

Código (Mis.Sif.Pro) o (Art.2629)		Informe de observaciones y respuestas de los proyectos específicos de regulación				
Fecha:		6/10/2017		Versión: 2		
Datos básicos						
Nombre de la entidad: Unidad de Promoción Normativa y Estudios de Regulación Financiera - URF						
Responsable del proceso: Nancy Mariana Ayo Guerrero - Subdirectora de Decreto de Mercado						
Nombre del proyecto de: Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las ofertas públicas de adquisición						
Objetivo del proyecto de: El proyecto de decreto tiene los siguientes objetivos: (i) continuar el 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) definir reglas que contribuyan al beneficio de los accionistas, en el que se						
Fecha de publicación del: 4/22/2016						
Descripción de la consulta						
Tiempo total de duración de la: 15 días						
Fecha de inicio: 1/10/2015						
Fecha de finalización: 25/10/2015						
Enlace donde estuvo la: https://www.urf.gov.co/documents/29325300/OPA+publica/NCS+RE+comentarios.pdf/04780a467546f8849b4d65d8d687e179d457856619						
Canales o medios dispuestos: Página web, Twitter, LinkedIn y Facebook						
Páginas web: Páginas web						
Resultados de la consulta						
Número total de: 20						
Número total de comentarios: 280						
Número de comentarios no: 101						
Número de comentarios no: 119						
Número total de artículos del: 8						
Número total de artículos del: 6						
Número total de artículos del: 6						
Consolidado de observaciones y respuestas						
No.	Fecha de recepción	Remitente	Artículo	Observación recibida	Estado	Consideración desde entidad
1		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.1. Oferta pública de adquisición obligatoria		Respecto a esta causa, se observa que, uno de los principales déficits del mercado de capitales colombiano es el de la protección efectiva del accionista minoritario. La percepción de que no existe equidad en el trato a todos los accionistas en el mercado de capitales no solo a los pequeños inversionistas sino a gestores de portafolios profesionales (fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos de inversión) y a participantes internacionales que no tienen vocación de control, afectando su liquidez y potencial de crecimiento. En línea con ello, se ha identificado que en el mercado de valores colombiano se han llevado a cabo Ofertas que evidencian que bajo el régimen actual de OPAs parciales no existe una protección efectiva de los derechos de los accionistas minoritarios, por lo que, dada la oportunidad de mejorar sustancialmente el régimen vigente, el estándar que se escoge en Colombia para las OPAs es un elemento central en la construcción de un mercado en el que la protección de accionista minoritario se defina como uno de sus principales objetivos y genere la credibilidad y la confianza en el mercado y en los propósitos de la autoridad. Frente a este punto, con base en el análisis realizados de los estándares internacionales, los cuales incluyen las jurisdicciones de España, Reino Unido y Brasil, la Bolsa considera que la regulación de las OPAs en Colombia debe adoptar un modelo de OPA Total en el que el elemento central sea la protección del accionista minoritario objeto de la Oferta. De acuerdo con lo anterior, a continuación, se mencionan las principales motivaciones identificadas para la adopción de un modelo de OPAs Totales en Colombia, entre las cuales se incluyen: i. Es el único mecanismo que asegura que todos los accionistas puedan beneficiarse completamente (y no parcialmente) de las condiciones de compra de la oferta pública, de tal manera que, finalizada la transacción, no se presenten escenarios en los que algunos accionistas (en especial minoritarios) se sientan afectados con la transacción. ii. Evita que los accionistas minoritarios queden atrapados en una participación accionaria (a la que no queda cobijada por la OPA Parcial) con una liquidez reducida y sin posibilidad de capturar el valor asociado a la prima de control por el emisor. iii. Incentiva la apertura de la propiedad accionaria de las empresas en el mercado de capitales, ya que el temor de los accionistas originales a que vía OPAs Parciales puedan perder el control de la sociedad y quedar atrapados en ella, desaparezca. Con la OPA Total también siempre la posibilidad de salir del negocio completamente al mejor precio posible. iv. La OPA Total es el mensaje más contundente al mercado de protección del accionista minoritario. Si bien mecanismos como los períodos de cool-off mejoran el esquema actual, no eliminan los riesgos para los accionistas minoritarios asociados a un esquema de OPAs parciales, lo que si se solucionara con la adopción de un esquema de OPA Total. v. La OPA Total obliga al comprador a revelar plenamente sus intenciones de adquirir el control, aspecto que es cuestionable en un régimen de OPAs Parciales toda vez que no es fácil realizar la evaluación por parte del supervisor, si el comprador no es quien revela dicha información. En este sentido, los OPAs Totales mitigan el lanzamiento de ofertas sucesivas las cuales pueden reducir progresivamente la liquidez de la acción, lo que puede provocar que los accionistas acepten ofertas por un precio inferior al que los minoritarios producto del promisor no se ven beneficiados de los precios de las OPAs.	No aceptado	El proyecto de decreto no tiene como único objetivo la protección al inversionista minoritario. En ese sentido, la propuesta regulatoria no puede apuntar solo a ese criterio, sino que debe ser una propuesta que de forma integral contemple los 3 objetivos planteados y que considere el funcionamiento del mercado local. La OPA parcial resulta ser un instrumento de política pública para la promoción del mercado, que no busca solamente la entrada de emisores al mercado, sino también la promoción y la competencia de CPA. Adicionalmente, el proyecto de decreto contiene disposiciones de protección al minorista.
2		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.1. Oferta pública de adquisición obligatoria		Adicional a lo anterior, la Bolsa no comparte las preocupaciones expresadas en torno a la adopción del esquema de OPAs Totales para Colombia entiendo que la adopción del modelo de OPAs Totales puede generar algunos repuntes, entre los que se encuentran los siguientes: i. Con la OPA total se pierde totalmente la liquidez de la acción en el mercado secundario, mientras que en una OPA Parcial las acciones que no participan en la transacción siguen transando. ii. Se pierde la posibilidad de transacciones de inversionistas que no están interesados en el 100% de la propiedad accionaria del emisor. Sobre el primer punto, la experiencia en Colombia muestra cómo, después de una OPA Parcial, la liquidez de la acción prácticamente desaparece, tanto por la fuerte reducción del flotante como por la pérdida de atractivo de este flotante. Es decir, quedamos en el peor mundo tanto para el emisor como para los accionistas; sin liquidez en la acción y sin haber capturado completamente y de forma óptima el beneficio del mejor precio a través de la OPA. Sobre el segundo punto, la Bolsa cree que esta es una preocupación más letrada que real. Con un umbral de 30% y dado el tamaño de las empresas listadas en el mercado colombiano, la OPA Total no limita realmente las opciones de inversionistas interesados en los emisores locales. Para inversionistas con visión de portafolio (y no con objetivo de control) el umbral de 30% resulta suficientemente amplio para el desarrollo de sus estrategias y, para el caso de compradores con estrategias que implican porcentajes de propiedad superiores, la OPA Total parece una obligación razonable por la intención de adquirir el control. Por otro lado, si bien este mecanismo puede aparentemente considerarse costoso para los oferentes, beneficia al mercado. Las empresas que aún no son emisores pueden considerar que esta regla genera valor agregado al inscribirse en un mercado que tiene reglas claras y objetivas en torno a la toma de control de una empresa, ya que una empresa si vulnera dichas normas no está sujeta de ser objeto de compras tendientes a adquirir el control sobre ella. Por otro lado, los accionistas minoritarios, ante estos escenarios, obtienen información clara y transparente para permitir la toma de decisiones informadas, y además participación de los beneficios de la toma de control, en relación con el precio y la prima pagada por el oferente. En resumen, la Bolsa considera que resulta claro que el beneficio de adoptar el esquema más robusto posible de protección al accionista minoritario, esto es la OPA Total, supera por mucho el costo asociado a eventuales transacciones que se dejan de realizar. En conclusión, estimamos que la adopción del estándar de protección más robusto para el accionista minoritario es una herramienta central para la atracción de nuevos emisores e inversionistas al mercado de capitales colombiano. La experiencia del mercado local muestra que los OPAs Parciales no logran una protección realmente efectiva para el accionista minoritario y sus beneficios en términos de mantener cierta liquidez resultan más letrados que reales. La adopción de la OPA Total obligatoria ex-post, con un umbral del 30% sería un mensaje contundente al mercado sobre la importancia que el regulador a la protección del accionista minoritario.	No aceptado	El proyecto de decreto no tiene como único objetivo la protección al inversionista minoritario. En ese sentido, la propuesta regulatoria no puede apuntar solo a ese criterio, sino que debe ser una propuesta que de forma integral contemple los 3 objetivos planteados y que considere el funcionamiento del mercado local. Adicionalmente, el proyecto de decreto contiene otras disposiciones de protección al minorista.
3		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.1. Oferta pública de adquisición obligatoria		Ahora bien, si tras el análisis realizado por la URF y los comentarios presentados por el mercado y por la Bolsa al proyecto de decreto, la URF considera que en Colombia la regulación debe continuar con el modelo de OPAs Parciales, bvc sugiere la adopción de la figura de OPA Escalonada en la que, si bien el oferente puede presentar la Oferta sobre un porcentaje de acciones, se contemplan que, en aquellos casos en los que el interés del oferente es adquirir el control y supera el umbral para ello sea obligatoria que la Oferta sea por la totalidad de las acciones del emisor objeto de la OPA. En este escenario, el Oferente podrá adquirir mediante OPAs Parciales una participación significativa en el emisor objeto de la OPA, sin que la misma equivalga a obtener el control de la sociedad, y en el evento en que el oferente pretenda adquirir el control, esto es, una participación superior al 50% de las acciones del emisor con derecho a voto, debe lanzar una OPA obligatoria total, para así garantizar información clara y transparente para la toma de decisiones informadas, y la participación de todos los accionistas en los beneficios de la toma de control, en relación con el precio y la prima pagada por el oferente. Asimismo, en el evento en que el oferente produzca de una OPA parcial adquiera una participación superior al 50% del capital con derecho a voto del emisor, el oferente deberá realizar una OPA por el total de las acciones restantes, dentro de los 30 días calendario siguientes contados desde la adquisición por medio de la cual superó el mencionado umbral.	No aceptado	No procede la propuesta en la medida en que por las particularidades del mercado colombiano, no resulta sencillo determinar cuándo existe control en un emisor.
4		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.1. Oferta pública de adquisición obligatoria		Al respecto, la Bolsa sugiere, en línea con la implementación del esquema de OPAs Totales, aumentar el umbral fijado en la regulación de OPAs del 25% al 30%, lo cual se alinea con los estándares internacionales (es una práctica en jurisdicciones como España, Unión Europea, Reino Unido, Chile y Brasil) con el entendimiento de control en Colombia.	No aceptado	A pensar que a nivel internacional el umbral para una OPA obligatoria es más alto, este no se modificó teniendo en cuenta el funcionamiento del mercado colombiano.
5		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7. Cuadernillo de oferta		Frente a la información incluida en el cuadernillo de oferta, la Bolsa se permite presentar los siguientes comentarios: a) La Bolsa considera muy acertado complementar como parte de la información de la Oferta, aquella relacionada con la descripción detallada de las fuentes de financiación y de los términos y condiciones del endeudamiento, así como las personas que participan en ella, tal como se propone en el numeral 1 del artículo 6.15.2.7 del proyecto de decreto. No obstante, la anterior, se sugiere que esta información complementa el literal g) del numeral 2 del presente artículo por tratarse de un tema que se encuentra más relacionado con los datos de la Oferta que con la identificación de la sociedad afectada y los datos del oferente.	Aceptado	Se hace un ajuste en el literal g) del numeral 2 del artículo en aras de mayor claridad respecto de la información de endeudamiento del oferente y/o del emisor como consecuencia de la adquisición.
6		Artículo 6 - Artículo 6.15.1.7. Libre concurrencia en el mercado en los eventos de ofertas públicas de adquisición		En relación con las modificaciones incluídas en el proyecto de decreto respecto de las operaciones cuyos elementos esenciales fueron acordados previamente, se sugiere la revisión del plazo de un (01) mes, señalado en el artículo 6.15.1.7, para informar a la Superintendencia y a la Bolsa las condiciones del preacuerdo, dado que no es claro en la regla contra que hizo se calcula el mes. En el caso que fuera contra la autorización de la OPA o la realización de la operación, por el procedimiento a seguir, no es previsible para el oferente conocer con certeza estas fechas, lo que complica la contabilización de este plazo. En su lugar, se propone incluir en el artículo mencionado que el oferente deberá informar a la SFC de la existencia de un preacuerdo en tanto presente la solicitud de autorización de la OPA ante dicha entidad, incluyendo la información correspondiente en los documentos de la Oferta. Lo anterior, considerando que, al presentar la solicitud de autorización de la OPA a la SFC, como se indicó el oferente no tiene certeza de la duración del trámite por lo que no parece factible que pueda identificar el momento exacto que le permita cumplir oportunamente con la obligación de informar al preacuerdo a la Superintendencia y a la Bolsa con un mes de autorización de la OPA o de realización de la operación.	Aceptado	Se acepta el comentario para generar certeza del momento en el que se debe informar sobre el preacuerdo. El mismo día de la presentación de la oferta para autorización ante la SFC.
7		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.1. Precio mínimo de los valores objeto de oferta pública de adquisición		La Bolsa considera que, si bien se pueden adoptar los criterios generales enunciados en los numerales 1 y 2 del artículo 6.15.2.8.1 del proyecto de decreto, es importante que se exija al oferente que, si no está incurso en los eventos mencionados en la norma, explique la metodología empleada para establecer el precio de compra de los valores objeto de la Oferta, promoviendo que se determine el precio de una CPA de manera objetiva y que se reconozcan las situaciones específicas del emisor al momento de lanzar una OPA.	Aceptado	Se ajusta la información requerida en el cuadernillo en el sentido en que en cualquier OPA se debe establecer la metodología en virtud de la cual se determinó el precio.
8		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7. Cuadernillo de oferta		La Bolsa sugiere revisar lo dispuesto en el literal b) del numeral 2 del artículo 6.15.2.7 del proyecto de decreto, en relación con la metodología empleada y los resultados obtenidos para establecer el precio de acuerdo con lo señalado en el literal b) del artículo 6.15.2.1 del proyecto de decreto, ya que, de acuerdo con dicho literal el precio de los valores a adquirir no podrá ser inferior al más alto que hubiere pagado el oferente si ha realizado adquisiciones del valor en los tres (03) últimos meses contados a partir de la presentación de la solicitud en la Superintendencia. En consecuencia, no es clara la inclusión de la metodología empleada para el cálculo del precio, dado que, tratándose de los escenarios incluídos en los numerales 1 y 2 del artículo 6.15.2.8.1 del proyecto de decreto, la fijación del precio se realiza con base en hechos objetivos. Así las cosas, la obligación del oferente sobre explicar la metodología para calcular el precio de los valores objeto de la OPA deberá incluirse para escenarios distintos a aquellos señalados en los numerales 1 y 2 del artículo 6.15.2.8.1 del proyecto de decreto, como se indicó anteriormente.	Aceptado	El límite de precio es un mínimo que debe ser tenido en cuenta para calcular el precio ofrecido. Pero no es un cálculo en sí mismo de lo que el oferente debe ofrecer al emisor. Adicionalmente, se hace el ajuste en los datos de la oferta en el cuadernillo para que siempre se revele la información de la metodología utilizada para la determinación del precio de la OPA.
9		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.1. Precio mínimo de los valores objeto de oferta pública de adquisición		La Bolsa considera que lo señalado en el párrafo 4 del artículo 6.15.2.8.1 sobre la no aplicación de un preacuerdo, puede otorgar contra el principio de trato equitativo a los accionistas, ya que podría entenderse que mediante la implementación de un preacuerdo puede fijarse un precio menor al de los tres (03) últimos meses contados a partir de la presentación de la solicitud en la Superintendencia, en detrimento de los accionistas que no hacen parte del preacuerdo.	Aceptado	Se atiende el comentario y se hace la modificación en el artículo.

10	25/10/2025	BVC	<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.2. Cuadro de oferta</p> <p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.3. Valores admitidos como contraprestación</p> <p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.3. Valores admitidos como contraprestación</p> <p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.5. Derecho de venta</p>	<p>Se sugiere revisar la diferencia entre lo señalado en los sub numerales y v del literal c del numeral 2 del artículo del artículo 6.15.2.7.2 del proyecto de decreto, ya que en ambos se incluye la obligación del oferente de describir la metodología de valoración empleada en aquellos eventos en que la contraprestación de la Oferta consiste en valores emitidos por una entidad distinta al oferente. Así mismo, tratándose de lo dispuesto en el numeral v, no es clara la aplicación de lo señalado en el numeral 1 del artículo 6.15.2.8.1 del proyecto de decreto, respecto de los valores ofrecidos como contraprestación de la Oferta.</p> <p>Frente a lo señalado en el artículo 6.15.2.8.3 del proyecto de decreto, sobre los valores admitidos como contraprestación de los valores objeto de la OPA, se sugiere incluir que dichos valores, además de estar inscritos en una bolsa de valores internacionalmente reconocida, e juicio de la SFC, sean susceptibles de negociarse en una bolsa de valores local o en un sistema de negociación y/o registro de valores local, lo cual beneficiaría a los accionistas que participen de la Oferta.</p> <p>De igual forma, en el parágrafo 1 del mismo artículo la Bolsa sugiere incluir expresamente que, en el evento en que el oferente establezca que la contraprestación de la OPA sea pagada en dinero, valores o divisas de todos los continentes, los destinatarios de la OPA pueden optar por el tipo de contraprestación que se acomode más a sus intereses, en lugar de que "En todo caso, la forma de pago debe ser la misma para todos los accionistas". Con este entendimiento, se facilita que el oferente pueda incluir varias alternativas para el pago de la Oferta y los accionistas, a su turno, puedan seleccionar la mejor opción según su criterio, sin afectar el trato equitativo a los accionistas.</p> <p>Tratándose de la contraprestación de los valores objeto de la Oferta, en la OPA que debe formularse en el escenario señalado en el artículo 6.15.2.10.5 sobre el derecho de venta, la Bolsa no encuentra justificación para limitar el pago de la Oferta únicamente a dinero, y en su lugar sugiere ampliar la disposición para permitir que el oferente realice el pago con valores inscritos en una bolsa de valores y que cumplan con las demás características que exige el decreto, lo que, a nuestro juicio, podría parecer atractivo para los destinatarios de la OPA quienes considerarían su inversión inicial a un menor costo atractivo y con mayor liquidez.</p>	<p>Aceptado</p> <p>No aceptado</p> <p>No aceptado</p> <p>No aceptado</p>	<p>Los literales v y vi no hacen referencia a la misma metodología de valoración. En ese sentido, se hace el ajuste necesario para evitar confusión por la revelación de información.</p> <p>El oferente debe tener la libertad de ofrecer como contraprestación valores inscritos en bolsas internacionales. La aceptación o no depende exclusivamente del emisor y la adversidad de que un valor inscrito en una bolsa internacional con sus particularidades, es una tarea de asesoría.</p> <p>La estructuración de la contraprestación en postestad del oferente. Que el pago sea igual para todos los accionistas, garantiza el trato equitativo entre accionistas. Contrario a lo que pasaría si se determina una posibilidad de pagar de forma diferenciada.</p> <p>No existe una disposición que limite la contraprestación del artículo sobre el derecho de venta únicamente a dinero.</p>
14			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición</p>	<p>Respecto a la modificación del deber de privacidad de los órganos de administración del emisor objeto de la OPA, la Bolsa identifica eventos significativos en la propuesta, sin embargo, considera que supeditar el informe que puede elaborar la junta directiva, el consejo directivo o quien haga sus veces en el emisor objeto de la OPA, a la autorización de la junta de accionistas o quien haga sus veces, puede complejizar la implementación de esta facultad, dadas las procedimientos corporativos que se requieren para llevar a cabo una asamblea, como por ejemplo, la convocatoria con cierto tiempo de antelación.</p> <p>En consecuencia, se sugiere revisar la mención que se hace en el parágrafo 2 del artículo 6.15.2.10.4 del proyecto, cuando se indica que "Las actuaciones desarrolladas por la junta o consejo directivo o quien haga sus veces en el marco de lo dispuesto en el parágrafo anterior, deben contar con la autorización de la asamblea de accionistas o quien haga sus veces". Lo anterior, debido a que en escenarios como los que presenta una Oferta, la junta directiva o el órgano correspondiente deberá poder actuar de manera ágil frente a los accionistas de la sociedad.</p>	<p>Aceptado</p>	<p>Se hace la modificación en el proyecto de decreto para que no se complejice el procedimiento para la emisión del concepto.</p>
15			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.7. Actuación de la junta o consejos directivos o quienes de acuerdo con los estatutos ejerzan o detenten esas funciones</p>	<p>La BVC considera que no debería condicionarse la emisión del informe por parte de la junta directiva o el órgano correspondiente, a la inexistencia de una operación preacordada en el marco de la Oferta, ya que aún en estos escenarios, sería conveniente para los accionistas poder conocer la posición de la administración del emisor objeto de la OPA. Lo anterior, teniendo en cuenta que el hecho de que exista un preacuerdo no implica que el emisor comparta la OPA y no todos los accionistas hacen parte del preacuerdo.</p>	<p>Aceptado</p>	<p>Se edita el comentario</p>
16			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.2. Obligaciones de la oferta pública de valores</p>	<p>La BVC sugiere revisar la inclusión de un derecho de los destinatarios de la Oferta, consistente en revocar la aceptación presentada por estos, en aquellos eventos en los que, luego del inicio del periodo de recepción de aceptaciones, la junta directiva o el órgano correspondiente, publique el informe sobre la OPA y con base en dicho informe el accionista cambie de opinión sobre su participación en la Oferta. Lo anterior, como quiera que, según la propuesta de modificación, el informe del emisor debe ser publicado en cualquier momento desde la autorización de la OPA hasta veinte (20) días hábiles antes del cierre del periodo previsto para la recepción de aceptaciones, lo cual supone que pueden existir casos en que dicho informe sea publicado cuando ya han transcurrido al menos diez (10) días de la etapa de recepción de aceptaciones.</p>	<p>Aceptado</p>	<p>Aceptado para la sección de obligaciones de la oferta.</p>
17			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición</p>	<p>La Bolsa sugiere revisar la redacción del parágrafo 1 del artículo 6.15.2.10.4 del proyecto de decreto, ya que en el mismo se menciona que "Los actos a los que se refiere el presente parágrafo no pueden ser contrarios o lo señalado en el artículo ni a los deberes de los administradores", sin señalar expresamente el artículo al que hace referencia esta disposición.</p>	<p>Aceptado</p>	<p>Se hacen ajustes a los actos que no contravienen los deberes de los administradores.</p>
18			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.5.1. Ofertas competidoras</p>	<p>Se sugiere revisar la obligación incluida a cargo del oferente de la OPA Precedente en el artículo 6.15.2.5.1 del proyecto de decreto, relacionada con informar de forma destacada en las secciones económicas de un diario de circulación nacional la suspensión del periodo de recepción de aceptaciones, así como su reanudación, ya que la Bolsa considera que, para el Oferente de la OPA Precedente, no será fácilmente identificable el momento exacto de radicación de la OPA Competidora, así como su aprobación o rechazo por parte de la Superintendencia, lo que dificultaría el cumplimiento de esta obligación. Al respecto, la BVC sugiere incluir expresamente que, tratándose de OPA Competidoras, la Superintendencia le notifique la aprobación o rechazo de la Oferta Competidora al oferente de la OPA Precedente, de tal manera que, a partir de dicha notificación el Oferente pueda cumplir con la obligación señalada anteriormente.</p>	<p>Aceptado</p>	<p>Se incluye la disposición.</p>
19			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.5.1. Ofertas competidoras</p>	<p>Considerando que, operativamente, la Bolsa es quien controla la suspensión y reanudación del periodo de recepción de aceptaciones en una Oferta, se sugiere precisar en el artículo 6.15.2.5.1 del proyecto de decreto, que la Superintendencia comunicará directamente a la Bolsa sobre la solicitud de autorización de una OPA Competidora y el momento a partir del cual operará la suspensión del periodo de recepción de aceptaciones de la OPA Precedente tras la presentación de la OPA Competidora. En todo caso, sugerimos que la suspensión sea efectiva a partir del día hábil siguiente a la recepción de la información por parte de la Bolsa.</p>	<p>Aceptado</p>	<p>Se incluye notificación de la SFC a la oferta de valores</p>
20			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.5. Mejora de la oferta de adquisición</p>	<p>En las reglas relacionadas con las mejoras, se sugiere incluir expresamente que el periodo de recepción de aceptaciones de la OPA sobre la que se presente una mejora, queda automáticamente suspendido y que el periodo de recepción de aceptaciones es susceptible de reanudarse ante la presentación de una nueva mejora.</p>	<p>No aceptado</p>	<p>La mejora de la OPA no suspende el periodo de aceptaciones. Las aceptaciones de la OPA inicial se entienden aceptadas para la mejora.</p>
21			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.5.1. Ofertas competidoras</p>	<p>En el parágrafo 3 del artículo 6.15.2.5.1, la Bolsa considera necesario precisar la redacción ya que, cuando en el texto se hace referencia a que las aceptaciones se consideran respecto de la oferta que, al momento de finalizar el periodo de recepción de aceptaciones, resulte más favorable para los accionistas, podría entenderse que dos OPA se encuentran activas al mismo tiempo, por lo que se sugiere incluir que "las aceptaciones se consideran respecto de la oferta, que al momento de finalizar el periodo de recepción de aceptaciones presentó las condiciones más favorables para los accionistas".</p>	<p>Aceptado</p>	<p>Se acepta el comentario y se hace el ajuste al parágrafo</p>
22			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.5.1. Ofertas competidoras</p>	<p>En cuanto al plazo previsto en el artículo 6.15.2.5.1 del proyecto de decreto para la presentación de la solicitud de autorización de la OPA Competidora, se sugiere modificar la mención a "la finalización de la etapa de recepción de aceptaciones", ya que al finalizar dicha etapa la OPA debe adjudicarse y ello tendría como consecuencia que el oferente de la OPA Precedente no tenga la oportunidad de mejorarla. Así las cosas, la Bolsa sugiere incluir que el plazo para presentar la solicitud de autorización de la OPA Competidora sea a más tardar cuando faltan al menos diez (10) días para el cierre del periodo de recepción de aceptaciones, de tal manera que se puedan señalar con las actividades correspondientes para la suspensión del término de recepción de aceptaciones y la publicación de las comunicaciones al mercado por parte de la Bolsa y el oferente de la OPA Precedente.</p>	<p>Aceptado</p>	<p>Se modifica el artículo en virtud de los comentarios recibidos.</p>
23			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.5.1. Ofertas competidoras</p>	<p>Frente a la suspensión del periodo de recepción de aceptaciones de la OPA Precedente tras la presentación de la solicitud de autorización de la OPA Competidora, se sugiere precisar en el numeral 2 del artículo 6.15.2.5.1 del proyecto de decreto que "Esta suspensión implica que la Bolsa no podrá recibir aceptaciones para la oferta precedente".</p>	<p>Aceptado</p>	<p>Se hace la modificación en el proyecto de decreto.</p>
24			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.4.1. Oferta pública de adquisición sobreinversión</p>	<p>Respecto a la propuesta de modificación relacionado con la oferta pública en eventos de adquisiciones sobreinversión, señalada en el artículo 6.15.2.4.1, en la cual se amplían los eventos corporativos actualmente previstos en la norma a los procesos de "adquisición" o "escisión", la Bolsa sugiere que se incluya un concepto más general que permita ampliar la disposición normativa a cualquier proceso de reorganización corporativa que tenga como consecuencia la adquisición de control sobre un emisor de valores de forma sobreinversa. Lo anterior, permitirá no limitar la ocurrencia de procesos que no se alinean con las definiciones de fusión, escisión y/o procesos de adquisición. De considerarse esta sugerencia de modificación, será preciso modificar las referencias a este tipo de procesos en los artículos 6.15.2.8.1 del proyecto de decreto, relacionado con el precio de los valores objeto de la OPA y el 6.15.2.10.7 sobre las consecuencias del incumplimiento del régimen de ofertas públicas de adquisición.</p>	<p>Aceptado</p>	<p>Se hace la modificación en el artículo ampliando los eventos a cualquier caso de reorganización empresarial.</p>
25			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.6.2. Publicidad de la intención de cancelación de la inscripción de acciones inscritas en</p>	<p>En relación con la publicidad de la intención de cancelación de la inscripción de acciones inscritas en bolsa, señalada en el artículo 6.15.2.6.2 del proyecto de decreto, se sugiere incluir que el aviso mediante el cual se realiza la convocatoria a la asamblea de accionistas puede ser impreso o electrónico, teniendo en cuenta que los emisores convocan las asambleas de accionistas mediante la publicación del aviso bajo estas dos modalidades.</p>	<p>Aceptado</p>	<p>Se hace la modificación al artículo</p>
26			<p>Artículo 8 - Régimen de transmisión</p>	<p>Según el artículo 7 del proyecto de decreto, la SFC deberá imprimir las instrucciones de los decretos dentro de los seis (06) meses siguientes a su entrada en vigencia, sin embargo, a lo largo del documento no se evidencian los escenarios puntuales que deberán ser objeto de reglamentación por parte de la Superintendencia, por lo que no es claro el objeto de las instrucciones que dicha entidad debe impartir. Lo anterior, cobra mayor relevancia, considerando que, de acuerdo con el régimen de transmisión, las disposiciones que actualizan el régimen de OPA se aplican una vez se hayan expedido las instrucciones de la SFC.</p>	<p>Aceptado</p>	<p>Se elimina el artículo</p>
27			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.7. Actuación de la junta o consejos directivos o quienes de acuerdo con los estatutos ejerzan o detenten esas funciones</p>	<p>Se sugiere revisar la numeración de los artículos correspondientes a las "Consecuencias del incumplimiento del régimen de ofertas públicas de adquisición" y la "Actuación de la junta o consejos directivos o quienes ejerzan o detenten esas funciones", ya que ambos artículos fueron numerados como 6.15.2.10.7.</p>	<p>Aceptado</p>	<p>Se corrige la numeración</p>
28			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.6.1. Oferta pública de adquisición para la cancelación</p>	<p>En cuanto a lo señalado en el artículo 6.15.2.6.1 del proyecto de decreto, se sugiere precisar que la venta de las acciones que pertenecen a los accionistas ausentes o disidentes de la reunión de la asamblea en la que se aprobó la cancelación de la inscripción del emisor en el RNV y en la Bolsa, a través del mercado con posterioridad a la toma de la decisión de cancelación, si coje el derecho de participación en la OPA por cancelación, con el fin de entregar clásicas al mercado con respecto al manejo de este derecho por parte de los accionistas disidentes a los que votaron a favor de la cancelación y no afectar a los inversionistas que participan en la compraventa de estas acciones.</p>	<p>No aceptado</p>	<p>No se puede imponer la participación si no existieron o votaron negativo</p>
29			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.2. Obligaciones de la oferta de valores</p>	<p>Con respecto a la responsabilidad a cargo de la Bolsa, señalada tanto en el primer como en el segundo párrafo, sobre la publicación del aviso de oferta en el boletín oficial de la Bolsa, queremos confirmar que, dado que tanto la primera como la segunda publicación que realiza el Oferente se trata del mismo aviso, el cumplimiento se puede dar a través de una única publicación que la Bolsa realice a partir de la publicación del primer aviso de oferta.</p>	<p>Aceptado</p>	<p>Solo hay una obligación de publicación del resultado de la oferta.</p>
30			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.1. Procedimiento para la oferta pública de adquisición</p>	<p>Considerando que el proceso de adjudicación de una OPA en la que la demanda supera la oferta se debe llevar a cabo a prorrata sin tener en cuenta las aceptaciones que han establecido la condición "Todo o Nada", y que existe la posibilidad de que al retirar dichas aceptaciones la cantidad objeto de adjudicación sea menor que la cantidad máxima ofrecida, se sugiere que el texto del artículo 6.15.2.10.1 sea complementado indicando que "la Bolsa podrá reglamentar las condiciones de adjudicación adicionales que permitan maximizar la cantidad adjudicada ante dichos escenarios. Así las cosas, se propone la siguiente redacción:</p> <p>"... Si el número de valores comprendidos en las aceptaciones de la oferta supera la cantidad de valores que se ha ofrecido adquirir, el oferente deberá comprarlos a prorrata a cada uno de los aceptantes, bajo las condiciones que sean definidas por la oferta de valores."</p>	<p>Aceptado</p>	<p>Ya se hizo una modificación al artículo</p>
31			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.1.1 Principios aplicables a las ofertas</p>	<p>Sugerimos que el Proyecto manifieste expresamente que cualquier interpretación de los nombres del Decreto se realice a la luz de estos principios. Además, se debe procurar por la armonización del contenido del Proyecto con los principios de irrevocabilidad, trato equitativo y divulgación. EKO, en atención a que, en algunos casos específicos—como se señala más adelante—, podrían presentarse ciertas discrepancias entre el contenido del Proyecto y los principios establecidos en este artículo.</p> <p>El Proyecto parece no prever algunos escenarios que atentarían contra este principio. De un lado, y dado que el Proyecto no exige que un oferente cuente con todas las autorizaciones regulatorias que le apliquen de forma previa a la solicitud de autorización de una OPA (e.g., autorización de la SIC en materia de control de integridad, autorización de la SFC en virtud del artículo 88 del EOCIF, autorización de la SNS en virtud del artículo 75 de la Ley 1955 de 2019), el principio de irrevocabilidad podría verse vulnerado en el evento en que dicho oferente no logre obtener estas autorizaciones al momento del cierre del periodo de aceptaciones de la OPA. Por lo que se sugiere, como se indica más adelante, modificar el Proyecto para exigir que el oferente, al momento de solicitar la autorización de la OPA ante la SFC, ya cuente con todas las autorizaciones previas que requiere para efectos de poder llevar a cabo la adjudicación propuesta.</p>	<p>No aceptado</p>	<p>Esa es la esencia de los principios. No se considera necesario establecer en el decreto.</p>
32			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.1.1 Principios aplicables a las ofertas</p>	<p>Adicionalmente, y toda vez que el principio de irrevocabilidad prevé expresamente que las OPA son irrevocables "sin que haya lugar a su modificación", se sugiere complementar la redacción para efectos de aclarar que las OPA no podrán modificarse "salvo por lo expresamente previsto en este decreto o en la regulación aplicable", toda vez que, de acuerdo con el contenido del Proyecto, las OPA sí se podrían modificar en algunos casos, como por ejemplo en un caso de mejora de la oferta o ante la renuncia, por parte del oferente, de los mínimos o máximos a los cuales está condicionada la misma. Finalmente, se sugiere aclarar que la irrevocabilidad de la oferta empieza desde el primer aviso de oferta.</p>	<p>Aceptado</p>	<p>Se hace el ajuste en el proyecto de decreto respecto de la necesidad de los conceptos de otras entidades.</p> <p>La irrevocabilidad viene de las ofertas comerciales en general. No afecta la mejora. A pesar de esto, en el decreto se hace el ajuste en el artículo.</p>

33		<p>Más allá de establecer que la OPA debe dirigirse a todos los titulares de los valores señalados en el artículo 6.15.2.2.1 del decreto, se debe procurar porque este principio de trato equitativo tenga una naturaleza más amplia, no sólo en materia de repartición adecuada de la prima de control, sino también en materia de revelación y suficiencia de información por parte del oferente. Esto, en aras de propender por que los accionistas de la sociedad objetivo tengan todos los elementos necesarios para evaluar si participar en la OPA o no.</p> <p>Asimismo, el trato equitativo supone que la OPA debe dirigirse a todos los titulares de capital con derecho a voto. La definición de capital con derecho a voto incluye, por ejemplo, valores cuyo subyacente sean acciones con derecho a voto. Esto abarca valores como los recibos (i.e., certificados) de depósito. Cuando se trata de valores emitidos en el extranjero que se negocian en bolsas de valores en el extranjero, no parece posible dar cumplimiento a la obligación de adquirir el capital con derecho a voto mediante una OPA local. En el pasado, el oferente que busca adquirir esos valores listados en bolsas extranjeras (los que se negocian en mercados extranjeros), ha formulado ofertas simultáneas en las distintas bolsas en que se negocian los valores. Esto, no obstante, ha generado inquietud entre agentes del mercado pues el actual artículo 6.15.2.3.0 del Proyecto no permite al oferente adquirir capital con derecho a voto en bolsas de valores extranjeras. En estos casos, hay alternativas para eliminar esta incertidumbre: (i) Obligar al oferente a formular una oferta en el extranjero y crear una oferta en la prohibición de adquirir acciones por fuera de la OPA local; y (ii) Exigir al oferente de adquirir los valores en el extranjero. Si se superan los umbrales de la OPA mediante la adquisición de valores en el extranjero, aplicar las normas sobre OPA sobrevenientes.</p>	<p>No aceptado</p> <p>El principio de trato equitativo se está aplicando con referencia internacional. El primer regulador de la Unidad no llega a bolsas en el extranjero.</p> <p>Trato equitativo en precio: hay una disposición en el decreto que establece que todos deben recibir el pago de igual forma. No se deja la opción de elegir la contraprestación porque los grandes accionistas elegirían la más líquida.</p>
34	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.1. Oferta pública de adquisición obligatoria	<p>Respecto del llamado "período de enfriamiento" previsto en el último párrafo, se sugiere complementar que dicha regla no aplique sólo al oferente o sus beneficiarios reales, sino también a aquellas personas o vehículos que estén actuando de forma concertada o con aquellas personas que tengan una vocación de administración conjunta con el oferente o sus beneficiarios reales. De lo contrario, se generaría un escenario en virtud del cual cualquier persona o vehículo actuando conjuntamente con el oferente o sus beneficiarios reales tendría la posibilidad de formular una OPA inmediatamente después a la formulada por el oferente inicial, sin la restricción del período de enfriamiento. De no hacer está claridad, se podrían presentar arbitrajes entre personas que actúan conjuntamente, derrotando el propósito del período de enfriamiento.</p>	<p>Aceptado</p> <p>Se hace la modificación al artículo en virtud de los comentarios.</p>
35	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.1. Oferta pública de adquisición voluntaria	<p>Respecto del llamado "período de enfriamiento" previsto en el último párrafo, se sugiere complementar que dicha regla no aplique sólo al oferente o sus beneficiarios reales, sino también a aquellas personas o vehículos que estén actuando de forma concertada o con aquellas personas que tengan una vocación de administración conjunta con el oferente o sus beneficiarios reales. De lo contrario, se generaría un escenario en virtud del cual cualquier persona o vehículo actuando conjuntamente con el oferente o sus beneficiarios reales tendría la posibilidad de formular una OPA inmediatamente después a la formulada por el oferente inicial, sin la restricción del período de enfriamiento. De no hacer está claridad, se podrían presentar arbitrajes entre personas que actúan conjuntamente, derrotando el propósito del período de enfriamiento.</p>	<p>Aceptado</p> <p>Se hace la modificación al artículo en virtud de los comentarios.</p>
36	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.2. Eventos en que no se debe realizar la oferta pública de adquisición voluntaria	<p>Sugerimos alinear las excepciones del artículo 6.15.1.1.2 (operaciones sobre valores inscritos en bolsa que no se deben realizar obligatoriamente a través de sus módulos transaccionales) con las excepciones a la obligación de formular una OPA. Las razones que justifican las excepciones del artículo 6.15.1.1.2 se aplican igualmente en el caso de las OPA. Esto permite que la SFC, a través de Circulares o actos administrativos de carácter particular, considere situaciones particulares que justifiquen que ciertas operaciones sobre valores que representen capital con derecho a voto se den a cabo por fuera de los módulos transaccionales de la bolsa y sin que se obligue la obligación de formular la OPA.</p>	<p>No aceptado</p> <p>El mecanismo que se ha determinado para centralizar las excepciones de las OPA son los módulos o sistemas proporcionados por la bolsa de valores, en tal sentido no resulta del todo técnico incluir dentro de las excepciones del artículo 6.15.1.2, las operaciones derivadas de los procesos de OPA por cuanto a que estos se llevan a través de los módulos o sistemas de las bolsas de valores.</p>
37	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.3.1. Oferta pública de adquisición voluntaria	<p>Respecto del llamado "período de enfriamiento" previsto en el último párrafo, se sugiere complementar que dicha regla no aplique sólo al oferente o sus beneficiarios reales, sino también a aquellas personas o vehículos que estén actuando de forma concertada o con aquellas personas que tengan una vocación de administración conjunta con el oferente o sus beneficiarios reales. De lo contrario, se generaría un escenario en virtud del cual cualquier persona o vehículo actuando conjuntamente con el oferente o sus beneficiarios reales tendría la posibilidad de formular una OPA inmediatamente después a la formulada por el oferente inicial, sin la restricción del período de enfriamiento.</p> <p>Aditionalmente, consideramos que se debe mantener la disposición actualmente prevista en el artículo 6.15.2.14 del Decreto 2555 de 2010, la cual señala expresamente que la regla de pasividad prevista en el artículo 6.15.2.1.19 del Decreto 2555 de 2010 no será aplicable a las OPA voluntarias.</p>	<p>No aceptado</p> <p>Hacer excepciones a la regla de pasividad crea unos arbitrajes regulatorios que no son deseables para el mercado.</p>
38	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.4.1. Oferta pública de adquisición sobrevenientes	<p>Daña la amplitud del concepto de "adquisición", se sugiere aclarar, en línea con pronunciamientos anteriores de la SFC, que la OPA sobreveniente procede sólo cuando la adquisición tiene como consecuencia (pero no como fin) la adquisición indirecta de acciones de una empresa colombiana por encima de los parámetros previstos en la regulación. De lo contrario, se estaría desconociendo la naturaleza competitiva de las OPA y el propósito de la OPA obligatoria, permitiendo que aquellos interesados en adquirir participaciones en un emisor colombiano a través de adquisiciones indirectas y, más después de eso, a través de adquisiciones mediante la OPA sobreveniente, lo cual podría volver obsoleta la figura de la OPA obligatoria. El concepto emitido por la SFC en su momento, con motivo de la OPA en España de Gas Natural por Unión Fenosa, que dio lugar a la expedición del mismo para que las OPA sobre EPSA SA ESP y CEITSA SA ESP fueran sobrevenientes – a pesar de no haber fusión – arrojó bastantes luces sobre cuales deben ser los criterios para que aplique una sobreveniente y no una OPA obligatoria directa. Sugerimos por lo menos los siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Se permite OPA sobreveniente si se está ejecutando una adquisición a nivel global o regional fuera de la zona de compra de un grupo sustancial de activos y la sociedad pasiva colombiana solamente representa el 20% o menos; - Se permite OPA sobreveniente en un emisor colombiano si la oferta que formula la OPA obligatoria colombiana está en contravía de la situación competitiva fuera de Colombia y arroja situaciones absurdas (por ejemplo, que el adquirente quede con el emisor colombiano, en razón a una OPA obligatoria); y no prevalezca en la adquisición de la matriz que persigue mediante toma hostil en un mercado fuera de Colombia; <p>De no corregirse esta ambigüedad, se prestará para que se realicen transacciones de control de manera privada con la compra de matrices no inscritas en bolsa que son dueñas de sociedades inscritas en bolsa, eliminando así la posibilidad de competencia.</p>	<p>No aceptado</p> <p>La regulación sobre OPA obligatoria contempla la protección a los accionistas minoritarios. La opa sobreveniente es un mecanismo de protección de los intereses de los accionistas.</p>
39	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.5.1. Ofertas competidoras	<p>Se debe revisar el artículo en su totalidad para eliminar algunas ambigüedades dentro del mismo. Por ejemplo, en algunas secciones del artículo se hace una referencia genérica al "oferente", sin aclarar si se refiere al oferente original o al oferente competidor.</p>	<p>Aceptado</p> <p>Se hizo la revisión del artículo</p>
40	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.5.1. Ofertas competidoras	<p>De otro lado, se debe revisar el tercer párrafo del numeral 2 del artículo, el cual señala, entre otras cosas, que cierta información "deberá ser divulgada como información relevante por parte del emisor afectado, conforme a la normatividad aplicable". Concretamente, y en todo caso que fundamenta los hechos previstos en este artículo no son hechos competitivos de información relevante en los términos del artículo 5.2.4.3.1 del Decreto 2555 de 2010, se sugiere precisar que:</p>	<p>No aceptado</p> <p>El artículo 5.2.4.3.1, en el numeral 8 establece que el emisor podrá revelar como información relevante cualquier información que considere de importancia para los inversionistas. Para efectos de la norma de OPA, esta disposición está contemplada dentro de este numeral.</p>
41	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.6.1. Oferta pública de adquisición para la cancelación	<p>Se debe revisar el Capítulo en su totalidad para eliminar algunas ambigüedades dentro del mismo. Por ejemplo, la obligación de todos los accionistas de formular la OPA de desistirse va en contradicción con la sanción. "En el evento en que la oferta no sea formulada en dicho término (de 3 meses), quedará sin efecto la decisión tomada por la asamblea de accionistas". Mientras que el artículo 6.15.2.6.3 establece una serie de obligaciones relacionadas con la formulación de la OPA y la determinación del precio de la OPA para la cancelación y que los accionistas deben cumplir de forma previa a la formulación de la OPA. Por lo que se sugiere revisar el Capítulo para efectos de aclarar cuál sería la información entre esos dos artículos y, en general, armonizarlos con las facultades que tendría la SFC en caso de no cumplir con dichas obligaciones dentro del período propuesto.</p> <p>Adicionalmente, el artículo no es claro sobre quién debe lanzar la OPA si la causal de desistirse está prevista en el reglamento de la bolsa.</p>	<p>No aceptado</p> <p>No se acepta el comentario teniendo en cuenta que los plazos responden a conceptos diferentes y tienen efectos diferentes. Por un lado, un plazo es sobre la formulación de la oferta pública, en donde pasados los 3 meses sin formularse, quedará sin efecto la decisión. Por otro lado, el término de los 30 días, corresponde al precio, en el escenario en donde accionistas quieran realizar la oferta.</p>
42	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.1. Autorización	<p>En línea con el principio de irrevocabilidad y para efectos de garantizar la integridad y seguridad jurídica del mercado de valores, se debe precisar que el oferente deberá contar con todas las autorizaciones regulatorias que le apliquen de forma previa a la solicitud de autorización de una OPA (p.e., autorización de la SFC en materia de oferta de valores, autorización de la SFC en virtud del artículo 88 del ECFE; autorización de la SFC en virtud del artículo 75 de la Ley 1955 de 2019). De lo contrario, el principio de irrevocabilidad podría verse vulnerado en el evento en que dicho oferente no logre obtener estas autorizaciones al momento del cierre del período de aceptación de la OPA. Por lo que se sugiere modificar el Proyecto para exigir que el oferente, al momento de solicitar la autorización de la OPA ante la SFC, ya cuente con todas las autorizaciones previas que requiere para efectos de poder llevar a cabo la adquisición propuesta. Esto resulta fundamental para evitar algunas dudas del pasado e interpretaciones ambiguas en las que se podría incidir que la oferta es un proyecto de negocio jurídico que no requiere que se obtengan todas las autorizaciones para asegurar su eficacia o validez sino hasta la adjudicación. A la luz de la irrevocabilidad, ello implicaría la posibilidad de un escenario en el que se adjudica la OPA a alguien que aún no tiene las autorizaciones y al no obtener el acto jurídico es ineficaz. Esto es absurdo y se puede corregir con una redacción sencilla. Para poner el ejemplo del derecho comparado, en el Real Decreto de OPA, establece que, si la transacción propuesta requiere autorización de las autoridades de competencia, el oferente la puede condicionar. Esta es precisamente para evitar la situación que describimos y que puede asociar con la redacción actual. En síntesis, o se opta por la publicación española y el Takeover Code en que se puede condicionar la oferta a las autorizaciones regulatorias o se opta por la irrevocabilidad, pero en ese caso el oferente debe tener todas las autorizaciones al momento de formular la OPA.</p>	<p>Aceptado</p> <p>En tema de conceptos de otras autoridades ya se hizo la modificación.</p>
43	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.1. Autorización	<p>Respecto de lo dispuesto en el segundo párrafo del Parágrafo 1 del artículo, conviene armonizar su contenido con lo previsto en la Sección 3.4 del Capítulo II del Título I de la Parte III de la Circular Básica Jurídica (006 de 2025)7 en materia de pagos por terminación (break up fees), para efectos de garantizar que el pacto de este tipo de cláusulas en un preacuerdo no contraría lo previsto en esta sección. Por ejemplo, se podría (i) regular que los pagos de terminación pactados no puedan ser pagados directamente por la compañía objetivo; y (ii) definir un umbral o rango de porcentajes de los montos aplicables a dichos pagos por terminación, como por ejemplo un máximo del 1%-4%, en línea con estándares internacionales. La práctica local ha permitido pagos por terminación de más del 14%, lo cual es un absurdo desde la perspectiva de una potencial justa por el activo. Ese break up fees es prohibitivo para un vendedor que a su vez afecta a los minoritarios porque si el vendedor es el contratante, no habrá manera de que prospere una competidora, a menos de que el vendedor asuma un descuento de por lo menos del 14%. Ver la situación de Gas Natural y Brookfield cuando EPM manifestó públicamente la intención de comprar por Gas Natural Colombia SA ESP. En la SFC se encuentran depositados los argumentos del porqué las comisiones de break up fees a niveles muy altos tienen el efecto de eliminar cualquier competencia.</p>	<p>No aceptado</p> <p>El decreto no se debe armonizar con la CBJ, pues el decreto es de mayor rango legal que la circular. Adicionalmente, dentro de los objetivos del decreto no se pretende llegar a tal decisión regulatoria.</p>
44	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.1. Autorización	<p>Respecto de lo dispuesto en el Parágrafo 2 del artículo, el Proyecto busca eliminar parte de lo actuante se encuentra en el Parágrafo 2 del artículo 6.15.2.1.8 del Decreto 2555 de 2010, que indica que la SFC notificará a la bolsa de valores al momento de recibir una solicitud de autorización de una OPA "para que suspenda la cotización bursátil de los títulos objeto de la oferta. Dicha suspensión quedará sin efecto el día hábil siguiente a la fecha de publicación del aviso de oferta". Esta estimación sería aceptable siempre y cuando la SFC, al momento de notificar al mercado sobre la presentación de una solicitud de autorización de una OPA, publique el anuncio de oferta por el oferente. En caso contrario, si no se suspende la cotización bursátil de los títulos objeto de la oferta y no se publica el precio, se generaría un alto nivel de especulación en el mercado que está en detrimento de los accionistas de la sociedad objetivo.</p>	<p>No aceptado</p> <p>Tanto el proyecto de decreto como el mercado, ya cuentan con mecanismos para conocimiento del precio. El precio de referencia de cada empresa se puede ver claramente en la publicación de la bolsa, y por su parte, el precio de la oferta se puede ver en el cuadernillo.</p>
45	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.2. Cuadernillo de oferta	<p>En línea con estándares internacionales, se debe robustecer la obligación de divulgación del oferente en lo que respecta a sus planes futuros, en línea con los estándares internacionales previstos, por ejemplo, en Estados Unidos, Reino Unido, España, Chile, Francia y Singapur. Particularmente, el oferente debería manifestar y liquidada la oferta por su intención de adquirir una participación controlante en la compañía objetivo de la OPA. En caso contrario, un oferente podría aprovecharse de algún vacío regulatorio para adquirir un porcentaje importante (no controlante) de una OPA y luego consolidar su posición controlante mediante adquisiciones adicionales en la bolsa (menores al 5%). Es fundamental e indispensable que no se presenten ambigüedades en este sentido que puedan perjudicar a los accionistas (tanto actuales como pasados) y vulnerar los principios de irrevocabilidad y divulgación.</p> <p>Por ejemplo, no es aceptable que un oferente, con claras y evidentes intenciones de adquirir el control de un emisor colombiano, incluya la siguiente manifestación en un cuadernillo de oferta: "El Oferente, haciendo uso de sus derechos bajo la regulación del mercado de valores en Colombia, una vez adjudicada y liquidada la Oferta por la BVC, podrá buscar seguir adquiriendo acciones ordinarias del Emisor en el mercado secundario de acuerdo con la regulación aplicable". Se recuerda que la inclusión de este tipo de manifestaciones en un cuadernillo de oferta, entre otras cosas, fue lo que generó la necesidad de implementar algunas de las regulaciones previstas en el Proyecto. Solo para efectos de ilustración, el pacto de oportunidad que suscriben las AFPs que accionistas las primeras OPA por Grupo Nutresa y Grupo Sura fue superior a los 1.000 millones de dólares14, todo lo cual se hubiera podido mitigar con una adecuada revelación desde el comienzo en el cuadernillo. Las revelaciones ambiguas y poco claras afectan a los accionistas minoritarios de manera excesiva.</p>	<p>No aceptado</p> <p>Tanto el proyecto de decreto como el mercado regulatorio vigente cuentan con mecanismos para la protección de los accionistas. Adicionalmente, en el proyecto de decreto ya se contempla en el cuadernillo la información de planes futuros y un periodo de enfriamiento.</p>
46	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.2. Cuadernillo de oferta	<p>Adicionalmente, también se debería exigir la inclusión de una manifestación expresa del oferente, como se exige en algunas jurisdicciones, en donde indique la veracidad de la información contenida en el cuadernillo y que no se ha omitido ningún hecho material necesario para que las declaraciones realizadas, a la luz de las circunstancias en que se hicieron, no resulten engañosas.</p>	<p>No aceptado</p> <p>Luego de análisis del equipo, esta pregunta tiene consigo muchos retos. Una vez consignada la información en el cuadernillo no se ve la necesidad de una certificación sobre la misma.</p>
47	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.5. Mejora de la oferta de adquisición	<p>Se debe aclarar que un oferente podrá mejorar su oferta sólo si no hay una oferta competitiva.</p> <p>Se debe aclarar el plazo para actualizar el cuadernillo en caso de mejora de la oferta.</p>	<p>Aceptado</p> <p>Ya existe la disposición, la actualización del cuadernillo en la mejora de la oferta está estado a la publicación del aviso de la mejora.</p>
48	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.1. Precio mínimo de los valores objeto de oferta pública de adquisición	<p>El Proyecto, al parecer, asume que se deben preparar y revelar los resultados de la valoración del oferente. Así, en los artículos 6.15.2.7.2(a)(b) y 6.15.2.7.2(a)(c) hay referencias a la "metodología y resultados" conforme al artículo 6.15.2.8.1. Lo mismo pasa con la referencia a la "determinación del importe" en el Parágrafo 3 del artículo 6.15.2.8.1. Sin embargo, en el Artículo 6.15.2.8.1 no se exige una valoración. Por lo que conviene aclarar si la intención, al incluir estas referencias, era hacerlas aplicables a una oferta pública de intercambio.</p>	<p>Aceptado</p> <p>Se hace la revisión del requisito del cuadernillo respecto de información de la metodología para determinar el precio del valor objeto de la OPA.</p>

49	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.4. Garantía de la Oferta Pública de Adquisición	La sección 3.2 del Capítulo II del Título I de la Parte II de la Circular Básica Jurídica (006 de 2025) de la Superintendencia Financiera dispone que: "[l]uego de autorizada la OPA por parte de la SFC, la oferta de valores puede suspenderse en cualquier momento del proceso, cuando a su juicio, la calidad o la cantidad de las garantías sufren una disminución y dicha situación no sea corregida en los términos que para el efecto ella determine." Este tipo de facultades debería estar en cabeza de la SFC y regularse mediante decreto. Esto es lo conseruente con las normas locales de rango legal.	Aceptado	Se hace la inclusión de la facultad a la bolsa, pues es la bolsa quien bene el seguimiento diario de las garantías.
50	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición	La regla de pasividad debe aplicarse únicamente a la junta directiva y no a la asamblea de accionistas, en línea con lo previsto en estándares internacionales, como por ejemplo en España y Reino Unido. No se debería hacer referencia a la responsabilidad de los administradores, pues esta regulación está consagrada en una norma de rango superior. Conviene desarrollar qué se entiende por actos "que tengan por objeto o efecto perturbar la oferta", y en general aclarar en detalle qué es lo que se puede hacer y lo que no mientras aplique la regla de pasividad. Se debe eliminar la exigencia de una autorización previa de la asamblea de accionistas para que la junta directiva pueda llevar a cabo actos inherentes a sus funciones.	Aceptado	La propuesta aclara que para el concepto de la Junta directiva no se requiere autorización de la asamblea de accionistas. Adicionalmente, se hacen ajustes en el proyecto de decreto respecto de lo que no constituye violación al deber de pasividad.
51	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.7. Actuación de la junta o consejos directivos o quienes de acuerdo con los estatutos ejerzan o detentaren esas funciones	No se debe limitar la actuación de la junta únicamente a buscar competidores y a emitir su opinión. Debería estar facultada para llevar a cabo actos adicionales relacionados con la oferta, como por ejemplo contratar a terceros expertos e independientes para la elaboración del informe, con cargo a los recursos de la sociedad objetivo, o a autorizar la inclusión de litigios en caso de que determine, por ejemplo, que los derechos de los accionistas de la sociedad objetivo están siendo vulnerados con ocasión de la OPA. Se debe ampliar el plazo permitido para publicar el informe, por lo menos, hasta 15 días hábiles antes del cierre del periodo de aceptaciones.	Aceptado	Se modificó el Artículo 6.15.2.10.7 con el fin de extender el plazo para la publicación de la junta directiva.
52	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.7. Actuación de la junta o consejos directivos o quienes de acuerdo con los estatutos ejerzan o detentaren esas funciones	Se debe modificar el artículo para efectos de permitir que la junta directiva pueda emitir el informe incluso antes de la emisión de un prospecto. Si la razón de la limitación es el presunto conflicto de interés de algunos miembros de junta directiva, siempre hay mecanismos para manejarlos, pero dejar a los accionistas de la sociedad, sin el beneficio de la opinión de la administración, quien es por definición quien mejor conoce el emisor, resulta excesivo y se basa exclusivamente en una falta de confianza respecto de que los administradores cumplirán su deber. Podría pensarse en que en esos casos se establezca un comité independiente de la junta directiva o que en los casos en que hay conflicto de interés siempre debe venir acompañado de un llamado o inadecuado opinión de un tercero independiente e idóneo. Sin perjuicio de esto, en el evento en que se mantenga dicha regla, se debería aclarar si la frase que dispone que "siempre que sobre esta no medie un preacuerdo entre el oferente y los accionistas del emisor afectado" significa que debe existir un preacuerdo entre el oferente y todos los accionistas o basta con que sea un único accionista para que la junta directiva no pueda emitir su informe. Podría haber un preacuerdo con un accionista con el 0,1% y se limitaría a la junta directiva de manera estricta.	Aceptado	Se contempla la modificación del concepto para que incluso en los eventos de preacuerdos la junta pueda emitir el concepto respecto de la oferta.
53	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.2. Cuadernillo de oferta	En línea con estándares internacionales, se debe exigir que el oferente también informe a la SFC sobre sus planes futuros, en línea con los estándares internacionales previstos, por ejemplo, en Estados Unidos10, Reino Unido, España, Chile, Francia y Singapur. Fundamentalmente, el oferente debe declarar sobre la intención de adquirir una participación controlante en la compañía objetivo de la OPA. En caso contrario, un oferente podría aprovecharse de algún vacío regulatorio para adquirir un porcentaje relevante (inferior al 25%) a través de la bolsa, luego un porcentaje importante (no controlante) vía OPA, y luego consolidar su posición controlante mediante adquisiciones adicionales en la bolsa (memoras al 5%). Es fundamental e indispensable que no se presenten ambigüedades en este sentido que puedan perjudicar a los accionistas (tanto actuales como pasados) y vulnerar los principios de irrevocabilidad y divulgación.	No aceptado	Para esta se hizo la modificación del cuadernillo sobre planes futuros con la compañía. Para el tema del porcentaje de adquisición, adicionalmente está el periodo de congelamiento.
54	Artículo 7 - Instrucciones por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia	Se debe aclarar el alcance de las instrucciones que deberá impartir la SFC. No es claro qué instrucciones se deben impartir distintas a las regulaciones previstas en el decreto, lo cual puede generar un alto grado de inseguridad jurídica para el mercado.	Aceptado	Eliminamos el artículo de la SFC.
55	Artículo 8 - Régimen de transición	Se debe aclarar el alcance de las instrucciones que deberá impartir la SFC. No es claro qué instrucciones se deben impartir distintas a las regulaciones previstas en el decreto, lo cual puede generar un alto grado de inseguridad jurídica para el mercado.	Aceptado	Eliminamos el artículo de la SFC.
56	Comentario General	La propuesta consiste en que estén obligados a formular una OPA (1) las personas que conforman un mismo beneficiario real y (2) dos o más beneficiarios reales que actúen de manera conjunta. o El artículo 6.1.1.1.3 del Decreto 2555 define beneficiario real como "cualquier persona o grupo de personas que, directa o indirectamente, por sí misma o a través de interpuesta persona, por virtud de contrato, convenio o de cualquier otra forma, tenga el poder de decisión de una sociedad, o pueda llegar a tener, por ser propietario de bonos sustancialmente convertibles en acciones, capacidad decisoria; esto es, la facultad o el poder de votar en la elección de directivos o representantes o de dirigir, orientar y controlar dicho voto, así como la facultad o el poder de enajenar y ordenar la enajenación o gravamen de la acción." Este concepto, si bien es amplio, no captura todos los supuestos en que un oferente puede buscar el control de un emisor y en que, por lo tanto, se deben aplicar las normas protectoras del régimen de OPAs. o En concreto, el concepto de beneficiario real deja por fuera supuestos en que dos o más personas, sin vínculos de subordinación, y sin que medie acuerdo sobre el ejercicio del poder de decisión sobre una acción, se ponen de acuerdo para adquirir el control (o una participación relevante en el capital) de un emisor. En otras jurisdicciones, con regulaciones de valores desarrolladas, las normas sobre cambios de control de un emisor contemplan expresamente esta posibilidad. Concretamente, la regulación federal de valores de los Estados Unidos, por ejemplo, obliga a revelar las intenciones de adquisición cuando dos o más personas forman un grupo25. o Los estatutos de emisores locales contemplan esta posibilidad en los siguientes términos: Cuando dos o más personas colaboren en virtud de un acuerdo, ya sea expresa o tácita, verbal o escrita, con el fin de gestionar conjuntamente derechos políticos respecto de un número de acciones de la Sociedad, se presumirá que existe convenio cuando las personas hubieran celebrado un acuerdo de accionistas de los contemplados en el Artículo 70 de la Ley 222 de 1995 para el ejercicio de los derechos de voto, o cualquier otro suceso con efectos similares, en los que se establezca una política común en lo que se refiere a la gestión de la sociedad, o que tenga por objeto influir de manera relevante, mediante el ejercicio del voto en los distintos órganos de gobierno o administración de la Sociedad. No se entenderá que existe convenio el acuerdo celebrado entre dos personas, en caso de que el único acuerdo que exista entre estas sea uno en el cual dichas personas se comprometen entre ellas a no disponer de sus acciones en el capital de la Sociedad, o a no dejar de ser beneficiarios reales de acciones en el capital de la misma. Cuando una persona haya otorgado, directa o indirectamente, o a través de una persona que sea parte de su grupo, financiación al oferente, siempre que (i) dicho financiador tenga derecho a hacerse con la participación del oferente o través del ejercicio de una garantía o opción de compra; o (ii) tenga derechos de influencia en la manera en que el oferente ejerce los derechos de voto respecto de la Sociedad, salvo que se trate de derechos de voto usuales para financiadores de adquisiciones de bloques accionarios relevantes.	Aceptado	Se hace la modificación del proyecto.
57	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.1. Oferta pública de adquisición obligatoria	El umbral de 5% no tiene sentido una vez se alcanza el 50%. En ese momento, los compra sucesivos no implican una prima de control que se deba repartir de acuerdo con el principio de trato equitativo. La OPA debería estar sujeta a hechos que consoliden la posición de la controladora o elevan sustancialmente la liquidez de la acción. El caso de liquidez está contemplado en la OPA por 50%. La pregunta es si se debe reducir ese umbral. Hechos societarios pueden ser la mayoría para retener todos los dividendos (78%) o para diluir a los accionistas (70%). La forma de cálculo es compleja de administrar para los agentes del mercado. Dos razones. En primer lugar, no hay un límite de tiempo. En segundo lugar, no se contemplan operaciones de reorganización societaria.	No aceptado	No se acepta el comentario teniendo en cuenta que no hay motivaciones para modular umbrales diferenciados luego de la adquisición del control según el sentido legal.
58	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.1. Autorización	5. En el evento que se trate de negociaciones sometidas a alguna autorización o concepto de una autoridad administrativa, incluyendo el pronunciamiento de la Superintendencia de Industria y Comercio sobre el proyecto de adquisición, de acuerdo con la normativa sobre prácticas comerciales restrictivas, copia del documento mediante el cual se solicitó dicha autorización o concepto y, cuando sea el caso, copia de la escritura pública mediante la cual se formuló el consentimiento del silencio administrativo conforme a los artículos 64 y 65 Código de Procedimiento Administrativo y de la Contratación Administrativa. Parágrafo 1. Cuando para la realización de la oferta pública de adquisición exista un preacuerdo, se deberá cumplir con las normas sobre sanos usos y prácticas y se deberá enviar copia del contrato celebrado o, si éste no consta por escrito, un documento que describa la substancia en el artículo 7.5.1.1.7 del presente decreto. El preacuerdo no podrá contener cláusulas que contraríen las disposiciones del presente decreto, incluyendo aquellas que impidan, obstaculicen o hagan más gravosa la participación de los accionistas de la sociedad afectada en ofertas competitivas. Sin perjuicio de lo anterior, emisor de los valores afectados podrá acordar con el primer oferente la inclusión de un pago por terminación que le permita reembolsar los costos y gastos asumidos en la preparación y presentación de la oferta cuando se cumplan los siguientes requisitos: El monto acordado no podrá exceder el tres por ciento (3%) del importe efectivo de la operación. El pago sólo será exigible cuando la operación se frustrare por la aceptación de una oferta competitiva o por el rechazo de los socios. El pago, en el segundo caso, solo procederá cuando la oferta esté condicionada a un porcentaje mínimo de aceptación y el oferente no la haya liberado. El pago deberá ser aprobado por la Junta Directiva de la compañía objetivo, previo informe favorable de los asesores financieros de la sociedad. El pago deberá incluirse expresamente en el cuadernillo explicativo de la oferta.	No aceptado	Para conceptos de autoridades se establece la modificación en el artículo. Respecto del pago por terminación, la regulación a nivel de decreto no llega a tal detalle regulatorio.
59	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición	Parágrafo 3. El competidor oferente podrá acordar con el emisor de los valores afectados un pago por terminación en los términos previstos en el parágrafo 1 del Artículo 6.15.2.7.1.	No aceptado	la regulación a nivel de decreto no llega a tal detalle regulatorio.
60	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.7. Actuación de la junta o consejos directivos o quienes de acuerdo con los estatutos ejerzan o detentaren esas funciones	La junta directiva, el consejo directivo, o quien haga sus veces del emisor afectado por una oferta pública de adquisición deberá elaborar un informe sobre la oferta pública de adquisición. Este informe deberá incluir sus observaciones a favor o en contra de los términos de la oferta, así como su opinión respecto a la intención de los oferentes y de los accionistas en aceptarla. De igual manera, deberá incluir el resumen de la recomendación dada por un experto independiente frente a los términos económicos de la operación, en especial, si el precio puede considerarse justo y razonable. Este informe, deberá enmarcarse en los deberes de los administradores señalados en el artículo 23 de la Ley 222 de 1995 o las normas que la modifiquen o sustituyan. El informe del emisor afectado deberá ser publicado en cualquier momento dentro de la autorización de la oferta pública de adquisición hasta veinte (20) días hábiles antes del cierre de la etapa de recepción de aceptaciones. Este informe deberá aparecer de manera destacada en las páginas conexas de un diario impreso o electrónico de amplia circulación nacional y en la página web del emisor afectado. Asimismo, el informe deberá ser publicado como información relevante del ajuste con base en el artículo 5.2.4.3.5 del presente decreto.	No aceptado	No es el estándar internacional que sea obligatorio. Adicionalmente, por temas regulatorios de asesoría, no es viable que el inform de una recomendación profesional respecto de la oferta.
61		Proponemos a consideración de la URF modificar esta disposición, de manera que se permita la presentación de nuevas OPAs dentro del mismo marco temporal, siempre que se garantice la igualdad de precios para todos los accionistas que participan en la oferta inicial. Es menester traer a colación, la normativa chilena (Ley 19.706), en su artículo 201, contempla disposiciones orientadas a evitar, en un corto plazo, la generación de ocasionales diferencias en el precio que puedan perjudicar a los accionistas que coincide con el propósito de la regulación en este ámbito. "Si dentro del plazo que media entre los 90 días anteriores a la vigencia de la oferta y hasta los 120 días posteriores a la fecha de publicación del aviso de aceptación dispuesto en el artículo 212, el oferente, directa o indirectamente, haya adquirido o adquiriere de las mismas acciones comprendidas en la oferta en condiciones de precio más beneficiosas que los contemplados en ésta, los accionistas que las hubieren vendido tendrán derecho a exigir la diferencia de precio o el beneficio de que se trate, considerando el valor más alto que se haya pagado. En tales casos, el oferente y las personas que se hubieren beneficiado serán obligados solidariamente al pago."	No aceptado	Lo señalado se ve atendido con el principio de trato equitativo. Operativamente, no hay un referente internacional en el que se cumpla la propuesta.
62	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.1. Oferta pública de adquisición obligatoria	Estimamos conveniente que en el evento que se presente un cambio de control de una compañía cotizada, el nuevo accionista controlador deba lanzar de manera obligatoria una Oferta Pública total por el resto de la compañía. Creemos que tener este tipo de reglas, son medidas que protegen a los accionistas minoritarios, siendo esto uno de los principales objetivos de la nueva regulación.	No aceptado	Como política pública se tiene la promoción de las opas y la entrada de mas emisores al mercado. Las opas totales desactivan esto.
63		Inclusión de inversionistas de acciones preferenciales en OPAs con cambio de control. Aunque las acciones preferenciales no otorgan derechos de voto, el cambio de control puede modificar la estructura de gobierno y las decisiones estratégicas de la sociedad, afectando directamente la estabilidad financiera y el perfil de riesgo percibido por los inversionistas. Esta situación se agrava en un mercado caracterizado por su baja liquidez y profundidad, donde los tenedores de acciones preferenciales carecen de mecanismos de salida efectivos. En este contexto, la OPA se convierte en la única alternativa viable para la enajenación de dichas acciones, especialmente cuando se produce un cambio de control que puede alterar sustancialmente las condiciones bajo las cuales se realizó la inversión. Por lo anterior, proponemos que se evalúe la posibilidad de incluir a los inversionistas de acciones preferenciales en las OPAs, particularmente en aquellos casos donde exista un cambio de control. Esta medida permitiría fortalecer la protección de los inversionistas, mejorar la equidad en los procesos de adquisición y contribuir a la profundización del mercado de valores.	No aceptado	Se crea un mecanismo de oferta pública de adquisición voluntaria para acciones preferenciales y se incluyen estos títulos en el derecho de venta cuando el oferente alcance el 50%.
64		De la misma manera, proponemos que la nueva regulación dé la posibilidad de poder lanzar ofertas públicas de adquisición sobre un mismo emisor en un periodo inferior a 6 meses por parte de un mismo inversionista, y si solo si, la nueva oferta mejora el precio de la estabilidad de los accionistas que vendieron en la primera oferta, pues está alternativa mejoraría la equidad en las transacciones, protegería a los accionistas minoritarios y fortalecería la integridad del mercado, evitando que ciertos actores obtengan ventajas injustificadas frente a otros.	No aceptado	La propuesta normativa adapta el estándar internacional al tratar las OPA sucesivas como independientes y estableciendo un periodo de enfriamiento entre ellas.

93	15/10/2025	Fabio Ramirez	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.1. Precio mínimo de los valores objeto de adquisición pública de adquisición	El valor mínimo de las acciones en el caso de la OPA, debe proteger a los accionistas minoritarios, debería ser el valor en libros o un porcentaje no inferior al 80% de este, para lo cual se requiere modificar el numeral 3.5. Límite de precios de las OPA teniendo en cuenta los hallazgos presentados en la sección 3.2.4 respecto a la información histórica de la cantidad de OPA ejecutadas por categorías de burocracia, no se considera necesario establecer precios diferenciales para estas operaciones cuando se refieren a acciones de cualquier tipo, 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 párrafo 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 determinación de precios consistente con la necesidad manifestada del mercado. Una vez ponderadas las alternativas a través del proceso de participación de la industria, se optó por mantener el límite de precio mínimo para la OPA como el mayor que se haya pagado por el oferente en transacciones realizadas con una ventana de 3 meses anteriores a la OPA.	No aceptado	Se mantiene la muestra de definición del precio mínimo por ser el estándar internacional.
94	14/10/2025	Pablo Andres Estrada Garcia	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.1. Oferta pública de adquisición	Falta agregar el principio de libre competencia, dado que las ofertas competidoras, reguladas en el capítulo 5, se enmarcan dentro de la libre competencia económica. En el derecho anglosajón en el marco de los take over markets y los markets for corporate control es una de los principios desarrollados, no solo para mantener los precios competitivos sino también para que los accionistas minoritarios tengan igualdad de trato, transparencia y seriedad de la oferta.	Aceptado	Se agregó el principio de libre competencia y competencia. "En las ofertas públicas de adquisición deberá garantizarse la posibilidad de participación de terceros oferentes, de manera que puedan formular ofertas competidoras y mejorar a las condiciones inicialmente propuestas de tal manera que el precio ofrecido refleje el valor más alto que los inversionistas estén dispuestos a pagar, y que la competencia por el control del emisor se desarrolle bajo reglas claras, equitativas y
95			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.1. Oferta pública de adquisición obligatoria	"Cuarto inciso del artículo: es razonable la fijación de un límite temporal para presentar una nueva OPA a partir de la fecha de autorización de la OPA precedente; sin embargo, consideramos conveniente indicar expresamente que la mejora de la OPA precedente, en los términos del artículo 6.15.2.7.5, no puede considerarse una nueva OPA y que, por lo tanto, no se aplicará esa limitación temporal. Asimismo, teniendo en consideración que tras la presentación de una OPA la sociedad objeto de ella está limitada para el desarrollo de sus actividades hasta que se publique el resultado de aquella y por el menos por el término establecido en el artículo 6.15.2.10.4, recomendamos que el plazo de prohibición de presentación de nuevas OPAs sea de doce (12) meses y no de seis (6) meses como está propuesta.	Aceptado	"Se modificó a "durante un periodo de nueve (9) meses contados a partir de la fecha en que la bolsa de valores informe a la Superintendencia Financiera de Colombia el resultado de la oferta."
96			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.2. Eventos en que no se debe realizar la oferta pública de adquisición obligatoria	No obstante, la explicación y análisis indicados en el documento de la URF sobre alternativas regulatorias de los diferentes modelos de OPA, consideramos necesario incluir la obligación de realización de OPA posterior, hasta por el 100% del capital de un emisor de valores y por un precio razonable, cuando con una Oferta se adquiere el control de un emisor, incluyendo la obligación de que dicha OPA posterior incluya a todos los accionistas, incluso a los titulares de las acciones que no tengan derecho de voto. Lo anterior en atención a la relevancia que tiene para todos los accionistas de un emisor un cambio de control de las compañías en el cual invierten. El modelo de OPA posterior por el 100% de las acciones cuando hay cambios de control encuentra amplio respaldo regulatorio en otras jurisdicciones, en la literatura y en directrices internacionales sobre las OPAs.	No aceptado	"Es un tema de política pública para incentivar la participación de emisores en el mercado de valores y de las mismas opas de no tener un régimen de OPA total.
97			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.2. Eventos en que no se debe realizar la oferta pública de adquisición obligatoria	Aunque los eventos regulados en los numerales 3, 4 y 5 son razonables, consideramos importante prever aquellos casos especiales en los cuales, como resultado de operaciones de dicha naturaleza, los accionistas con una participación inferior al 50% del capital social pasen a tener más del 50% de los votos, más aún en el caso en que dicho accionista haya participado en la aprobación de dicha iniciativa. En estos casos podría omitirse la obligación de realización de OPAs y en consecuencia permitirse la falta de control de un emisor de valores sin el cumplimiento de la regulación de ofertas públicas de adquisición. - Pese a que es razonable establecer la dación en pago (literal d) del numeral 6) como uno de los actos en los que una persona adquiere la calidad de beneficiario real del capital con derecho a voto de la compañía sin haber hecho a realizar una oferta pública de adquisición obligatoria, consideramos importante regular el escenario en el que un inversionista compra la deuda para un bloque relevante de la compañía (>25 %) o asegurar una posición >50 % (loan-to-own strategy), estableciendo expresamente que en dicho evento sí debería ser necesario realizar una OPA.	No aceptado	Los artículos fueron reenumerados y no fueron objeto de la modificación, no se modifican en los comentarios
98			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.1.1. Ofertas competidoras	Numeral 7: sugerimos incluir los siguientes ajustes en su redacción: 7. Una vez autorizada una oferta competidora y sin importar el resultado de esta, ni el oferente ni ninguna persona o grupo de personas que tengan el mismo beneficiario real del oferente, no podrán presentar una nueva oferta pública de adquisición, ya sea obligatoria, voluntaria o competitiva, sobre los valores afectados, durante un periodo de seis (6) meses contados a partir de la fecha de autorización de la oferta competidora. Sin perjuicio de lo anterior, podrán presentar peticiones a la Bolsa de Valores de Colombia.	Aceptado	Este numeral fue ajustado de la siguiente manera: "Una vez formulada una oferta competidora en la que se adquiere por los menos un valor, ni el oferente ni sus beneficiarios reales ni aquellos que se encuentren concertados con estos, podrán formular una nueva oferta pública de adquisición, ya sea obligatoria, voluntaria o competitiva, sobre los valores afectados, durante un periodo de nueve (9) meses contados a partir de la fecha en que la bolsa de valores informe a la SFC".
99			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.1. Autorización	Consideramos fundamental que para la solicitud de autorización ante la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) se alleguen las autorizaciones en firme o conceptos de las autoridades administrativas que la operación para requerir. Atendiendo el principio de irrevocabilidad de las OPAs no contar con las autorizaciones requeridas era vacíos e inseguridad jurídica para los accionistas y el mercado en general, un potencial oferente únicamente debería ser autorizado para formular una OPA cuando ya cuente con las autorizaciones y conceptos del caso.	Aceptado	"Se ajustó en numeral 5: "El oferente podrá formular ante la Superintendencia Financiera de Colombia la solicitud de autorización de la oferta pública de adquisición sin contar aún con la autorización o concepto de la autoridad administrativa competente. Sin embargo, la Superintendencia Financiera únicamente podrá autorizar la formulación de la oferta pública de adquisición cuando haya recibido previamente la respectiva autorización o concepto."
100			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.1. Autorización	La solicitud de autorización igualmente debe incluir declaraciones bajo la gravedad del juramento sobre la obtención de todos los permisos y conceptos requeridos y en caso de no necesitarlos declarar igualmente dicho evento bajo gravedad del juramento.	Aceptado	"Se agregó un nuevo numeral 7, que establece "manifestación del oferente, bajo la gravedad del juramento, en el que declara expresamente que no conforma un mismo beneficiario real ni mantiene vínculos de control, coordinación o actuación conjunta
101			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.1. Autorización	Literal k: sugerimos ajustar la redacción, debido a la expresión "los principales términos y condiciones del endeudamiento", considerando que el endeudamiento no es la única forma de financiación, es necesario prever otras modalidades de financiación, puesto que cualquier mecanismo, con independencia de su estructura o denominación, que se habilite para efectuar la adquisición, debe revisarse al mercado.	Aceptado	"Se ajustó en literal k: "Descripción detallada de las fuentes de financiación, de sus términos y condiciones, así como las personas que participan en esta." (comentario del Comité de Emisores)
102			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.2. Cuadernillo de oferta	Sugerimos incluir la obligación de que el oferente se pronuncie sobre: - Si se tiene la intención de adquirir el control de la compañía objeto de la OPA. - Si se tiene la intención de lanzar OPAs posteriores, estableciendo expresamente los plazos previstos, bien sea para hacerlo o abstenerse. - Recomendamos incluir una prohibición expresa de que el oferente revele información adicional de la OPA a través de medios electrónicos al público y al uso de oferta.	No aceptado	Aunque las modificaciones incluidas (periodo de enfriamiento) alinean los incentivos para que el oferente revele sus intenciones en la OPA inicial el cambio solicitado es impráctico dado que puede ser dinámico en el tiempo.
103			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.2. Cuadernillo de oferta	En aras de comprobar el efectivo cumplimiento del periodo de restricción para la presentación de nuevas OPAs por parte del mismo oferente o sus beneficiarios reales, se sugiere que sea obligación del oferente incluir una declaración mediante la cual manifieste bajo la gravedad del juramento, que las OPAs no se han efectuado ni se han iniciado (con independencia del mecanismo empleado para la financiación), la realización de una OPA sobre valores de la compañía objetivo dentro de los seis meses previos a la radicación de la solicitud de autorización de la OPA ante la SFC.	No aceptado	La SFC como la autoridad que autoriza las OPAs puede llevar el control de los meses del periodo de enfriamiento sin necesidad de un trámite adicional para el oferente (comentario del Comité de Emisores)
104	24/10/2025	Comercios Argos	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.2. Cuadernillo de oferta	Recomendamos considerar la posibilidad de consignar un régimen sancionatorio aplicable, más allá de las consecuencias propias de la oferta de juramento, que conduzca a la suspensión del ejercicio de los derechos políticos, ante (i) omisiones, vacíos, impresiones o errores en la información contenida en el cuadernillo, y (ii) el incumplimiento de las declaraciones contenidas en el cuadernillo, al menos exigiendo que se respere durante cierto plazo. El control no debería efectuarse únicamente al momento del otorgamiento de la autorización, también debería realizarse de forma posterior.	Aceptado	Se modifica la redacción del Artículo 6.15.2.10.8 para atender las observaciones.
105			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.1. Precio mínimo de los valores	Numeral 1: en fin con la regulación de otros mercados, sugerimos ampliar el plazo de 3 meses a 6 meses.	Aceptado	"Numeral 1: plazo ampliado a 6 meses.
106			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.1. Precio mínimo de los valores	Parágrafo 1. Segundo inciso: sugerimos contemplar expresamente que debe ser mediante una metodología reconocida (OCF, múltiplos de mercado, NAV) debidamente certificada.	No aceptado	Las metodologías de valoración para los productores del mercado de valores está regulada por la SFC, por lo que este detalle está fuera de las facultades de la URF.
107			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.3. Valores admitidos como contraprestación	Parágrafo 2. Por transparencia sugerimos contemplar este escenario (cuando la mediantación consista en capital con derecho a voto de una sociedad emisora en el mercado de valores colombiano) en la regulación sobre OPA sobrevivientes, indicando que el destinatario que vaya a incurrir en este evento debe posteriormente realizar una OPA en las condiciones definidas para estos casos. Sugerimos revisar la pertinencia de incluir un mecanismo que considere de manera expresa la posibilidad de pagar una OPA por acciones emitidas por el mismo oferente.	No aceptado	El parágrafo 2 se eliminó.
108			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.4. Garantías de la Oferta Pública de Adquisición	Recomendamos precisar que en el evento en que la OPA contemple, a discreción del oferente, una combinación entre dinero en efectivo y valores (incluyendo el escenario de nuevos valores a ser emitidos por el oferente), la garantía únicamente deberá otorgarse en relación con el monto máximo a pagar en dinero en efectivo. Lo anterior, considerando que la paración a ser pagada mediante acciones que serán emitidas está garantizada por el reglamento o prospecto de emisión que ha sido debidamente aprobado por los órganos corporativos competentes.	Aceptado	"Se clarificó que "Cuando la contraprestación consista en valores, deberá acreditarse que los mismos se encuentran libres de gravámenes, su disponibilidad y su afectación al resultado de la oferta: mediante su entrega en custodia u otro medio que garantice tal disponibilidad. En este caso, la garantía únicamente deberá cubrir el monto máximo a pagar en efectivo."
109			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.4. Garantías de la Oferta Pública de Adquisición	Numeral 2: sugerimos considerar que esta garantía puede resultar restrictiva, podría evaluarse que también existan la posibilidad de una carta de crédito de un banco local calificado AA+ o AAA o de un banco internacional con un rating equivalente hasta a la de la deuda soberana de Colombia.	Aceptado	"Numeral 2: garantía bancaria o carta de crédito. Se agregó que "emisor, emitida por bancos locales con calificación AA+ o AAA, o por entidades financieras internacionales cuya calificación sea igual o superior a la de la deuda soberana de Colombia"
110			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.4. Garantías de la Oferta Pública de Adquisición	Numeral 3: sugerimos considerar la posibilidad de las condiciones de calificación local e internacional mencionadas en relación con el numeral 2 anterior.	Aceptado	"Numeral 3: Póliza de seguro. Se precisó que fuera "emisor por aseguradoras con calificación AA+ o AAA, o por
111			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.9.1. Comunicación de la oferta pública de adquisición y plazo para la aceptación	"Sugerimos que el plazo para la aceptación de la oferta pública de adquisición pueda ser de entre 20 a 30 días hábiles contados a partir de la fecha en la cual se inicie la etapa para la recepción de las aceptaciones.	No aceptado	El proyecto de decreto pretende promover las ofertas competidoras y mejoras, así como generar transparencia en las condiciones con un periodo fijo.
112			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.9.2. Contenido del aviso de oferta pública de adquisición	Numeral 1: sugerimos regular el caso en que el oferente sea una persona jurídica conformada por varias personas, debiéndose revelar la identidad de dichas personas hasta identificar al beneficiario final, salvo que una de esas personas sea una sociedad inscrita en bolsa, evento en el cual no habría lugar a la identificación de su beneficiario final.	No aceptado	Fue considerado en el fortalecimiento de la información del cuadernillo (mencionado por el Comité de Emisores)
113			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.3. Otras obligaciones del oferente	Recomendamos consignar una obligación a cargo del oferente de no adelantar consultas que puedan afectar la reputación o el normal desarrollo de las actividades de la sociedad objeto de la OPA, sus accionistas o administradores.	No aceptado	No encontramos justificación al respecto. En todo caso considero son conductas de mercado que ya tienen un régimen sancionatorio (mencionado por el Comité de Emisores)
114			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición	No obstante, los análisis incluidos en el documento explicativo de la URF sobre el principio de pasividad, sugerimos dar alcance al entendimiento de este principio para que esté dirigido exclusivamente a que la administración y tendan a que los administradores no tomen medidas que vayan en contra de la OPA. Bajo ningún entendido esta regla de pasividad puede considerarse aplicable a los accionistas. No deberá limitarse la facultad de los accionistas de tomar medidas para obtener una OPA.	Aceptado	La propuesta responde a la solicitud del mercado por la aclaración (mencionado por el Comité de Emisores)
115			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición	Recomendamos revisar este texto "Asimismo, no se considerará una vulneración de estas obligaciones cuando la asamblea de accionistas o la junta o consejo directivo del emisor o quien haga sus veces realice actos que únicamente resulten en una oferta competidora o en una mejora del precio ofertado." A efectos de evitar que se entienda que la búsqueda a una mejor oferta de una oferta competidora debe estar siempre precedida por la aprobación en tal sentido por parte de la Asamblea de Accionistas, puesto que realmente cualquier accionista o grupo de accionistas pueden hacerlo.	Aceptado	La propuesta responde a la solicitud del mercado por la aclaración (mencionado por el Comité de Emisores)
116			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición	Este artículo mantiene la obligatoriedad de presentación de una OPA adicional cuando ya alcanzada la posición accionaria del 25%, el mismo beneficiario real quisiera aumentar su participación en una porción superior al 5% adicional, y al mismo introduce, a través de un nuevo inciso, la disposición de que el oferente o sus beneficiarios reales no podrá presentar una nueva OPA, ya sea obligatoria o voluntaria, sobre los valores afectados, durante un periodo de 6 meses contados a partir de la fecha de autorización de la OPA. Entendimos que la intención de la OPA sucesoras frecuentes, pero consideramos que mantener el umbral de la OPA obligatoria adicional en 5% sumado a la introducción de este periodo mínimo de 6 meses puede desincentivar en gran medida la intención de inversionistas de incrementar su participación accionaria en sociedades listadas de forma gradual, por lo tanto, proponemos el incremento del umbral del 5% al 10% para la OPA obligatoria adicional o la eliminación del periodo de enfriamiento de 6 meses propuesta.	No aceptado	"El Periodo de enfriamiento se modificó a "durante un periodo de nueve (9) meses contados a partir de la fecha en que la bolsa de valores informe a la Superintendencia Financiera de Colombia el resultado de la oferta." La modificación es generar el incentivo a que los oferentes realicen sus intenciones con la OPA desde el primer ofrecimiento." "Se mantuvo el umbral del 5%
117			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición	El numeral 6 no está siendo modificado por el proyecto de Decreto, y el mismo establece que no se efectuara una oferta pública de adquisición obligatoria. Cuando la persona se convierta en beneficiario real del capital con derecho a voto de la sociedad, en virtud de cualquiera de los actos descritos en los 5 literales señalados en dicho numeral, dentro de los cuales se establece "d. Adjudicación por liquidación de persona jurídica". Dado que en el momento en que originalmente se emitió este artículo, en Colombia ni siquiera estaban reguladas figuras jurídicas que posteriormente se implementaron, como las carteras colectivas (now fondos de inversión colectiva) y los fondos de capital privado, en el numeral 6 no se indujeron en sus momentos situaciones referentes a la liquidación de ese tipo de vehículos de captación o administración de sumas de dinero u otros activos, que son asimilables en muchos aspectos a personas jurídicas, por lo que consideramos adecuado aprovechar esta modificación integral del régimen de OPAs para incluir estos fondos en el Artículo 6.15.2.2.2 numeral 6 literal d) del proyecto de decreto. En este sentido, proponemos que el texto de dicho literal quede: "d. Adjudicación por liquidación de persona jurídica, fondos de inversión colectiva o fondos de capital privado".	No aceptado	Los artículos fueron reenumerados y no fueron objeto de la modificación, no se modifican en los comentarios
118			Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición	Dado que se busca incentivar la mejora de las ofertas públicas de adquisición iniciales no es clara la razón para establecer un porcentaje mínimo de 5% para que se considere aceptable una mejora a una oferta inicial o competitiva. Consideramos que cualquier mejora es beneficiosa para los accionistas y no debería limitarse con mínimos porcentajes de mejora.	Aceptado	El decreto ahora establece que el precio ofrecido o de la cantidad de acciones a adquirir en un porcentaje superior.
119	24/10/2025	Colombián no	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.7. Adjudicación de la junta o consejo directivo o quienes lo representen de acuerdo con los estatutos ejercen o ejercieron esas acciones	El segundo párrafo establece que el informe del emisor afectado deberá ser publicado en cualquier momento desde la autorización de la oferta pública de adquisición hasta 20 días hábiles antes del cierre de la etapa de recepción de las aceptaciones, por lo que pareciera que no se establece un plazo específico en el que debe mantenerse la publicación de dicho informe, es decir, pareciera que con un día de publicación sería suficiente, sin embargo, el revisar la Gráfica C incluida en el numeral 3.8 (Procedimiento vigente para las OPA competidoras y mejoras) de la memoria justificativa, vemos que en la gráfica pareciera que se refiere a un término de 20 días hábiles en el que debe publicarse el informe de la junta directiva del emisor sobre la OPA. Sugerimos que se mejore la redacción del segundo párrafo del Artículo 6.15.2.10.7 para que se aclare su anterior duda.	No aceptado	Dado que el segundo párrafo establece que: "El informe del emisor afectado deberá ser revelado al mercado como información relevante en cualquier momento desde la autorización de la oferta pública de adquisición y hasta cinco (5) días hábiles antes del cierre de la etapa de recepción de aceptaciones. Este informe también deberá publicarse en la página web del emisor afectado."
120			Artículo 6 - Artículo 7.5.1.1.3. Libre concurrencia en el mercado en los eventos de ofertas públicas de adquisición	establece que "no se considere que se obstaculice la libre concurrencia y la interferencia de otros participantes, acordar previamente los elementos esenciales de una operación de oferta pública de adquisición, siempre que en el proceso de la autorización se informe a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la bolsa de valores cuando menos con un (1) mes de antelación, de todas las condiciones del procedimiento con uno o varios de sus accionistas, incluyendo el precio a considerarse, la cantidad de títulos a adquirir, las condiciones de pago y financiamiento de ser el caso, y cualquier otra condición relevante que pueda afectar la oferta, los accionistas del emisor afectado, las condiciones de gobernabilidad del emisor y sus proyectos estratégicos."	Aceptado	Se aceptó el comentario para generar certeza del momento en el que se debe informar sobre el preacuerdo. El mismo día de la presentación de la oferta para autorización ante la SFC.
121			Artículo 6 - Artículo 7.5.1.1.3. Libre concurrencia en el mercado en los eventos de ofertas públicas de adquisición	No obstante, no es claro a partir de cuando se cuenta este mes de antelación al que se refiere este nuevo artículo, se refieren a un mes antes de la radicación de los documentos ante la SFC para autorización de la OPA? Consideramos que es mucho tiempo, sugerimos reconsiderar este término, ya que atrasaría mucho todo el proceso de autorización de la OPA.	Aceptado	

122	24/10/2025		<p>Análisis General y Contexto</p> <p>El proyecto de decreto constituye una reforma estructural al régimen de OPA, orientada a fortalecer la transparencia, equidad y competitividad del mercado de valores colombiano, incorporando prácticas internacionales de gobierno corporativo y protección al inversionista.</p> <p>No obstante, se identifican aspectos que requieren precisiones operativas, criterios de aplicación uniforme y definición de competencias regulatorias, en particular frente a los procedimientos de autorización, supervisión y revelación de información.</p> <p>El texto muestra coherencia con los objetivos de la Ley 964 de 2005 y la política de desarrollo del mercado de capitales, pero la amplitud de las modificaciones implica nuevos retos para los emisores, intermediarios y organismos de control, que demandan ajustes tecnológicos, administrativos y financieros.</p>	Aceptado	Se realizaron ajustes relacionados a la revelación de información en el cuendadillo.
123	24/10/2025		<p>I.Ámbito Financiero</p> <p>Desde el enfoque financiero, el proyecto fortalece la transparencia en la fijación del precio y la garantía de la contraprestación, pero plantea nuevos costos y cargas para los emisores y oferentes.</p> <p>La exigencia de avalúos independientes, garantías en múltiples modalidades y publicaciones en medios genera costos operativos significativos, especialmente para sociedades de mediana capitalización.</p> <p>La inclusión de valores extranjeros como contraprestación amplía las opciones de financiamiento, pero introduce riesgos cambiarios, de valoración y de liquidez, que requieren criterios prudenciales específicos.</p> <p>Se sugiere incorporar una referencia explícita al control de riesgo de mercado y riesgo operacional asociados a la ejecución de OPA, especialmente en contextos de alta volatilidad o participación de fondos internacionales.</p> <p>Desde una visión macroprudencial, la posibilidad de mayor rotación de control accionario podría generar efectos sistémicos sobre precios, liquidez y concentración del mercado accionario, que deben ser monitoreados por la SFC y el Banco de la República.</p> <p>Aporte argumentativo:</p> <p>Se recomienda que el decreto prevea la Intervención consultiva del Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) en la evaluación de OPA con impacto potencial sobre conglomerados financieros o emisores de alta representatividad bursátil.</p>	No aceptado	No hay propuestas concretas de los ajustes requeridos para incorporar. Los comentarios responden los objetivos del decreto. Por ejemplo, el control de riesgo de mercado y riesgo operacional están bajo la supervisión de la SFC. La regulación pone unas cargas adicionales para mejorar la transparencia en el mercado y la disponibilidad de información en el mercado, pero también racionaliza trámites como los avisos de publicación.
124	24/10/2025		<p>II.Ámbito económico</p> <p>El impacto económico general del proyecto es positivo, al incentivar la profundización del mercado de capitales y la democratización de la propiedad empresarial. Sin embargo, requiere una evaluación de efectos distributivos y de competencia.</p> <p>La introducción del derecho de venta (sell-out right) fortalece la protección a minoritarios, pero podría desincentivar adquisiciones estratégicas si se percibe como una carga excesiva para inversionistas mayoritarios.</p> <p>La creación de un marco más estricto de autorizaciones podría retrasar transacciones relevantes, afectando la agilidad del mercado.</p> <p>Se recomienda incluir una evaluación ex ante de impacto económico (RIA) sobre los costos de cumplimiento, especialmente para emisores medianos y no financieros.</p> <p>De manera positiva, la estandarización del régimen podría atraer inversión extranjera al ofrecer seguridad jurídica y mayor previsibilidad regulatoria.</p>	No aceptado	* No es facultad de la URF abordar temas de competencia, pero el decreto tiene una naturaleza de carácter general. * El derecho de venta hace parte de la regulación vigente y no se ha identificado que tenga algún efecto sobre las operaciones. * El marco de autorizaciones no se modifica. * El documento técnico expone los argumentos para elegir un Análisis de Impacto Normativo (AIN) en cambio de una evaluación ex ante de impacto económico (RIA). Entre estos, se encuentran la dificultad de cuantificar los costos y beneficios de las alternativas.
125	24/10/2025	FNA	<p>III.Ámbito jurídico</p> <p>Desde la óptica jurídica, el proyecto armoniza la regulación con principios de equidad y protección al accionista minoritario, pero requiere ajustes en materia de competencia, responsabilidad administrativa y coordinación interinstitucional.</p> <p>Debe precisarse el régimen sancionatorio aplicable: el decreto indica suspensión de derechos económicos y políticos, pero se declara el procedimiento administrativo sancionatorio al tipo de infracción (grave, leve o moderada) conforme a la Ley 964 de 2005.</p> <p>Se recomienda incluir un artículo de transición, estableciendo la aplicación gradual del nuevo régimen a ofertas en curso o aprobadas parcialmente bajo el marco anterior.</p> <p>En relación con la figura del beneficiario real, sería pertinente armonizar su definición con las normas de SARLAFT y beneficiario final (Circular Externa 100-000016 de 2020 de la Superintendencia y Circular 017 de 2021 de la SFC).</p> <p>Resulta conveniente especificar si las sociedades emisoras de naturaleza pública o participación estatal estarán obligadas a acogerse plenamente al régimen o si se requerirán disposiciones complementarias que salvaguarden el interés público.</p> <p>Aporte argumentativo:</p> <p>Se propone incluir una referencia expresa a la Ley 222 de 1995 en materia de responsabilidad de administradores durante procesos de OPA, a fin de reforzar la seguridad jurídica de las decisiones corporativas adoptadas en procesos de administración, hasta el momento.</p>	Aceptado	* Consideramos que las conductas ya tienen un régimen sancionatorio. El decreto lo aclara. El artículo 50 de la ley 964 es la regla general en materia sancionatoria para todo el mercado de valores. * No se ha considerado la aplicación gradual del nuevo régimen a ofertas en curso o aprobadas parcialmente bajo el marco anterior. * El régimen de transición está contemplado en el proyecto de decreto. * La definición de beneficiario real está fuera del alcance del decreto. * El régimen de OPA debe aplicarse de manera uniforme para garantizar transparencia, igualdad y protección de los inversionistas. Excluir al Estado o permitir excepciones discrecionales afectaría la certeza jurídica y la equidad del mercado, ya que toda adquisición significativa, incluso con fines de política pública, puede incidir en la estructura de control o en los derechos de los demás accionistas. La obligación de realizar una OPA no impone al Estado cumplir sus objetivos estratégicos, sino que asegura que lo haga bajo condiciones de publicidad y trato justo. * Se rechaza la referencia expresa a la Ley 222 de 1995 en materia de responsabilidad de administradores dado que es una norma de carácter superior. * No es facultad de la URF abordar temas de competencia.
126	24/10/2025		<p>IV.Ámbito Tecnológico</p> <p>El impacto tecnológico del decreto es relevante. La nueva estructura normativa exige que la SFC, las bolsas de valores y los emisores adopten mecanismos digitales de reporte, publicación y verificación más sofisticados.</p> <p>La obligatoriedad de publicar avisos en medios electrónicos y boletines diarios exige interoperabilidad entre sistemas de información de la SFC, BVC y administradores de valores.</p> <p>Las disposiciones sobre cuendadillo de oferta, precauciones y mejoras demandan la digitalización de expedientes, trazabilidad documental y autenticidad electrónica, que demandan regularse mediante lineamientos técnicos.</p> <p>La participación de inversionistas extranjeros y operaciones transfronterizas sugiere la necesidad de módulos de reporte en inglés y mecanismos de firma digital internacionalmente válidos.</p> <p>Solicitud de aclaración:</p> <p>Se recomienda precisar si la SFC establecerá un sistema electrónico unificado de gestión de OPA, o si cada bolsa mantendrá su propio canal de recepción y publicación, lo que podría generar duplicidades o brechas tecnológicas.</p>	No aceptado	* Excede el objetivo del decreto. Los requisitos de riesgo operativo y ciberseguridad están bajo la jurisdicción de la SFC. * La obligatoriedad de publicar avisos en medios electrónicos y boletines diarios no requiere interoperabilidad. La publicación en los medios electrónicos o físicos no requiere interoperabilidad dado que es una obligación del oferente. * Las disposiciones sobre cuendadillo de oferta, precauciones y mejoras en términos de digitalización no son objeto del decreto. * Módulos de reporte en inglés y mecanismos de firma digital internacionalmente válidos no son objeto del decreto. * No se requiere un sistema electrónico unificado de gestión de OPA. El mercado ya cuenta con un sistema para el mercado de valores (SIMEV).
127	24/10/2025		<p>V.Ámbito Técnico</p> <p>Desde el punto de vista técnico, el decreto introduce una sistematización moderna del régimen de OPA, con principios claros (irrevocabilidad, trato equitativo y divulgación) y diferenciación de categorías (obligatorias, voluntarias, sobrevivientes, competidoras y por cancelación).</p> <p>Sin embargo:</p> <p>Se recomienda precisar la interacción entre la OPA y otros mecanismos corporativos como readquisición de acciones, ofertas de intercambio o fusiones transfronterizas.</p> <p>Se sugiere incluir un glosario técnico de términos como beneficiario real, control conjunto, valores equivalentes o contraprestación móvil, para uniformar criterios en la interpretación regulatoria.</p> <p>Es necesario alinear el cronograma procedimental con los tiempos operativos de las bolsas, cámaras de riesgo y sistemas de compensación, especialmente en los procesos de suspensión temporal durante ofertas competidoras.</p> <p>Solicitud de aclaración:</p> <p>Definir si los procedimientos de autorización ante la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) deberán desarrollarse mediante la plataforma actual del SIMEV o si se prevé un nuevo módulo digital especializado para OPA, dado el volumen de documentación y validaciones requeridas.</p>	Aceptado	* Se modificó el artículo de OPA sobreviviente para ampliar los eventos contemplados a cualquier caso de reorganización empresarial. * Se acepta. Se aclararon los tiempos en el documento. * El procedimiento no fue objeto de cambio.
128	24/10/2025	Banco de Bogotá	<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de admisión.</p> <p>Estas prohibiciones deberán ser para los administradores y no para los accionistas; los accionistas sí debían poder tomar las decisiones y acciones que consideren pertinentes, como una eventual liquidación, fusión etc, conforme el estándar internacional.</p>	Aceptado	La propuesta responde a la solicitud por la aclaración
129	24/10/2025	Banco de Bogotá	<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.7. Actuación de la junta o consejos directivos o quienes de acuerdo con los estatutos ejerzan o detenten esas funciones.</p> <p>La Junta Directiva no es quien debería elaborar el informe que se menciona en este artículo, dado que para eso se tiene contratado una banca de inversión para que emita un fidejazo/opinión imparcial. En todo caso, ese informe podría incluir no solo observaciones en favor o en contra sino neutras.</p>	Aceptado	Se incluye en el artículo la posibilidad de que la junta o quien haga sus veces puede contratar el concepto.

130	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.1.1 Principios aplicables a las ofertas	<p>Los principios generales propuestos como novedad al régimen colombiano de OPA en mercado secundario, que antes carecía de un catálogo e esos efectos, parecen incompletos frente a estándares internacionales relevantes en la materia, porque parecen no contemplar la protección del emisor, como uno de los objetivos de la regulación de OPA. Los accionistas (que no es un grupo homogéneo) no son los únicos que deben ser protegidos por la regulación de OPA; debe protegerse también al emisor y la regulación actualmente vigente carece de ese enfoque pro-emisor.</p> <p>Por estándares internacionales relevante me refiero a los principios legales que, tras larga investigación y varios intentos de obtención de consenso, predefinieron la producción de legislación para este tipo de operación en los 27 Estados Miembros de la Unión Europea desde 2004, más el Reino Unido, en ese entonces Estado Miembro cuya regulación local (el City Code on Takeovers and Mergers, desde 1968 incluye el deber de pasividad de la junta durante el tiempo de OPA, no del emisor, pues son prohibiciones de los directores del destino) más el marco regulatorio europeo en materia de OPA, que armonizó la legislación de OPA en el espacio europeo y sigue vigente. La legislación peruana vigente sobre la materia de OPA -usada como hito de derecho comparado del Documento Técnico que acompaña al proyecto-, no tiene un artículo equivalente al propuesto, que fige principios generales. El derecho estadounidense tiene el enfoque desregulado contrario: no tiene regulación a priori de acciones que no se pueden hacer durante la OPA, sino control judicial ex post a las administraciones involucradas.</p> <p>En la actual familia de derecho corporativo europeo, los principios obligatoriamente implementados en su derecho interno por los Estados Miembros de la UE por mandato del Artículo 1, "Principios generales", de la Directiva de OPAs, se puede ver una alternativa de formulación de principios relevantes que es, a la vez, más comprensiva y menos ambigua que la del presente Art. 6.15.2.1.1.</p> <p>A continuación transcribo los principios que gobiernan la regulación de OPAs en la UE, como sugerencia de consulta y adopción para hacer más robusto el artículo, con cuyo propósito concordamos:</p> <p>1. A efectos de la aplicación de la presente Directiva, los Estados miembros velarán por que se respeten los principios siguientes:</p> <p>a) todos los titulares de valores de una sociedad afectada de la misma clase deberán recibir un trato equivalente; en particular, cuando una persona adquiera el control de una sociedad, deberá protegerse a los demás titulares de valores;</p> <p>b) los titulares de valores de una sociedad afectada deberán disponer de tiempo e información suficientes para poder adoptar una decisión respecto a la oferta con pleno conocimiento de causa; a la hora de asesorar a los titulares de valores, el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada presentará un dictamen relativo a las repercusiones de la aplicación de la oferta en el empleo, las condiciones de trabajo y la localización de los centros de actividad de la sociedad;</p> <p>c) el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada deberá obrar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto y no delegar a los titulares de valores la posibilidad de decidir sobre la idoneidad de la oferta;</p> <p>d) no deberán crearse falsos mercados de los valores de la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad interesada por la oferta de forma tales que el alza o baja de las cotizaciones de los valores se torne artificial y se afecte el normal funcionamiento de los mercados.</p> <p>En un momento futuro deberá adoptarse una oferta para una vez se asegure de que se evita hacer fraude intencionalmente, en su caso, a cualquier oferta de posteriorización no efectiva y con la adopción de todos los medidas apropiadas para evitarlo. Una vez realizada una oferta pública de adquisición obligatoria, y sin importar el resultado de esta, el oferente o sus beneficiarios reales no podrán presentar una nueva oferta pública de adquisición, ya sea obligatoria o voluntaria, sobre los valores afectados, durante un período de seis (6) meses contados a partir de la fecha de autorización de la oferta pública de adquisición precedente."</p> <p>A su vez, se repite la regla en los siguientes dos artículos para las diferentes clases de OPA.</p> <p>Artículo 6.15.2.3.1; inciso 2, contiene la misma regla, para la OPA voluntaria.</p> <p>Artículo 6.15.2.5.1, numeral 7, contiene la misma regla para la OPA competitiva."</p> <p>Entendimos el contexto histórico y conocemos las quejas de un sector profesional, residentes y quizás coyunturales, que pueden explicar esta propuesta, a saber: las 6 OPAs tramitadas entre noviembre de 2021 y octubre de 2022 por Grupos Nutresa, Sura y Argos, más los acuerdos que se hicieron después entre 2023 y 2025.</p>	Aceptado	Aunque los principios no incluyen explícitamente la protección del emisor, varios de los frentes de trabajo propiamente por su protección. Está explícitamente expuesto en el documento técnico en la sección de objetivos del gobierno nacional. Se modificó el deber de pasividad en esa línea.
131	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.1 Oferta pública de adquisición obligatoria	<p>Al respecto, respetuosamente pongo a consideración de los reguladores que, si el propósito de esta disposición propuesta es proteger a los accionistas y el mercado, el remedio probablemente sea peor que la ligada enfermedad.</p> <p>En efecto, si lo que se quiere evitar es eventual "especulación" -el negocio bursátil es esencialmente de especulación financiera-, en el sentido de que compró se valorar a futuro y pueda venderlo por un mayor valor que el costo de adquisición-, la regla de "período de enfriamiento" probablemente "institucionalice" la especulación, en el sentido de que genera la expectativa generalizada, de que en 6 meses habrá una OPA por un mejor precio.</p> <p>Esta regla de veda por 6 meses para lanzar OPA nuevamente por los mismos títulos, probablemente leve a que, una primera OPA, no sea tomada en serio por el mercado; y que el accionariado mayoritariamente se "espere" a la OPA de insistencia que solo podrá ocurrir una vez por 6 meses, sin excepciones, según está en la propuesta de reforma.</p> <p>La regulación de OPA no debería desincentivar el negocio financiero y las características concretas de este tipo de operaciones. Uno de los factores esenciales de la OPA es el factor sorpresa. Que el mercado no sabe si va a haber OPA, una primera o una segunda o una tercera. Es decir, no se sabe si va a haber un inversionista dispuesto a comprar en un precio mayor al del promedio del título en retail, a proponer un cambio de statu quo de una sociedad cotizada en bolsa. Por eso también es que la regulación actual no permite promocionar la OPA sino hasta después de que esta sea autorizada expresamente o tácitamente por la SFC.</p> <p>Con esta regla, en cambio, el mercado se "malacostumbrará a esperar" a que haya una segunda OPA 6 meses después de rechazar algunos o la mayoría esta primera -quizás única OPA-. Así, se institucionalizará una forma colectiva y dispersa de negociación, consistente en "no vender en la primera y esperar a la segunda OPA, dentro de 6 meses".</p> <p>Esto, probablemente, haga que el valor de mercado de la acción durante esos 6 meses se dispare anticipadamente -con base en una posible oferta futura, no en una oferta real- e la espera de que ocurre el cumplimiento 6 meses después de la primera OPA. La regulación propuesta no condiciona o condiciona este período de veda a OPA voluntarias desistas, como lo hace la regulación actual, sino que aplica indistintamente tanto a OPAs desistas como a ofertas de posteriorización obligatorias. Si se encorseta mucho la acción por consecuencia de una "restricción de enfriamiento", cuando se haga una oferta pública de adquisición, no se podrá volver a hacer una oferta pública de adquisición por un período de seis (6) meses contados a partir de la fecha de autorización de la oferta pública de adquisición precedente."</p>	No aceptado	El período de enfriamiento se modificó a "seis (6) meses contados a partir de la fecha en que la oferta de valores informe a la Superintendencia Financiera de Colombia el resultado de la oferta." Esta medida de política pública responde a estándares internacionales para incentivar a la revelación oportuna de las características e intenciones del oferente lo cual no es posible con un régimen de OPA sucesiva.
132	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.4.1 Oferta pública de adquisición sobrevenida	<p>Advertimos que en el inciso segundo de la norma que hoy es el Art. 6.15.2.4.1, se sustituye la palabra "adquiriente" por "beneficiario real", en tanto sujeto destinatario de la obligación de lanzar una OPA sobrevenida obligada por una adquisición indirecta. No encontramos, en el Documento Técnico que acompaña al proyecto, exploración o argumentación sobre este punto que justifique este importante cambio de política.</p> <p>Este cambio de política implica modificar el enfoque de las obligaciones de revelación comparativas de beneficiarios reales (deberes de información) hacia un nuevo enfoque, contractual y sin limitación de responsabilidad personal, en donde los beneficiarios reales pasan a ser parte contratante eventual pero directamente. Consideramos que esto vulnera el principio básico de derecho corporativo colombiano de separación de personalidad jurídica entre sociedades y socios. Los comerciantes tienen derecho a constituir compañías de propósito único como la adquisición de ciertas acciones (las llamadas usualmente en la industria "NewCo", o "AcquireCo"). Este cambio de política es inconveniente porque contradice este principio. Para cubrir los riesgos derivados de los sucesos societarios está previsto el robusto régimen de garantías hoy aplicable, que administra y open la DTVC, y que funciona sin ningún problema, y en el cual el Gobierno no presenta ninguna propuesta de modificación, que no es necesaria.</p>	No aceptado	La definición de beneficiario real es estándar para todo el decreto. No hay un régimen particular de beneficiario real para las OPAs.
133	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.5.1 Ofertas competidoras	<p>Respetuosamente consideramos que no hay evidencia empírica suficiente para proponer un cambio de política pública sobre OPA competitiva, porque es la sección de la regulación actual que menos se ha usado hasta este momento de la historia nacional. Porque en el mercado colombiano en la última década la OPA competitiva ha sido un evento remotísimo. La mayoría de OPAs en Colombia son pre-acordadas, unas pocas han sido no solicitadas, y solo una (1) no sido competitiva en los últimos años, la de Negocios y Representaciones S.A.S. sobre MINERCO S.A. a comienzos de 2025.</p> <p>Además, consideramos necesario reconsiderar si la OPA competitiva es un mecanismo técnicamente adecuado para que haya más mercado de capitales, que es el propósito principal según el Documento Técnico que acompaña al proyecto.</p> <p>El crecimiento del mercado de capitales no se basa en las OPAs, lo de especie o causal que sean, sino en los IPOs, las Ofertas Públicas Iniciales, las que generan un nuevo producto en la bolsa de valores. Las OPAs son ofertas de adquisición del control, usualmente para que una compañía pase de ser públicamente tramitada a privadamente controlada. Con las OPAs y los IPOs ocurre algo muy similar a la deforestación: aquí hubiera liquidez suficiente para que por cada OPA que termina en un emisor menos en la bolsa, hubiera 2 IPOs que estabilizarán el número de emisores.</p> <p>En nuestro concepto, que respetuosamente presentamos a los reguladores, no es necesario en este momento histórico modificar la regulación de OPA competitiva. Ojalá se presentaran más ofertas mejoradas y que compitan, eso sería la demostración de interés de optimizar el valor y de un mercado competitivo.</p>	No aceptado	Se señaló en el documento técnico (introducción) que entre los objetivos de la iniciativa regulatoria se encuentran la protección de los accionistas, así como la promoción de la competencia. De acuerdo con las cifras históricas, el mercado ha tenido una única OPA competitiva y se considera un mecanismo que puede incrementar los beneficios obtenidos por los accionistas en la operación de venta.
134	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.6.1 Oferta pública de adquisición para la cancelación	<p>No encontramos en el Documento Técnico que acompaña al proyecto información sobre por qué la regulación actual de OPA de cancelación (Título 6 del Libro 2 de la Parte 5 del Decreto 2555) no sirve, ni datos sobre qué es lo que lo hace, de hecho ha funcionado perfecto, son las más comunes OPAs, las de desista. No han generado ningún inconveniente en los últimos años. Como base de datos histórica del buen funcionamiento de la actual normativa de OPA de desista, compartimos para referencia un hiperenlace a la compilación de Cuadernos de Ofertas y resultados de la operación de las OPAs tramitadas en Colombia entre 2012-2022: https://171.dv.mv.f6562279549D86FCOEJ5EJkPPhMUmDmWBPZj2q3j42C09WefAy91TocUJA_Xw7eEzJUM8</p> <p>Los resultados de las operaciones entre 2017-2022 se encuentran en el Anexo C de la siguiente lista de grado de maestría, elaborada por el autor de este comentario, entre 2022 y 2023: https://171.dv.mv.f6562279549D86FCOEJ5EJkPPhMUmDmWBPZj2q3j42C09WefAy91TocUJA_Xw7eEzJUM8</p>	No aceptado	En el documento técnico se justifican los cambios propuestos mediante el uso de una base de datos con las OPAs realizadas en los últimos 20 años.
135	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.6.3. Precio de la oferta pública de adquisición para la cancelación	<p>[...] deberá ser determinado por una entidad avaladora independiente cuya idoneidad e independencia serán calificadas previamente y en cada oportunidad por la Superintendencia Financiera de Colombia: "Ninguno no es necesario, pues ya es la regla que aplica en el hoy vigente artículo 5.2.6.1.4 del Decreto 2555, es una política pública que impacta la teoría general del contrato y de la oferta contenida en los Códigos Civil y de Comercio, porque en el fondo termina prohibiendo que el precio de la oferta para cancelación lo pueda establecer libremente el adquirente, pasando esa competencia a un precio avalado "en cada oportunidad" por el Estado -antes de cerrar el cuaderno de la oferta, desde luego, en el caso de pedir autorización para operar-. Esto no es muy propio del principio de libre mercado y puede llevar a pletitos contra la SFC y el pletito aprobado por esta, pues no hay regulación sobre equiparación de las condiciones del dictamen del perito.</p> <p>Esta excepción de precio fijado por tercero tiene sentido en dos eventos muy distintos, de compra o ventas forzosas, que son los casos de (i) la adquisición indirecta que obliga a lanzar una OPA sobrevenida y (ii) del derecho de venta forzosa que surge cuando se crean los umbrales de más de 50% (equivalente) de control por parte de un mismo accionista. La decisión eventual de una compañía de lanzar OPA de desista tiene poco en común con esos eventos de compra forzosa.</p> <p>En el fondo, esta prohibición de autodeterminación del precio por el mercado impide tomar con buena información la decisión meditada para un oferente de lanzar una OPA de cancelación, porque no sabrá, sino hasta después de que el perito aprobado por la Super dictamine, cuánto precio se obligará a pagar.</p>	No aceptado	No se realizaron modificaciones en este aspecto.
136	25/10/2025 David Gaviria Cuervo	<p>Artículo 6.15.2.7.1, parágrafo 2, eliminación del efecto de suspensión de la negociabilidad del título una vez radicada la solicitud de autorización de OPA.</p> <p>Modifica el actual Artículo 6.15.2.7.1, Parágrafo 2: "Una vez el oferente radique en la Superintendencia Financiera de Colombia la información sobre la oferta pública de adquisición, esta entidad comunicará tal hecho a la bolsa de valores para que suspenda la cotización bursátil de los títulos objeto de la oferta. Dicha suspensión quedará sin efecto el día hábil siguiente a la fecha de publicación del aviso de oferta."</p> <p>En el Documento Técnico que acompaña el proyecto encontramos que la motivación para hacer esta trascendental reforma, se reduce a lo siguiente, pág. 61: "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 competencia que los beneficios que aporta frente al anuncio de una oferta de adquisición."</p> <p>Esta propuesta implica contrarreformar -volver al estado anterior- la regla consistentemente aplicada desde la Resolución 400 de 1995 -antecedora de las reformas compiladas en el Decreto 2555 de 2010, que a su vez sustituyó la legislación de 1888 de la Comisión Nacional de Valores-, artículo 1.2.5.7, Parágrafo Primero: "Una vez se presente la anterior información a la Superintendencia de Valores, esta entidad comunicará tal hecho a las bolsas de valores para que suspenda la negociación bursátil de los títulos objeto de la oferta hasta el día siguiente a la publicación del aviso de la oferta."</p> <p>Esta norma es una característica consuetudinaria por 30 años del sistema de OPA colombiano y creemos que no tiene ninguna necesidad de modificación, porque está atada a la autorización de la SFC sobre la OPA, que puede o no ocurrir. Su efecto y propósito económico es claro: cambiar y probar el bñf en el mercado de valores, de manera tal que, durante ese corto plazo que se le da a autorizar o no la OPA, el precio de esta no pueda volar a fuerza sino hasta cuando se sabe que la OPA va a ser o no. Así, solo puede ocurrir cuando ya se ha emitido el anuncio de la oferta y ya se ha emitido el anuncio de la oferta. Lo que la suspensión de la negociabilidad -mientras se autoriza o se niega la autorización de la OPA- genera es el congelamiento del precio retail del valor en bolsa, mientras se sabe, si no, si la oferta es autorizada y puede también como un hecho de información relevante para el Emisor y los inversionistas. La ventaja de la suspensión puede generar que el inversionista se informe más antes de vender en un mercado que rápidamente corrige. Sin embargo, una suspensión de más de 3 días genera distorsiones. Debe además revisarse que, si la acción está también listada en otra bolsa (como MINERCO) se traduce en distorsiones durante el período en que en una bolsa se negocia y en otra está suspendida.</p>	No aceptado	Esta modificación está en línea con los estándares internacionales.

145	24 de octubre 2025	Ashmore	<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2. Evento en que no se debe realizar la oferta pública de adquisición voluntaria</p> <p>Dado que este Proyecto de Decreto reconoce la incidencia de accionistas con influencia significativa, sería adecuado hacer referencia a las participaciones cruzadas con otros accionistas relevantes que también pueden generar influencia significativa o control indirecto. Por ejemplo, si la empresa A tiene el 20% de la B y el 15% de la C, la B tiene el 10% de la C, y la C tiene el 19% de la A y el 22% de la B, se puede decir que las empresas A y B tienen incidencia significativa en la C (33% de participación conjunta), las A y C en la B (42%) y las B y C en la A (29%). Las empresas A, B y C en este caso, serían consideradas como grupo de empresas con incidencia significativa, a pesar de que ninguna de ellas tiene directamente más del 25% de los votos individuales de cualquiera de ellas. De esta forma, se propone crear una definición de grupo de empresas con incidencia significativa, que estaría conformado por varias compañías que tienen participaciones cruzadas relevantes, cuando sus participaciones son sumadas y se obtiene un porcentaje igual o superior al 25% de las acciones en circulación de la sociedad en cuestión.</p>	No aceptado	El numeral no fue objeto de modificación
			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2. Evento en que no se debe realizar la oferta pública de adquisición voluntaria</p> <p>En algunos contratos de permuta puede no haber alusión explícita a un precio de intercambio, sino que simplemente puede ser fijado un término o razón de intercambio entre los valores a permutar. En este caso, la regulación debería establecer la forma de fijación de los precios de las OPAs que se detienen luego de la permuta que dio origen a e el logo del control de la o las compañías involucradas. Se propone que sean los accionistas minoritarios no involucrados directa o indirectamente en la permuta, los que puedan contratar (con recursos de la empresa) un externo que determine cual es este precio justo, garantizando que se reconozca a estos minoritarios la prima de control en el precio de la OPA. Debe evitarse por tanto este párrafo que los accionistas incurran en el riesgo moral de no pagar una prima de control a las minoritarias y eludir impuestos, violándose así el mecanismo de permuta.</p>	No aceptado	El numeral no fue objeto de modificación
			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2. Evento en que no se debe realizar la oferta pública de adquisición voluntaria</p> <p>Dado que existe la posibilidad de que una empresa cambie de controlante luego de una permuta de acciones entre accionistas o grupos con influencia significativa, y que esta empresa que cambie de control sea a su vez la controladora de otras empresas listadas en bolsa, es importante que las obligaciones de solicitar autorizaciones para lanzar una OPA se entiendan a las empresas controladas por la empresa o grupo de empresas que está cambiando de control directo o indirecto. Lo anterior se sugiere con el objetivo de que estas operaciones de permuta no se utilicen como un mecanismo para generar cambios de control evadiendo las obligaciones que tendría un nuevo controlante cuando dicho control se obtiene con el mecanismo tradicional de una OPA.</p>	No aceptado	El numeral no fue objeto de modificación
			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.1. Oferta pública de adquisición voluntaria</p> <p>Los estatutos de cada empresa podrán establecer la obligatoriedad o no de realizar ofertas públicas por otros tipos de acciones que estén emitidas, cuando se realice una OPA por cualquiera de sus tipos de acciones en circulación. Estos estatutos deben ser aprobados por accionistas que representen al menos un 70% de las acciones en circulación con derecho a voto.</p>	Aceptado	Aunque la LRF no tiene facultades para regular los estatutos de una sociedad, se crea un mecanismo de oferta pública de adquisición voluntaria para acciones preferenciales y se incluyen estos títulos en el derecho de venta cuando el oferente alcanza el 90%
146	24 de octubre 2025	Ashmore	<p>Comentario General</p> <p>Se plantea que los accionistas minoritarios cuenten con mecanismos efectivos de acceso a información, asesoría y derechos de inspección que les permitan tomar decisiones informadas. No obstante, se considera necesario que el pronunciamiento y el acompañamiento por parte de la administración no se limite únicamente al reporte periódico en el artículo 6.15.2.10.7 del Proyecto de Decreto, sino que incluya acciones adicionales que fortalezcan la protección de estos inversionistas.</p>	Aceptado	En el proyecto de decreto se aclara que el deber de pasividad es sin perjuicio de las acciones y derechos que tiene los accionistas derivados del régimen societario.
			<p>Comentario General</p> <p>Se sugiere permitir que accionistas individuales o grupos que alcancen el 5% de participación puedan negociar directamente con el oferente y/o con la administración y otros accionistas actuales de la empresa que está siendo objeto de la OPA, 1) mejoras a las condiciones de la Oferta y 2) acciones a ser tomadas al interior de la compañía, de tal forma que estos accionistas puedan llegar a mejores acuerdos a los ofrecidos públicamente en una OPA. En mercados como el estadounidense, es la junta directiva la que en representación de los accionistas realiza negociaciones directas con quienes desean adquirir una participación relevante o el control de la corporación. En Colombia, sin embargo, los accionistas no tienen acceso en la junta o no pueden tener comunicación con el oferente en el resultado de la transacción y deben tener la capacidad de negociar condiciones que, una vez acordadas, se ejecuten a todos los accionistas. El objetivo es que no sean simples "receptores (takers)" de las condiciones, sino que participen activamente en la definición de mejores términos para proteger sus intereses.</p>	Aceptado	contribuye a mejorar la protección inversionistas minoritarios. En el deber de pasividad se señala que la junta directiva o cualquier accionista puede buscar una mejor o una competitiva.
147	24 de octubre 2025	Ashmore	<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2. Evento en que no se debe realizar la oferta pública de adquisición voluntaria</p> <p>Dado que existe la posibilidad de que una empresa cambie de controlante luego de una permuta de acciones entre accionistas o grupos con influencia significativa, y que esta empresa que cambie de control sea a su vez la controladora de otras empresas listadas en bolsa, es importante que las obligaciones de solicitar autorizaciones para lanzar una OPA se entiendan a las empresas controladas por la empresa o grupo de empresas que está cambiando de control directo o indirecto. Lo anterior se sugiere con el objetivo de que estas operaciones de permuta no se utilicen como un mecanismo para generar cambios de control evadiendo las obligaciones que tendría un nuevo controlante cuando dicho control se obtiene con el mecanismo tradicional de una OPA.</p>	No aceptado	El numeral no fue objeto de modificación
			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.1. Oferta pública de adquisición voluntaria</p> <p>Los estatutos de cada empresa podrán establecer la obligatoriedad o no de realizar ofertas públicas por otros tipos de acciones que estén emitidas, cuando se realice una OPA por cualquiera de sus tipos de acciones en circulación. Estos estatutos deben ser aprobados por accionistas que representen al menos un 70% de las acciones en circulación con derecho a voto.</p>	Aceptado	Aunque la LRF no tiene facultades para regular los estatutos de una sociedad, se crea un mecanismo de oferta pública de adquisición voluntaria para acciones preferenciales y se incluyen estos títulos en el derecho de venta cuando el oferente alcanza el 90%
148	24 de octubre 2025	Ashmore	<p>Comentario General</p> <p>Se plantea que los accionistas minoritarios cuenten con mecanismos efectivos de acceso a información, asesoría y derechos de inspección que les permitan tomar decisiones informadas. No obstante, se considera necesario que el pronunciamiento y el acompañamiento por parte de la administración no se limite únicamente al reporte periódico en el artículo 6.15.2.10.7 del Proyecto de Decreto, sino que incluya acciones adicionales que fortalezcan la protección de estos inversionistas.</p>	Aceptado	En el proyecto de decreto se aclara que el deber de pasividad es sin perjuicio de las acciones y derechos que tiene los accionistas derivados del régimen societario.
			<p>Comentario General</p> <p>Se sugiere permitir que accionistas individuales o grupos que alcancen el 5% de participación puedan negociar directamente con el oferente y/o con la administración y otros accionistas actuales de la empresa que está siendo objeto de la OPA, 1) mejoras a las condiciones de la Oferta y 2) acciones a ser tomadas al interior de la compañía, de tal forma que estos accionistas puedan llegar a mejores acuerdos a los ofrecidos públicamente en una OPA. En mercados como el estadounidense, es la junta directiva la que en representación de los accionistas realiza negociaciones directas con quienes desean adquirir una participación relevante o el control de la corporación. En Colombia, sin embargo, los accionistas no tienen acceso en la junta o no pueden tener comunicación con el oferente en el resultado de la transacción y deben tener la capacidad de negociar condiciones que, una vez acordadas, se ejecuten a todos los accionistas. El objetivo es que no sean simples "receptores (takers)" de las condiciones, sino que participen activamente en la definición de mejores términos para proteger sus intereses.</p>	Aceptado	contribuye a mejorar la protección inversionistas minoritarios. En el deber de pasividad se señala que la junta directiva o cualquier accionista puede buscar una mejor o una competitiva.
149	24 de octubre 2025	Ashmore	<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.1. Principios aplicables a las ofertas</p> <p>Sugerimos incluir como principio de la oferta pública de adquisición (OPA) la Libre Concurrencia y Competencia. Un principio importante del mercado de valores y en particular de las ofertas públicas de adquisición, es el derecho de terceros de interferir operadores y competir en la OPA. La oferta competitiva y la mejora de la oferta son los artículos que desarrollan este principio por lo que sugerimos se incluya como principio la libre concurrencia y competencia.</p>	Aceptado	El principio es concordante con el esquema de opa competitiva y mejora que se propende en el PD.
			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.1. Oferta pública de adquisición voluntaria</p> <p>En relación con el periodo de enfriamiento Sugerimos aclarar que el periodo de enfriamiento solo aplica si el oferente adquiere por lo menos una acción o valor como resultado de formular una OPA y que, a contrario sensu, si la OPA es declarada desierta o se formula una competitiva que el oferente no mejora y, en consecuencia, no adquiere ni un solo voto, todo vez que ningún accionista vendió acciones, no se le puede impedir formular una OPA posterior a mejor precio, ya que en este caso no habría accionistas perjudicados.</p>	Aceptado	La sugerencia contribuye a aclarar la regulación sobre el periodo de enfriamiento.
150	24 de octubre 2025	Ashmore	<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.1. Oferta pública de adquisición voluntaria</p> <p>Sugerimos aclarar que las OPAs voluntarias se pueden formular sobre valores que representen capital, incluso si se trata de capital sin derecho a voto, pero no sobre valores distintos a títulos de participación.</p>	Aceptado	Se crea un mecanismo de oferta pública de adquisición voluntaria para acciones preferenciales y se incluyen estos títulos en el derecho de venta cuando el oferente alcanza el 90%
			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.4.1. Oferta pública de adquisición voluntaria</p> <p>Sugerimos ampliar el alcance de este artículo a cualquier proceso de reorganización empresarial, en los términos del Concepto 2018002502-001 del 13 de marzo de 2018 de la SFC</p>	Aceptado	En el proyecto de decreto se utilizó las figuras del Espero estados de acuerdo que existen variaciones de estas que pueden cobijarse con la propuesta
151	24 de octubre 2025	Ashmore	<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.5.1. Oferta competitiva</p> <p>Queremos confirmar que al indicar el artículo 6.15.2.5.1 que son ofertas competidoras aquellas que se formulan sobre valores respecto de los cuales se ha autorizado una oferta pública de adquisición sea esta obligatoria o voluntaria, se incluyen las ofertas públicas de adquisición sobre valores de las ofertas públicas de adquisición para la cancelación, toda vez que en dichos casos se aplica que se aplicará lo establecido en las normas generales de ofertas públicas de adquisición obligatoria. En caso de que este no sea el entendimiento del regulador, sugerimos que, por lo menos en el caso de las ofertas públicas de adquisición sobre valores se permitan las ofertas competidoras. Sugerimos ajustar redacción para que sea claro hasta cuándo se puede presentar la solicitud de autorización de una oferta competitiva. Sugerimos ampliar la restricción del numeral primero de este artículo, de forma tal que cualquier persona que actúe concordante con quien formula la OPA precedente no pueda formular una OPA competitiva o dicha OPA precedente. Sugerimos eliminar la primera parte del numeral 2 ya que el establecimiento de ambas que las ofertas competidoras deben cumplir con lo establecido en el Capítulo 9 del decreto, estas condiciones ya estarían contempladas. Sugerimos mover la segunda parte del numeral 2 ya que este no es un requisito de la oferta competitiva. Sugerimos ajustar la redacción del párrafo 3 ya que la redacción propuesta podría generar confusión en cuanto a una posible reanudación del plazo de la etapa de recepción de aceptaciones y la posibilidad de que en un momento dado haya más de una oferta vigente, lo cual no debería ser posible. Sugerimos ajustar la redacción en el artículo numeral 7, de forma tal que se aclare que, en caso de que el autor de la OPA competitiva, el plazo de la etapa de recepción de aceptaciones de la OPA precedente no se suspenda, sino que finalice. Solo se suspenderá (implicando su posterior reanudación) en el evento en que la OPA competitiva no sea autorizada por la SFC. Asimismo, se incluye referencia a que, toda vez que el periodo de aceptaciones de la OPA precedente finaliza en virtud de la autorización y formulación de la OPA competitiva, el oferente precedente en todo caso podría mejorar su oferta y haberla un nuevo plazo para la etapa de recepción de aceptaciones que además posible que se pueda mejorar la oferta mejorada. En relación con el periodo de enfriamiento se sugieren cambios consistentes con los sugeridos en relación con el artículo 6.15.2.2.1.</p>	Aceptado	La sugerencias aclaran el régimen de Opa competitiva.
			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.6.1. Oferta pública de adquisición para la cancelación</p> <p>Sugerimos adicional la palabra "obligatoria" en el Parágrafo 2 por consistencia con la adición en el Parágrafo 1. Sugerimos aclarar que las acciones de los accionistas ausentes o disidentes en caso de ser enajenadas después de tomada la decisión de cancelar la inscripción en el RNVF y en la bolsa, tampoco transfieren el derecho a participar en la OPA para cancelación.</p>	Aceptado	El régimen general de las Opas es el de la obligatoria, por lo que la referencia es válida
152	24 de octubre 2025	Ashmore	<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.6.3. Precio de la oferta pública de adquisición para la cancelación</p> <p>Se ajusta redacción ya que aparentemente faltó una palabra.</p>	Aceptado	La corrección es válida
			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.1. Autorización</p> <p>Se sugiere indicar que la bolsa de valores debe informar al mercado que se ha radicada una solicitud de autorización para formular una OPA. Se sugiere ajustar redacción en el sentido de indicar que, para efectos de la autorización de la SFC a la OPA, será necesario presentar la respectiva autorización o concepto de la autoridad administrativa competente, y no la simple copia del documento mediante el cual se solicitó la autorización o concepto. Lo anterior, para evitar que una OPA sea autorizada y formulada, pero no cuente con demás autorizaciones necesarias para perfeccionar la negociación, con efecto de bausa proteger el principio de irrevocabilidad, ya que podría suceder que una se formule la OPA pero no se obtenga la autorización administrativa antes de que inicie el periodo de aceptaciones. Asimismo, se sugiere incluir una redacción similar a la del subnumeral 3.1.3 del Capítulo IV del Título I de la Parte III de la CBJ de forma tal que se pueda solicitar la autorización de la OPA ante la SFC, pero esta entidad solo autorizará la operación cuando realice la respectiva autorización o concepto.</p>	Aceptado	La propuesta normativa mejora los escenarios donde hay demora en la expedición del concepto de autoridad competente
153	24 de octubre 2025	Ashmore	<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2. Promoción de la oferta</p> <p>Se sugiere ajustar la redacción con el fin de mayor claridad y agregar en el literal c del numeral 1 la obligación de indicar que personas ausentes en forma concertada con el oferente en relación con la OPA. Se sugiere reemplazar la palabra "pronunciamiento" por "pronunciamiento" en el literal k del presente artículo, de forma tal sea clara la obligación de revelar en el cuadernillo de oferta cualquier tipo de financiación en adición a aquellas que no provienen de estructuras de deuda en sí mismas.</p>	Aceptado	La propuesta amplía el efecto de la información que debe ser suministrada en el cuadernillo lo que impacta positivamente en la transparencia de las operaciones
			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.3. Promoción de la oferta</p> <p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.3. Promoción de la oferta</p> <p>Sugerimos se modifique la redacción de tal manera que sea claro que una oferta se puede mejorar más de una vez. Sugerimos además que el plazo de la etapa de recepción de aceptaciones de la oferta precedente solo se pueda suspender si no se autoriza la oferta competitiva, ya que si la oferta competitiva se formula la que aplica es el plazo de etapa de recepción de aceptaciones de dicha oferta competitiva. Así mismo, el plazo de la oferta competitiva tampoco puede suspenderse ni mucho menos reanudarse en caso de presentarse una mejora de oferta. Consecuentemente, se debe crear un plazo para las mejoras ya que solo si hay un plazo razonable dicha mejora podrá ser mejorada, lo cual redundaría en la protección de varios de los principios de las OPAs. Los cambios sugeridos son consistentes con los sugeridos en relación con el artículo 6.15.2.5.1.</p>	Aceptado	La propuesta sugiere modificar la redacción de tal manera que sea claro que una oferta se puede mejorar más de una vez. Sugerimos además que el plazo de la etapa de recepción de aceptaciones de la oferta precedente solo se pueda suspender si no se autoriza la oferta competitiva, ya que si la oferta competitiva se formula la que aplica es el plazo de etapa de recepción de aceptaciones de dicha oferta competitiva. Así mismo, el plazo de la oferta competitiva tampoco puede suspenderse ni mucho menos reanudarse en caso de presentarse una mejora de oferta. Consecuentemente, se debe crear un plazo para las mejoras ya que solo si hay un plazo razonable dicha mejora podrá ser mejorada, lo cual redundaría en la protección de varios de los principios de las OPAs. Los cambios sugeridos son consistentes con los sugeridos en relación con el artículo 6.15.2.5.1.
154	24 de octubre 2025	Ashmore	<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.1. Precio mínimo de los valores objeto de oferta pública de adquisición</p> <p>Se sugiere un cambio menor de redacción para que sea consistente con los posibles revisiones del artículo 6.15.2.4.1. Se sugiere revisar la referencia cruzada en el párrafo 3 de este artículo. Se sugiere eliminar el párrafo 4 y aclarar que, en el evento en que el oferente haya realizado adquisiciones del valor en los tres últimos meses y que además exista un preacuerdo en relación con la OPA, el precio no puede ser inferior al más alto entre el precio más alto pagado y el precio acordado en el preacuerdo suscrito.</p>	Aceptado	El párrafo 4 corresponde a un error que quedó de versiones anteriores, cuando la excepción para el precio mínimo era el precio dado en un preacuerdo.
			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.3. Valores admitidos como compensación</p> <p>Sugerimos incluir la aclaración de que solo podrán recibir dividendos quienes cumplan con la normativa cambiaria aplicable, de tal manera que se pueda directar pago en dividendos a todos los accionistas pero que si alguno de ellos no puede recibir pago en dividendos por ejemplo, por no contar con una cuenta de compensación, esto no implica que los otros accionistas sí puedan recibir pago en dividendos</p>	Aceptado	Para el cumplimiento del pago en dividendos es necesario el cumplimiento del régimen cambiario, por lo que se acepta la sugerencia.
155	24 de octubre 2025	Ashmore	<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.9.1. Comunicación de la oferta pública de adquisición y plazo para la aceptación</p> <p>Se sugiere aclarar la redacción, de forma tal que sea claro el plazo que tiene el emisor para divulgar la oferta al mercado a título de información relevante. En todo caso, se establece como plazo para la divulgación de la información, el día hábil siguiente a la publicación en un diario nacional, ya que el emisor solo tendría conocimiento de la oferta competitiva o la mejora de la oferta si el objeto de los actos correspondientes. Lo anterior, en consideración a que se dificulta la posibilidad del emisor de divulgar a título de información relevante en el mercado el mismo día en que se publica. Adicionalmente, en el segundo párrafo del presente artículo yo se establece la obligación de publicar el aviso diariamente en el boletín oficial de la bolsa hasta el día en que finalice la oferta de recepción de aceptaciones, por lo que se elimina dicha referencia en el párrafo cuarto. Con la segunda publicación, se publica el mismo aviso de la primera publicación. En ese sentido, no se hace necesario repetir dicha obligación.</p>	Aceptado	Se modifica la redacción 8 para atender las observaciones.
			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición</p> <p>Se sugiere hacer énfasis en que las obligaciones del emisor que hacen referencia al presente artículo (regla de pasividad) sean aplicables solo en los casos en que se la OPA formulada sea obligatoria, no aplicando por tanto a una OPA voluntaria. En relación con el párrafo 1, se sugiere precisar la redacción para establecer que la formulación de una oferta competitiva o la mejora de la oferta será el objeto de los actos correspondientes. Lo anterior, en consideración a que la materialización de la oferta competitiva o de la mejora de la oferta corresponde a un tercero distinto del órgano corporativo. Asimismo, considerando que toda ecuación de un administrador debe ser ejecutada en consonancia con los deberes de los administradores consagrados en la Ley 222 de 1995, se sugiere suprimir la referencia a dichos deberes. En relación con el párrafo 2, se sugiere incluir una precisión bajo la cual no puede entenderse que el informe de que trata el artículo 6.15.2.10.7 de la Junta (órgano que haga sus veces) deba ser autorizado por la asamblea de accionistas. Lo anterior apuntaría considerablemente el reducido lapso de tiempo que tiene la junta (órgano que haga sus veces) para redactar el informe, y asimismo reduciría la facultad de la junta para preparar dicho informe, si está dicha decisión sujeta a previa aprobación de otro órgano corporativo.</p>	Aceptado	La propuesta elimina referencias cruzadas que no son necesarias y aclara que para el concepto de la Junta directiva no se requiere autorización de la asamblea de accionistas.
156	24 de octubre 2025	Ashmore	<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.5. Derecho de venta</p> <p>Se sugiere ajustar menor de redacción para aclarar que el derecho de venta aplica en casos en que se supere el umbral y la sociedad tenga inscritas acciones con derecho a voto en bolsa de valores. Ello, toda vez que es posible que se supere el umbral, pero la sociedad solo tenga inscritas acciones sin derecho a voto, caso en el cual, no aplicaría el derecho de venta.</p>	Aceptado	Se modificó el artículo para que aplique a las acciones sin derecho a voto.
			<p>Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.5. Derecho de venta</p> <p>Se sugiere ajustar menor de redacción para aclarar que el derecho de venta aplica en casos en que se supere el umbral y la sociedad tenga inscritas acciones con derecho a voto en bolsa de valores. Ello, toda vez que es posible que se supere el umbral, pero la sociedad solo tenga inscritas acciones sin derecho a voto, caso en el cual, no aplicaría el derecho de venta.</p>	Aceptado	Se modificó el artículo para que aplique a las acciones sin derecho a voto.

167		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.7. Actuación de la junta o consejos directivos o quienes de acuerdo con los estatutos ejerzan o detentan esas funciones.	Se sugiere aclarar que el informe de que trata el presente artículo podrá ser elaborado por la junta directiva del emisor afectado sólo en eventos de OPA obligatoria, voluntaria o competitiva. Adicionalmente, se sugiere eliminar la restricción de que la junta directiva (o órgano que haga sus veces) no podrá elaborar un informe conjunto entre el oferente y accionistas del emisor afectado. Lo anterior ya que, aún en esos casos y siempre que la junta directiva o órgano que haga sus veces lo considere conveniente, esta debería poder tener total facultad para elaborar el informe, todo en favor de sus accionistas. Asimismo, se sugiere reducir el alcance del informe, de forma tal que sea el más claro que si bien este debe incluir sus observaciones, no es necesario que incluya su opinión respecto de la intención de los oferentes o una recomendación a los accionistas, sin perjuicio de que la junta, bajo su propio criterio, pueda determinar la necesidad de incluir dichos aspectos en el informe de la consideración pertinente. En adición, se sugiere eliminar la referencia a que el informe debe mencionarse en los deberes de los administradores, toda vez que: (i) es la actuación de cada miembro de junta directiva en relación con la preparación del informe la que debería enmarcarse en los deberes de los administradores; y (ii) los deberes de los administradores aplican siempre a toda actuación del administrador. En todo caso, se sugiere ampliar el plazo máximo que tiene la junta directiva para revisar dicho informe al mercado. Lo anterior, considerando que, para la preparación del informe, se tendrá que adelantar diferentes gestiones tales como convocatorias a reuniones extraordinarias de la junta y convocatoria de asambleas accionistas.	Aceptado	Se modifica la redacción para que el informe de la junta directiva aparezca en cualquier tipo de OPA incluso cuando existan eventuales emisores públicos o privados, para garantizar transparencia, igualdad y protección de los inversionistas, esto por cuanto se esmarcará dentro de la actividad de asesoría, es deber del inversionista en compañía con su asesor establecer la conveniencia o no de la aceptación	
168		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.7. Actuación de la junta o consejos directivos o quienes de acuerdo con los estatutos ejerzan o detentan esas funciones.	Se ajusta la numeración del artículo. Se ajusta la redacción para (i) hacerlo consistente con la nueva redacción del artículo 6.15.2.4.1, (ii) incluir que las acciones que deben estar listadas para que surta la obligación son las acciones con derecho a voto, ya que existen casos en que pueden estar listadas las acciones sin voto, en cuyo caso no debe detornarse esta obligación, y (iii) se corrige la referencia cruzada a la norma anterior. Adicionalmente se ajusta la redacción para radicar la obligación de acreditar ante la SFC que los efectos del negocio se han retrotraído en cabeza del emisor que en su momento los evidenció y controló las reuniones de accionistas. Finalmente, se incluye el "derecho de Voto" a que se refiere el artículo 6.15.2.10.5 como un evento que en caso de incumplimiento genera la sanción a que se refiere este artículo.	Aceptado	la sugerencia da un espectro más amplio de control a la SFC sobre la obligación de realizar Opa obligatoria. Sobre el tema de las acciones listadas hay que revisar con el artículo que señala que lo que diga acciones se refiere a derecho capital.	
169		Artículo 6 - Artículo 7.5.1.1. Libre concurrencia en el mercado en los eventos de ofertas públicas de adquisición	Sugerimos ajustar la redacción de tal manera que sea consistente con la regulación de procedimientos bursátiles de operaciones sobre acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones y agregar que el mes de preaviso se cuenta desde la fecha de adjudicación de la OPA. Sugerimos eliminar la frase "en el proceso de autorización" ya que puede entenderse que el preaviso solo podrá darse dentro del proceso de autorización de la OPA, cuando en ocasiones este preaviso se podría realizar incluso antes de solicitar la autorización. Finalmente se introduce un último inciso con el fin de mantener consistencia con la norma que regula los procedimientos bursátiles de operaciones sobre acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones. Las cláusulas compensatorias (break-up fees) en los procedimientos bursátiles en ofertas públicas de adquisición se encuentran reguladas en el sub numeral 3.4 del capítulo II de la Parte III de la CSJ de la SFC. En dicha norma se debe ajustar la referencia cruzada.	Aceptado	La sugerencia actúa el momento en que es operativa la norma y aclara que aplica la norma de información relevante.	
170	22 de octubre de 2025	Participaciones a entidades	Artículo 3 - Artículo 5.2.6.1.2. Conocimiento de las acciones inscritas en el Registro Nacional de Valores Emisores (RNVE) y en los libros de valores.	Aunque la disposición fortalece la protección al accionista minoritario, no distingue entre decisiones empresariales ordinarias y decisiones derivadas de política pública, como la reorganización del sector público, la sostenibilidad fiscal o la consolidación de participaciones estatales. Esta falta de diferenciación podría generar riesgos a la gestión del Estado como propietario, limitando su capacidad de ejecutar decisiones estratégicas que persiguen objetivos de interés público. En ese sentido, aplicar de forma uniforme la obligación de realizar una OPA por cancelación de inscripción podría obstaculizar decisiones de interés general, generar costos fiscales innecesarios y retrasar procesos de reorganización o cumplimiento de mandatos normativos. Esto contraviene los Directrices de la OCDE sobre la Gobernanza Corporativa de las Empresas de Propiedad del Estado (GOCCE, 2015), que recomiendan dotar a los Estados de instrumentos flexibles y marcos regulatorios proporcionales para administrar sus participaciones de manera proactiva, eficiente y separada de la interferencia política, justificando al mismo tiempo igualdad de trato para todos los accionistas.	No aceptado	La obligación de realizar una OPA por cancelación de inscripción debe aplicarse de forma uniforme y objetiva, sin distinguir entre emisores públicos o privados, para garantizar transparencia, igualdad y protección de los inversionistas, esto por cuanto la naturaleza es pública o mixta, el way y el emisor se encuentra inscrito en el RNVE. Permitir excepciones el Estado afectaría la seguridad jurídica y la confianza del mercado. Adicionalmente, la norma no fue objeto de modificación, únicamente reenumeración.
171		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.1. Oferta pública de adquisición obligatoria	Aclarar de forma expresa el umbral del 25 % + 5 % podría llevar a que el Estado tenga que realizar una OPA incluso en situaciones donde su intención no es tomar control de una empresa, sino cumplir objetivos de política pública o fortalecer la organización del sector público empresarial. Por eso, sería razonable que cuando el Estado o una entidad pública adquiere acciones con fines de reorganización, eficiencia o consolidación de participaciones, y esta compra no cambie el control efectivo de la empresa, la Superintendencia Financiera pueda autorizar el aumento de participación sin exigir una OPA, siempre que se garantice la transparencia del proceso y el trato justo a todos los accionistas. Por ejemplo, al alistar de Hacienda, a través del Grupo Bicentenario, desde aumentar su participación en una empresa estatal hasta en bolsa, para integrarla dentro de un holding público y optimizar la gestión de los recursos del Estado, esa operación no busca desplazar a inversionistas privados ni afectar el control del mercado. En un caso así, exigir una OPA completa generaría costos y trámites innecesarios, cuando en realidad se trata de una decisión técnica y estratégica. Permitir que la Superintendencia autorice este tipo de movimientos bajo condiciones de transparencia y equidad daría al Estado mayor flexibilidad para actuar con eficiencia, sin afectar la confianza del mercado ni los derechos de los demás accionistas.	No aceptado	El régimen de OPA debe aplicarse de manera uniforme para garantizar transparencia, igualdad y protección de los inversionistas. Exigir al Estado o permitir excepciones discrecionales afectar la certeza jurídica y la equidad del mercado, ya que toda adquisición significativa, incluso con fines de política pública, puede incidir en la estructura de control o en los derechos de los demás accionistas. La obligación de realizar una OPA no impide al Estado cumplir sus objetivos estratégicos, sino que asegura que la compra bajo condiciones de publicidad y trato justo. Ahora, para los casos de las Opa sobrevenientes se señala que no será obligatoria la formalización de la oferta pública de adquisición cuando dentro de los tres (3) meses siguientes a la fecha en que se perfecciona la fusión, adquisición o creación se entregue el acta de participación sobre los porcentajes señalados, en el artículo 6.15.2.2.1 del Decreto 2555 de 2010 (presente decreto, ajustado con el proceso	
172		Artículo 1 - Artículo 2.35.1.1.5. Necesidad de realizar una oferta pública de adquisición	Artículo 2.35.1.1.5 Necesidad de realizar una oferta pública de adquisición El comité entiende que la intención de eliminar esta parte del artículo obedece a que la referencia correcta corresponde al artículo 6.15.2.2.1 y no al 6.15.2.1.1; por lo tanto, sugerimos únicamente modificar la referencia al artículo, en lugar de eliminar el todo, a fin de mantener la misma argumentación.	Aceptado	Se modifica la redacción para incluir la modificación	
173		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.1.1 Principios aplicables a las ofertas	Con relación al principio de irrevocabilidad -Se debe matizar que aplica a partir de la adjudicación del primer día de oferta	No aceptado	1. Artículo 846 CC 2. No hay uniformidad internacional	
175		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.1.1 Principios aplicables a las ofertas	En relación con la expresión "sin que haya lugar a su modificación": es importante armonizar esto con la "mejora" de la OPA a la norma a la misma que se encuentra presentada en el régimen de BYC	Aceptado	Se plantea que el oferte pueda ir avanzando con la recolección de las autorizaciones pero la SFC no puede autorizar hasta que las tenga. Se hace una mención especial al artículo 88 del EODP	
176		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.1.1 Principios aplicables a las ofertas	Asimismo, sugerimos incluir el principio de certainty of funds. Reenumeramos, los oferentes de OPAs en Colombia han sido previamente consultados con un capital bajo (COP 1M) y presentando solo una declaración en el cuadernillo de control con los fondos suficientes para adquirir las acciones. Sugerimos incluir más información relativa a esos fondos con lo que cuenta y una mesa redonda. Lo anterior, teniendo en cuenta que la oferta es irrevocable.	No aceptado	Es el principio de irrevocabilidad y la revelación de información en el cuadernillo de control que garantiza la certidumbre de los fondos. El fortalecimiento de la información sobre la financiación de la operación precisamente persigue este objetivo	
177		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.1.1 Principios aplicables a las ofertas	Quinto inciso del artículo: en lo referente a fijación de un límite temporal para presentar una nueva OPA a partir de la fecha de autorización de la OPA precedente; sin embargo, consideramos conveniente indicar expresamente que la mejora de la OPA precedente, en los términos del artículo 6.15.2.7.5, no puede considerarse una nueva OPA y que, por lo tanto, no le aplica esta limitación temporal	Aceptado	Se propone incluir un inciso o párrafo para aclarar. Usaremos la propuesta de PPU	
178		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.1.1 Principios aplicables a las ofertas	Asimismo, teniendo en consideración que tras la presentación de una OPA la sociedad objeto de esta medida pasa por el desarrollo de sus actividades hasta que se publique el resultado de aquella y por sí mismo por el término establecido en el artículo 6.15.2.10.4, recomendamos que el plazo de prohibición de presentación de nuevas OPAs sea de doce (12) meses y no de seis (6) meses como está propuesto.	Aceptado	Se incrementa el periodo de congelamiento de 6 a 9 meses para asegurar la revelación de los intereses reales del oferente desde el inicio	
179		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.1.1 Principios aplicables a las ofertas	El Comité considera pertinente que la norma amplíe expresamente su ámbito de aplicación, de manera que no se limite únicamente al oferente o a sus beneficiarios reales, sino que también incluya a todas las personas o entidades que actúen conjuntamente con alguno de ellos.	Aceptado	Se propone una nueva redacción. Usaremos la propuesta de PPU	
180		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.1. Oferta pública de adquisición obligatoria	Resulta fundamental que la norma establezca de manera expresa —o al menos por remisión— las consecuencias derivadas del incumplimiento del periodo de enfriamiento, a fin de reforzar los incentivos para su observancia. En este sentido, el Comité considera que la suspensión temporal de los derechos políticos sobre las acciones adquiridas durante el periodo de restricción constituiría una sanción adecuada y eficaz. Este tipo de medida tiene un efecto disuasivo real, superior al de las sanciones administrativas tradicionales, y resulta coherente con los objetivos de disciplina de mercado y protección del inversionista.	Aceptado	Artículo 50. Ley 964. Proponemos una redacción de refuerzo al incumplimiento de la regulación de CPA	
181		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.1. Oferta pública de adquisición obligatoria	Consideramos necesario incluir la obligación de realización de OPA posterior, hasta por el 100% del capital de un emisor de valores y por un precio razonable, cuando en una oferta se adquiere el control de un emisor, incluyendo la obligación de que dicha OPA posterior incluya a todos los accionistas, incluso a los titulares de acciones que no tengan derecho de voto. Lo anterior en atención a la relevancia que tiene para todos los accionistas de un emisor un cambio de control de las compañías en las que invierten. El modelo de OPA posterior por el 100% de las acciones cuando hay cambios de control encuentra amplio respaldo regulatorio en otras jurisdicciones, en la literatura y en estándares internacionales sobre las OPAs.	Aceptado	Se crea un mecanismo de oferta pública de adquisición voluntaria para acciones preferenciales y se incluyen estos títulos en el derecho de venta cuando el oferente alcance el 90%	
182		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.1. Oferta pública de adquisición obligatoria	En cuanto a la eliminación de la suspensión de la negociación de las acciones del emisor objeto de la OPA durante el periodo de autorización, el Comité recomienda revisar la conveniencia de esta modificación. Permitir la libre negociación mientras la oferta se encuentra en trámite de autorización de la OPA permite a los inversionistas no profesionales, quienes podrían no contar con la información o capacidad de análisis suficiente para comprender el contexto particular del mercado en ese momento. Mantener una restricción temporal a la negociación durante el tiempo de autorización contribuye a la estabilidad y a la protección del público inversionista.	No aceptado	Es el estándar internacional	
183		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.1. Oferta pública de adquisición obligatoria	Si bien los eventos contemplados en los numerales 3, 4 y 5 del proyecto resultan razonables, el Comité considera necesario prever situaciones especiales en las cuales, como resultado de operaciones de esa naturaleza, los accionistas que originalmente poseen menos del 50% del capital social puedan pasar a ejercer más del 50% de los votos. Esto cobra especial relevancia cuando el accionista en cuestión ha participado en la aprobación de la operación que genera el cambio de control. De no regularse expresamente este supuesto, podrían presentarse casos en los que la falta de control de un emisor de valores se materializara sin la realización de una OPA obligatoria, desvirtuando la finalidad protectora del régimen.	No aceptado	Los artículos que fueron reenumerados y no fueron objeto de la modificación, no se modifican en los comentarios	
184		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.2. Eventos en los que no se debe realizar la oferta pública de adquisición obligatoria	Respecto al literal f) del numeral 6, relativo a la caución en una OPA, si bien es razonable exceptuar este tipo de actos de la obligación de OPA, se recomienda regular explícitamente las estrategias de adquisición de control indirecto mediante deuda (leverage buy-out), esto es, cuando un inversionista adquiere el control de una porción relevante de la deuda de la compañía (superior al 25%) o utiliza su posición para asegurar más del 50% de los derechos de voto. En tales casos, si debería exigirse la realización de una OPA, por tratarse de una forma sustantiva de adquisición de control económico.	No aceptado	Los artículos que fueron reenumerados y no fueron objeto de la modificación, no se modifican en los comentarios	
185		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.2. Eventos en los que no se debe realizar la oferta pública de adquisición obligatoria	En el numeral 8 - Respecto a la expresión "..." entre el 25% y el 50% del capital con derecho de voto de la sociedad, en esa o más sociedades inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) (...)", se solicita aclarar si los porcentajes deben sumarse entre las distintas sociedades en las que el inversionista participa, o si el rango aplica individualmente para cada compañía, particularmente aquella sobre la cual se pretende adquirir el control.	No aceptado	Los artículos que fueron reenumerados y no fueron objeto de la modificación, no se modifican en los comentarios	
186		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.2. Eventos en los que no se debe realizar la oferta pública de adquisición obligatoria	"En relación con la frase "(...) con el fin de lograr el control de la sociedad (...)", debe precisarse si se refiere a una compañía distinta de aquella en la que se tiene participación, o si aplica exclusivamente respecto de la sociedad emisora, según lo indica la frase "control"	No aceptado	Los artículos que fueron reenumerados y no fueron objeto de la modificación, no se modifican en los comentarios	
187		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.2. Eventos en los que no se debe realizar la oferta pública de adquisición obligatoria	"Frente a la disposición que indica "(...) se solicita solicitud de autorización de oferta pública de adquisición dirigida a los accionistas que no participan en dicho contrato (...)", se solicita aclarar si esta expresión implica una obligación de obtener autorización de los accionistas o si simplemente se refiere a la información que el oferente debe proporcionar para preparar la autorización de la OPA.	No aceptado	Los artículos que fueron reenumerados y no fueron objeto de la modificación, no se modifican en los comentarios	
188		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.2. Eventos en los que no se debe realizar la oferta pública de adquisición obligatoria	"En caso de entenderse que la autorización corresponde a los accionistas, el Comité advierte que esta podría desvirtuar la realización de OPAs, ya que la negativa de un solo accionista podría impedir su ejecución, afectando la competitividad y dinamismo del mercado de control corporativo"	No aceptado	Se propone modificar la redacción para aclarar	
189		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.2. Eventos en los que no se debe realizar la oferta pública de adquisición obligatoria	"Finalmente, con el propósito de evitar contradicciones normativas, se sugiere ajustar la redacción del numeral 6, dado que actualmente se menciona que "no se requiere una OPA previa, pero sí una subsecuente", lo que podría interpretarse como una excepción contradictoria dentro del propio régimen de ofertas públicas de adquisición"	No aceptado	Los artículos que fueron reenumerados y no fueron objeto de la modificación, no se modifican en los comentarios	
190		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.1. Oferta pública de adquisición voluntaria	El Comité considera pertinente que la Unidad de Regulación Financiera precise la diferencia entre los conceptos de "formular" y "presentar" la oferta, los cuales se emplean de manera indistinta en el texto del artículo 6.15.2.3.1. Así, debe entenderse por "formular la oferta", es decir, si corresponde al acto mediante el cual el oferente manifiesta su intención de adquirir los valores y presenta ante la Superintendencia Financiera de Colombia la solicitud de autorización y el cuadernillo respectivo; y "debe entenderse por "presentar" o "publicar la oferta", esto es, al hacer el momento en que la oferta ya ha sido autorizada por la autoridad y se divulga oficialmente al mercado a través del primer aviso de oferta.	Aceptado	Se propone modificar la redacción para aclarar	
191		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.4.1 Oferta pública de adquisición sobrevenientes	Se recomendó que el decreto incorpore de manera expresa la interpretación sostenida por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), según la cual las OPAs sobrevenientes pueden originarse tanto por procesos corporativos (como fusiones, escisiones o reorganizaciones societarias) como por operaciones de adquisición directa o indirecta de valores. Esta prestación normativa eliminaría ambigüedades sobre el tipo de eventos que generan la obligación de lanzar una OPA sobrevenida, y garantizaría uniformidad en la aplicación del régimen.	Aceptado	Se propone modificar la redacción para aclarar	
192		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.4.1 Oferta pública de adquisición sobrevenientes	Se sugiere aclarar el tratamiento de las sociedades no inscritas en el RNVE, especialmente en lo relativo al mecanismo y plazos para el fin del exceso de participación adquirido en tales compañías. El texto debería especificar si dicho procedimiento debe seguir las mismas reglas de las sociedades listadas o si aplicarían criterios diferenciados, considerando la ausencia de negociación pública de sus acciones.	Aceptado	Se propone modificar la redacción para aclarar	
193		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.4.1 Oferta pública de adquisición sobrevenientes	Resulta igualmente importante precisar la aplicación del término "beneficiario real" en el contexto de las OPAs sobrevenientes, conforme al artículo 6.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010. Dado que la definición legal del beneficiario real no se determina por porcentajes de participación, sino por la capacidad efectiva de ejercer control o influencia decisiva, se sugiere que la norma indique expresamente cómo se evaluará dicha condición al determinar si una situación configura o no una OPA sobrevenida. Esta aclaración permitirá una interpretación uniforme y evitará controversias sobre la medición del control en estructuras complejas o indirectas.	Aceptado	Se propone modificar la redacción para aclarar	
194		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.4.1 Oferta pública de adquisición sobrevenientes	Se sugiere ajustar la redacción del numeral 7 de la siguiente manera: "7. Una vez autorizada una oferta competitiva, y sin importar su resultado, ni el oferente ni las personas o grupos que compartan el mismo beneficiario real podrán presentar una nueva oferta pública de adquisición —sea obligatoria, voluntaria o competitiva— sobre los mismos valores, durante el periodo de seis (6) meses contados a partir de la fecha de autorización de la oferta competitiva. Sin perjuicio de lo anterior, podrán presentarse mejoras a la oferta pública de adquisición precedente."	Aceptado	Se propone modificar la redacción para aclarar.	
196		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.5.1. Ofertas competitivas	Se solicita explicar la razón que justifica limitar la vigencia de la OPA a 30 días hábiles, dado que la norma no expone los fundamentos técnicos o de mercado para fijar este término. Resultaría conveniente evaluar si dicho plazo es suficiente para garantizar la adecuada difusión de la oferta y la toma de decisiones informadas por parte de los inversionistas, especialmente en procesos complejos o con pluralidad de oferentes.	No aceptado	Si se expone en el documento técnico, no obstante podemos revisar si resulta insuficiente, pero es necesario hacer la consideración de garantías y que son hábiles.	
195		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.5.1. Ofertas competitivas	Debe precisarse que la expresión "presentación de la información sobre la oferta competitiva" hace referencia al acto de radicación de la solicitud de autorización ante la SFC, y no a la publicación del aviso o al inicio del periodo de negociación. Esta aclaración es esencial para determinar los efectos jurídicos del acto y los plazos que se derivan de él.	Aceptado	Se propone modificar la redacción para aclarar	
197		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.5.1. Ofertas competitivas	Se recomendó incorporar en el texto un término máximo para que la SFC emita su decisión de aprobación o rechazo de la oferta competitiva	No aceptado	Es el mismo plazo que para cualquier proceso de OPA	

198		Resulta importante definir si, durante el periodo en que la SFC evalúa la solicitud de autorización de la OPA competitiva, las acciones objeto de la oferta permanecen o no suspendidas de negociación. La norma actual no aclara esta situación, lo cual podría generar asimetrías de información y volatilidad injustificada en el precio de las acciones.	No aceptado	No se suspende la negociación en ningún momento
199		Se sugiere revisar y aclarar la redacción final del párrafo 3, ya que no es claro el mecanismo mediante el cual ocurrirán la oferta inicial y la oferta competitiva en beneficio de los accionistas. La norma debería especificar cómo se aplicarán las mejoras en cada una y cuál será el orden o prelación de efectos entre las ofertas vigentes, garantizando la transparencia e igualdad en la competencia entre oferentes.	No aceptado	Es claro en el aparte señalado, inciso segundo del párrafo
200		El Comité considera esencial que, antes de la autorización de la oferta por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, se publique el cuadernillo de la oferta, de modo que el mercado y los inversionistas puedan revisar y pronunciarse sobre la veracidad, consistencia y precisión de la información divulgada.	No aceptado	Como se expuso en el documento técnico sin espacio para la comunicación de las inquietudes hacia el oferente, es difícil dimensionar el valor agregado de la propuesta
201	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.1 Autorización	El Comité considera fundamental que, para la solicitud de autorización de una OPA ante la SFC, el oferente deba otorgar previamente todas las autorizaciones en firme o conceptos favorables emitidos por las autoridades administrativas competentes, cuando la operación así lo requiera (por ejemplo, en materia de competencia económica, inversión extranjera, control sectorial o regulaciones prudenciales).	Aceptado	Se propondrá una redacción al respecto
202		Se recomienda incluir como requisito dentro del trámite de autorización una manifestación juramentada del oferente, en la cual éste declare expresamente no conformar un mismo beneficiario real ni mantener vínculos de control o coordinación con cualquier persona o entidad que haya lanzado una OPA sobre el mismo emisor o beneficiario real en los seis (6) meses anteriores al lanzamiento de la nueva oferta.	Aceptado	Se incluirá una propuesta de redacción
203		Se recomienda incluir una sanción específica en caso de incumplimiento de las declaraciones efectuadas en el cuadernillo, particularmente aquellas referidas a los planes futuros del oferente sobre el emisor objeto de la oferta. Este tipo de disposiciones son comunes en marcos regulatorios complejos y buscan prevenir conductas engañosas o estrategias de adquisición oportunistas. El Comité recomienda establecer un régimen sancionatorio específico aplicable a los casos de: o Omisiones, vacíos, imprecisiones o errores en la información contenida en el cuadernillo; y o Incumplimiento de las declaraciones efectuadas en el mismo, especialmente cuando éstas se refieren a planes o condiciones que deben verificarse durante un periodo determinado posterior a la oferta. El control de la SFC no debería limitarse al momento de la autorización de la OPA, sino que debería extenderse a una fase de verificación posterior, con el propósito de comprobar la veracidad y cumplimiento de las declaraciones presentadas.	Aceptado	Revisaremos la redacción artículo que ya existe de las sanciones
204	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.2 Cuadernillo de oferta	El texto actual del literal k) hace referencia a "los principales términos y condiciones del encuadernamiento". Se considera necesario ajustar esta redacción, ya que los fuentes de financiación de una OPA no se limitan a operaciones de encuadernamiento, sino que pueden involucrar instrumentos de capital (equity) u otras formas híbridas de financiación.	Aceptado	Se ajusta la redacción del artículo por considerarlo de valor agregado para la claridad e integridad de la propuesta normativa
205		Se considera indispensable que el oferente incluya en el cuadernillo una declaración expresa sobre los siguientes aspectos: o Si tiene o no la intención de adquirir el control de la compañía objeto de la OPA. o Si prevé la captación de OPAs posteriores, señalando expresamente los plazos, estimados o compromisos asumidos para efectuarlos o abstenerse de hacerlo.	No aceptado	Revisemos condiciones internacionales pero en principio no lo vemos
206		Con el fin de garantizar la igualdad de acceso a la información y prevenir filtraciones o comunicaciones informales que puedan distorsionar el mercado, se recomienda incluir una prohibición expresa para que el oferente no revele información confidencial o privilegiada de la OPA, ni mensajes distintos de los contenidos en el cuadernillo de oferta.	Aceptado	Se incluyen modificaciones al Artículo 6.15.2.7.3 de Promoción de la oferta para abordar los aspectos señalados.
207		Se sugiere que el oferente manifieste bajo la gravedad de juramento que, en los seis (6) meses anteriores a la radicación de la solicitud de autorización ante la SFC: o Ni él, ni sus beneficiarios reales, ni sus financiadores (independientemente del mecanismo de financiación utilizado) han sido autorizados por la SFC para presentar una OPA sobre los valores del mismo emisor o beneficiario real.	No aceptado	Controlado por la SFC
208		Se considera necesario incorporar un régimen de publicidad y promoción aplicable a las OPAs, similar al previsto para la autorización de valores por parte de los agentes del mercado, con el fin de garantizar la consistencia y veracidad de la información divulgada.	Aceptado	Se propondrán condiciones al respecto. Revisar estándar internacional. Se propone que la publicidad sea únicamente de la información consignada en el cuadernillo
209	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.3 Promoción de la oferta	Se propone que dicha información establezca, al menos, las siguientes cosas: Revisión previa del material publicitario. Durante el trámite de autorización de la OPA, la SFC debería conocer y revisar previamente el material publicitario o de divulgación que el oferente pretenda utilizar, asegurando que dicho material no contenga información errónea, oporcionada o deficiente a la contenida en el cuadernillo de oferta.	Aceptado	Se modifica el Artículo 6.15.2.7.3 en línea con la solicitud
210		Principales de la información promocional. La norma debería indicar al oferente el deber de garantizar que toda información utilizada en la promoción sea objetiva, veraz, completa y oportuna, evitando mensajes que puedan inducir a error o generar asimetrías de información entre los inversionistas.	Aceptado	Se propondrán condiciones al respecto. Revisar estándar internacional
211		Consistencia de la información. Se recomienda incluir expresamente que ninguna pieza de promoción o comunicación pública relacionada con la OPA podrá contener información diferente a la contenida en el cuadernillo, ni podrá referirse a su autorización o publicación oficial.	Aceptado	Se propondrán condiciones al respecto. Revisar estándar internacional
212		Restricción en el ejercicio de derechos de voto. Adicionalmente, se sugiere incorporar una disposición según la cual los oferentes que se encuentren en proceso de autorización de una OPA no podrán ejercer los derechos de voto correspondientes a las acciones objeto de la oferta hasta tanto ésta sea efectivamente lanzada. Esta medida contribuye a preservar la neutralidad y transparencia del proceso, evitando posibles conflictos de interés o influencias indebidas sobre la administración del emisor durante el periodo previo a la oferta.	Aceptado	Se propondrán condiciones al respecto. Revisar estándar internacional
213	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.5. Mejora de la oferta de adquisición	El Comité considera necesario revisar la disposición que establece que la mejora de la oferta debe implicar un incremento mínimo del cinco por ciento (5%) sobre el precio o las condiciones de la oferta inicial. Este requisito constituye un impedimento para el caso de la oferta de mejora, pues introduce una barrera que no existe en el régimen vigente y cuya inclusión no se encuentra justificada en el documento técnico del proyecto de decreto.	Aceptado	Se modifica la redacción para establecer únicamente que el precio o la cantidad de valores a adquirir de la nueva oferta debe ser superior.
214		Se sugiere permitir un margen flexible, sujeto a la evaluación de la SFC, según las condiciones del mercado y la naturaleza de la operación.	Aceptado	Se modifican los 6.15.2.7.5 y 6.15.2.5.1 para aclarar los efectos de la mejora cuando hay autorizada una oferta competitiva
215		Se solicita aclarar el tratamiento aplicable cuando, durante el trámite de una OPA competitiva, el oferente decide mejorar su oferta. El decreto debería especificar expresamente cómo se coordinarán los plazos y procedimientos en este escenario, garantizando la igualdad de condiciones entre oferentes y la integridad del inversionista.	Aceptado	Se incluye una propuesta de redacción
216		Se sugiere permitir que el oferente pueda presentar una mejora correspondiente al oferente original. En caso de que se permita que terceros puedan proponer mejoras, esta situación debería contar con la autorización previa de la SFC con el fin de preservar la seguridad jurídica, la transparencia y la coherencia del proceso competitivo entre ofertas.	Aceptado	Se incluyó una propuesta de redacción
217	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.1. Precio mínimo de los valores objeto de oferta pública de adquisición	El Comité considera oportuno ajustar ciertos aspectos del artículo relacionados con la determinación del precio de los valores objeto de la oferta: 1. Ampliación del periodo de referencia para la determinación del precio. En el numeral 1, se recomienda ampliar el periodo de referencia de tres (3) a seis (6) meses, en línea con la práctica observada en otras jurisdicciones. Este ajuste permite capturar mejor las condiciones de mercado y las variaciones razonables de precios que puedan presentarse en periodos de tiempo más amplios, brindando una base más representativa para la determinación del valor de la oferta. Respecto del párrafo 1, segundo inciso, se sugiere establecer expresamente que la determinación del precio debe realizarse mediante una metodología de valoración reconocida, tales como el flujo de caja descontado (DCF), los múltiplos de mercado o el valor neto de los activos (NAV), según la naturaleza y características del emisor. Asimismo, se recomienda que dicha metodología sea certificada por un tercero independiente, preferiblemente un experto o entidad autorizada en valoración de empresas, con el fin de asegurar objetividad, transparencia e imparcialidad en la determinación del precio ofrecido.	No aceptado	El objetivo del artículo no es la determinación de precio sino del precio mínimo. Respecto a la determinación del precio, el literal b) del Artículo 6.15.2.7.2 Cuadernillo de oferta establece: Contraprestación ofrecida, señalando el precio ofrecido. Así como la metodología empleada y los resultados obtenidos, para los fines establecidos en el numeral 1) del artículo 6.15.2.8.1 del presente decreto.
218		Eliminación del numeral 2) y del párrafo 4. Se considera que la regla del precio mínimo, conforme a la cual la oferta no puede ser inferior al mayor precio pagado por el oferente en los tres meses anteriores a la oferta, debe mantenerse incluso cuando exista un preacuerdo. Por lo tanto, el numeral 2) y el párrafo 4) del artículo deberían eliminarse, ya que su redacción actual podría interpretarse como una excepción injustificada que permitiría ofrecer un precio inferior en caso de preacuerdos, lo cual contradice el principio de trato equitativo entre accionistas y debata la protección al inversionista minoritario.	Aceptado	Se modificó la redacción del artículo para mayor claridad
219		El Comité sugiere que el escenario en el cual la contraprestación consista en acciones con derecho a voto emitidas por una sociedad emisora del mercado de valores colombiano sea expresamente incorporado dentro del régimen de las OPAs sobrevivientes. De esta manera, se establecería que el destinatario que, como resultado de dicha operación, adquiere una participación que confiere una situación de control, deberá realizar posteriormente una OPA en los términos y condiciones previstos para las ofertas públicas de adquisición sobrevivientes. Esta aclaración contribuiría a preservar la transparencia del mercado, evitando estructuras que permitan transferir control sin la debida explicación del régimen de OPAs. Adicionalmente, el Comité recomienda evaluar la pertinencia de contemplar expresamente la posibilidad de que la contraprestación de una OPA se realice mediante acciones emitidas por el mismo oferente.	Aceptado	Esto no me parece loco
220	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.4. Garantía de la Oferta Pública de Adquisición	El Comité considera conveniente precisar y complementar las disposiciones relativas a las garantías exigidas en las OPAs así: Se recomienda establecer expresamente que, cuando la OPA contemple una combinación de pago en dinero en efectivo y en valores (incluyendo el escenario de nuevas acciones emitidas por el oferente), la garantía deberá cubrir únicamente el monto mínimo a pagar en efectivo.	Aceptado	Pero se tienen que tener los valores disponibles
221		En relación con el numeral 2, se sugiere evaluar la posibilidad de ampliar las modalidades aceptables de garantía, permitiendo que, además de las opciones actualmente previstas, se puedan utilizar cartas de crédito emitidas por bancos locales con calificación AA+ o AAA, o por entidades financieras internacionales cuyo calificación sea igual o superior a la de la deuda soberana de Colombia.	Aceptado	Revisar estándar internacional
222		En concordancia con lo anterior, se recomienda que en el numeral 3 se precise la aplicabilidad de las condiciones de calificación crediticia local o internacional mencionadas en el numeral anterior, de modo que se mantenga la consistencia entre las exigencias aplicables a diferentes tipos de entidades garantistas y eviten interpretaciones restrictivas o inconsistentes entre oferentes nacionales y extranjeros.	Aceptado	Revisar estándar internacional
223	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.1. Comunicación de la oferta pública de adquisición y plazo para la aceptación	Se sugiere que se mantenga la facultad del oferente de determinar el plazo para la aceptación (10 a 30 días hábiles) según el artículo 6.15.2.1.7.	No aceptado	El proyecto de decreto pretende promover las ofertas competitivas y mejoras por lo que el plazo no puede estar atado a la voluntad del oferente
224	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.2 Contenido del aviso de oferta pública de adquisición	Se sugiere regular el caso en que el oferente sea una persona jurídica conformada por varias personas, debiéndose revelar la identidad de dichas personas hasta identificar al beneficiario final, salvo que una de esas personas sea una sociedad inscrita en bolsa, evento en el cual no habría lugar a la identificación de su beneficiario final.	No aceptado	Fue considerado en el fortalecimiento de la información del cuadernillo
225	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.1 Procedimiento para oferta pública de adquisición	El Comité sugiere eliminar los incisos segundo y tercero del artículo 6.15.2.10.1, con el fin de mantener la flexibilidad operativa prevista en la normativa vigente y preservar los incentivos para la participación activa de los inversionistas en las ofertas públicas de adquisición. El Comité considera que el artículo, en su redacción actual, podría generar efectos no deseados sobre la participación de los accionistas en las OPAs, en especial por la regla de promisorio obligatoria y las limitaciones impuestas al oferente respecto de la posibilidad de renunciar al número máximo o mínimo de valores a adquirir. En la medida en que el oferente no puede renunciar a los límites máximo o mínimo definidos, como actualmente lo permite el reglamento de la BVC, se desincentiva la participación de los accionistas, quienes podrían optar por no ofrecer sus acciones para evitar asimetrías de información en la adquisición.	Aceptado	Se trasladó todo lo operativo a la bolsa
226	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.2 Obligaciones de la bolsa de valores	Consideramos que no existe una justificación clara para eliminar las expresiones "prórroga o modificación" del texto. Adicionalmente, estimamos importante mantener dichas expresiones, en la medida en que los resultados que la bolsa de valores debe reportar a la SFC deben reflejar la totalidad de las aceptaciones realizadas, incluidas aquellas que se presenten durante una eventual prórroga o modificación del plazo de recepción de aceptaciones.	No aceptado	Dado que el plazo es fijo no hay razón para conservar las expresiones eliminadas
227	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.3 Otras obligaciones del oferente	Recomendamos consignar una obligación a cargo del oferente de no adelantar conductas que puedan afectar la reputación o el normal desarrollo de las actividades de la sociedad objeto de la OPA, sus accionistas o administradores.	No aceptado	No encontramos justificación al respecto. En todo caso considero son conductas de mercado que ya tienen un régimen sancionatorio
228	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4 Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición	Propoemos que la Unidad configure un régimen de pasividad que distinga entre las inducciones permitidas a la junta directiva de aquellas que pueden realizar los accionistas. La modificación del decreto 2505 en este sentido sería una decisión que no requiere trámite legal, un cambio que el propio emisor, que solo busca diseñar un régimen de pasividad que sea coherente con los principios propuestos por la reforma, no va en contra de ninguna norma de rango superior al decreto, ni crea reglas que tengan reserva de ley, por lo que consideramos que está plena competencia de la Unidad para hacer el cambio propuesto. Las siguientes razones sustentan esta afirmación: 1. Las reglas sobre deberes de los administradores de la Ley 222 de 1995 plantean como mecanismo para administrar las potenciales conductas de intereses, que se obtenga la autorización por parte de la Asamblea de Accionistas, previa revelación de toda la información necesaria para tomar la decisión. Por sí mismo, concuerda con la actuación de los administradores a la obtención de la autorización de la Asamblea, en cumplimiento coherente con el régimen de responsabilidad de los administradores y no implica ni modificación, ampliación o reforma al mismo. 2. El artículo 4, literal c) de la Ley 984 de 2005, expresamente delega en el Gobierno Nacional la facultad de regular las ofertas públicas. De hecho, esta propuesta de reforma es una expresión de esta facultad. Es importante resaltar que en la regulación de mercados desmonopolizados es común y necesario que las juntas y la administración de las compañías target de una toma hostil, puedan tomar medidas de defensa cuando razonablemente crean que dicha toma hostil pueda representar una amenaza para los intereses de la compañía. Así lo han reconocido las Cortes del Estado de Delaware en diversas decisiones bajo el conocido "Unocal standard" según el cual, siempre que dichas medidas sean proporcionales y razonables, se considera que los directores y administradores cumplen con el "business judgment rule", regla que entre otras cosas, fue introducida en Colombia a través del Decreto 49 de 2004.	No aceptado	El decir que pueden hacer los accionistas de una sociedad excede las facultades de la URJ
229		Los accionistas no deben ser sujetos de la regla de pasividad ni de ninguna limitación a sus derechos: los destinatarios de la pasividad son los administradores, esto es, Junta Directiva y Representantes Legales, pero no los accionistas. Los accionistas no requieren ninguna autorización normativa para tomar medidas que respondan al proceso de oferta. En esa sentido, la mención que hace el proyecto de decreto a la posibilidad de que los accionistas presenten OPAs competitivas o que implementen medidas para mejorar el precio, es innecesaria.	Aceptado	La propuesta responde a la solicitud del mercado por la aclaración

230			Los accionistas pueden aprobar todo tipo de medidas para responder al proceso de Ofertar. La lógica de la normatividad española en este punto se puede concretar así, los accionistas de la sociedad objetivo pueden tomar cualquier tipo de medida, incluso aquellas que tengan como objetivo impedir el éxito de la oferta, mientras que la Administración no puede por su propia voluntad hacerlo, pues requiere autorización de la Asamblea. Lo único que pueden hacer los administradores sin autorización de la Asamblea es buscar ofertas competidoras.	No aceptado	A la luz del argumento contenido en la comunicación, el PO no necesita hacer referencia a esto
231		Artículo 6 - Artículo 6.15.2.10.7.	Se debe aceptar que la Junta, con cargo a los recursos de la sociedad, podrá contratar con un tercero externo e independiente la elaboración del informe.	Aceptado	Se incluirá una propuesta de redacción
232		Artículo 6 - Artículo 6.15.2.10.7.	Eliminar la disposición que establece que el informe no será procedente cuando exista un preacuerdo. No se comprende por qué esta situación elimina la necesidad del informe, además de que podría prestarse para la celebración de preacuerdos con la única finalidad de bloquear el procedimiento de la Junta.	Aceptado	Se incluirá una propuesta de redacción
233		Artículo 6 - Artículo 6.15.2.10.7.	Eliminar la mención de los deberes de los administradores, dado que están contemplados en una norma de rango superior que aplica de manera general a todos los administradores.	No aceptado	Se incluirá una propuesta de redacción
234		Artículo 6 - Artículo 6.15.2.10.7.	El informe debe referirse a las condiciones integrales de la oferta, incluyendo precio así como otros factores, por ejemplo, los ambientales, sociales y de gobierno.	No aceptado	El decreto establecerá la posibilidad de elaborar el informe de manera amplia pero no regulará su contenido, esto depende la Junta Directiva
235		Artículo 6 - Artículo 6.15.2.10.7.	Sugerimos evaluar la posibilidad de que el informe se publique lo más pronto posible con respecto a la autorización de la OPA y no en cualquier momento. Lo anterior, a efectos de que la Junta Directiva pueda evaluar en debida forma y oportunidad con enteros, si así lo requiere.	No aceptado	El artículo establece el término con un hasta
236		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.6.1.	En todo caso, los accionistas que votaron a favor de la cancelación serán responsables por los perjuicios que causen a los adquirentes de buena fe que no puedan concurrir a la oferta pública de adquisición subyugada del artículo imponiendo una carga excesiva para los accionistas que votaron a favor de la cancelación, y además genera un alto grado de ambigüedad interpretativa respecto del principio de buena fe aplicable a aquellos accionistas que, por diversas razones, no pudieron concurrir a la oferta pública de adquisición. Por lo anterior, se recomienda revisar y ajustar la redacción con el fin de garantizar un tratamiento equitativo para todos los accionistas y eliminar posibles interpretaciones que puedan derivar en responsabilidades o presunciones desfavorables para quienes actúan conforme a la ley y a las decisiones societarias válidamente adoptadas.	No aceptado	El artículo no fue objeto de modificación, solo reenumerado
237		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.6.2.	El Comité considera que el texto final subrayado del artículo resulta incoherente con el procedimiento previamente descrito en la misma disposición. Si el emisor cumple con el requisito de publicidad establecido, la disposición final se torna redundante e innecesaria, pues implica la existencia de una obligación contradictoria con el propio mecanismo de divulgación prevista. Por lo anterior, se recomienda eliminar dicho texto final, a fin de mantener la coherencia normativa y evitar ambigüedades interpretativas dentro del procedimiento de cancelación de la inscripción de acciones en bolsa.	No aceptado	El artículo no fue objeto de modificación, solo reenumerado
238		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.6.4.	El Comité considera que el contenido de este artículo no corresponde propiamente a la publicación de la oferta pública de adquisición para la cancelación, sino que regula el procedimiento aplicable cuando la BVC cancela la inscripción de una acción. Por tal motivo, se sugiere reubicar o armonizar esta disposición dentro del Título 6 del Decreto 2555 de 2010, relativo a la cancelación de la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), de modo que su aplicación no se limite exclusivamente a las ofertas públicas de adquisición (OPA), sino que cubra todos los escenarios de cancelación de inscripción que correspondan a dicho régimen general.	No aceptado	El artículo no fue objeto de modificación, solo reenumerado
239		Artículo 7 - Instrucciones por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia	El Comité observa que la propuesta establece un plazo de seis (6) meses para que la SFC imparta las instrucciones relacionadas con la implementación del decreto. Sin embargo, en la norma proyectada no se identifican materias que requieran un desarrollo regulatorio posterior. En consecuencia, se recomienda precisar las temáticas específicas que serían objeto de dichas instrucciones, a fin de garantizar claridad sobre el alcance de la facultad otorgada a la SFC y evitar interpretaciones amplias o discrecionales que puedan generar incertidumbre en la aplicación del nuevo régimen.	Aceptado	Artículo a eliminar
240		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.1.	En primer lugar, consideramos conveniente que el periodo de enfriamiento incluya al oferente o sus beneficiarios reales y a sus financiadores, con deuda o capital, ya que una vez estos últimos han financiado al oferente inicial tienen un interés económico en el éxito de la oferta y, en consecuencia, pueden tener también un interés económico en una oferta sucesora.	Aceptado	Incluimos además del oferente y sus beneficiarios reales con quien actúen de manera concertada
241		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.4.1	Adicionalmente, teniendo en cuenta que una vez se presente una oferta de adquisición la sociedad objetivo estará limitada en el desarrollo de sus actividades hasta la publicación del resultado de la oferta conforme al artículo 6.15.2.10.4, periodo que será de al menos treinta días hábiles si no se dan Ofertas Competidoras, estamos que un periodo de seis meses puede ser muy corto y que este debería ampliarse al menos a doce meses contados a partir de la autorización de la oferta correspondiente por parte de la SFC.	Aceptado	Se modifican los 6.15.2.7.5 y 6.15.2.5.1 para aclarar los efectos de la mejora cuando hay autorizada una oferta competidora y se modifica el periodo de congelamiento a 9 meses.
242		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.4.1	Toda vez que la finalidad de la norma es que de forma alternativa a la oferta sobreviniente se pueda enjugar el exceso de participación que detona la obligación de formular la oferta sobreviniente dentro del plazo determinado, consideramos que se debe establecer que la enajenación de dicho exceso podrá darse a través de cualquier mecanismo legalmente viable, ya que esto no impide que se cumpla con la finalidad de desinversión prevista en la norma.	No aceptado	El artículo no fue objeto de modificación, solo reenumerado
243		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.1	Numeral 5. Sugerimos que se establezca en el Proyecto de Decreto que todas las autorizaciones administrativas que eventualmente requiera el oferente deben estar en firme y allegarse al momento de la radicación de la solicitud de autorización ante la SFC.	Aceptado	Se modificó el Artículo 6.15.2.7.1 en línea con la solicitud
244		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.2.	Se sugiere incorporar dentro del contenido mínimo del cuadernillo y del aviso de oferta una declaración expresa del oferente en la que manifieste que la SFC no le ha autorizado, ni a él, ni a sus beneficiarios reales ni a sus financiadores, con deuda o capital, una oferta pública de adquisición sobre los valores del emisor objetivo en los seis meses anteriores a la radicación de la solicitud de autorización de la oferta correspondiente ante la SFC.	No aceptado	La superintendencia como la autoridad que autoriza las Opas puede llevar el control de los meses del periodo de enfriamiento sin necesidad de un trámite adicional para el oferente
245		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.2.	Con el propósito de hacer verificable la obtención de todas las autorizaciones administrativas que el oferente requiera para formular la oferta y/o adquirir las acciones del emisor objetivo que pretenda adquirir con la oferta correspondiente, se sugiere incorporar dentro del contenido mínimo del cuadernillo y del aviso de oferta una manifestación expresa del oferente en la que declare que cuenta con todas las autorizaciones administrativas en firme necesarias para formular la oferta y/o adquirir las acciones que se ofrecen.	No aceptado	En proyecto de decreto se establezca que no es posible autorizar la Opa sin la totalidad de los conceptos o certificaciones
246	25/10/2022	Grupo Argos	En el literal k del numeral 1 sugerimos aclarar que la información a la que se refiere este literal se debe entregar para cualquier tipo de financiación y no solo para estructuras de endeudamiento. Es decir, se deben cubrir estructuras de financiación con deuda o capital, entre otras.	Aceptado	Se modificó el artículo para incorporar la sugerencia
247		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.3.	Se sugiere que en este artículo se incluya una prohibición de divulgar información relacionada con la oferta que no se encuentre incluida en el cuadernillo y el aviso de oferta, así como una obligación para el oferente de abstenerse de divulgar, directa o indirectamente, conductas que puedan afectar el normal desarrollo de las actividades del emisor de los valores objeto de la oferta, sus accionistas y administradores.	No aceptado	Se establece en el proyecto de decreto que la promoción de la oferta únicamente puede ser respecto de la información del cuadernillo
248		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.1.	Sugerimos que en el numeral 2 de este artículo se aclare que en caso de que exista un preacuerdo para la oferta, el precio de la oferta será el mayor entre el precio más alto pactado en el preacuerdo y el precio mínimo establecido en el numeral 1 de este mismo artículo. Lo anterior para evitar una distorsión de la finalidad perseguida por la norma bajo la que, si el oferente consigue un preacuerdo por un número de acciones que no sea material y a un precio inferior al mínimo establecido en el numeral 1, podría formular la oferta por este menor precio.	Aceptado	Se modifica el artículo para incorporar la sugerencia
249		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.7.	Encuentramos acertada la inclusión de la posibilidad de elaborar y publicar un informe sobre la oferta por parte de la junta directiva del emisor objetivo. No obstante, sugerimos aclarar que este informe podrá realizarse y publicarse así el oferente cuente con preacuerdos para la oferta, ya que este puede ser relevante para los accionistas que no hagan parte de la operación preacordada.	No aceptado	No es del caso realizar la aclaración señalada por cuanto a que la norma es amplia y da a entender que informe es en cualquier evento de Opa.

250			Con relación al principio de irrevocabilidad - Si el oferente establece una oferta pública de adquisición de acciones de la sociedad...	No aceptado	La oferta se entiende irrevocable de conformidad con lo que el respectivo dice el código de comercio
251		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.1. Autorización	Su aplicación debe armonizarse con una disposición en esta o otra ley que autoriza (autorización de la oferta) en el que se establece que, en razón a la irrevocabilidad de la OPA, el oferente debe obtener todas las autorizaciones previas requeridas antes de comenzar la autorización de la OPA ante la SFC. Una medida que en esta se encuentre en legislaciones como la española, donde se establece que "la Comisión Nacional del Mercado de Valores no autorizará la oferta hasta que no se le acredite la obtención de la correspondiente autorización, no oposición, o simple notificación, salvo que hayan transcurrido los plazos para entender que la autorización se ha concedido por silencio administrativo".	Aceptado	Se modifica el artículo para incorporar la sugerencia
252			En relación con la expresión "sin que haya lugar a su modificación", es importante armonizar esto con la "mejora" de la OPA o la renuncia a mínimas que se encuentre prevista en el reglamento de BVC	Aceptado	Se propone incluir un inciso o párrafo para aclarar
253		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.1. Oferta pública de adquisición obligatoria	Con relación al periodo de enfriamiento, consideramos que la norma propuesta debe complementarse con una regla que permita adicionar en el ámbito de aplicación, no solo al oferente o a sus beneficiarios reales, sino también a quienes actúen conjuntamente con alguno de ellos. Esta disposición constituiría una salvaguarda a uno de los cambios más significativos de este proyecto de norma, que de no protegerse mediante medidas como esta que se propone aquí, podrían ser eludidas.	Aceptado	Se modifica el artículo para incorporar la sugerencia
254		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.1. Oferta pública de adquisición obligatoria	Resalta fundamentalmente que la norma establece de manera expresa -al menos por remisión- los consecuencias derivadas del incumplimiento del periodo de enfriamiento, a fin de reforzar los incentivos para su observancia. En este sentido, el Comité considera que la suspensión temporal de los derechos políticos sobre las acciones adquiridas durante el periodo de enfriamiento, no solo a efectos de voto, sino también a efectos de ejercer acciones de control, superior a las sanciones administrativas tradicionales, y resulta coherente con los objetivos de disciplina de mercado y protección del inversionista.	Aceptado	Se fortalece la redacción de la remisión a las sanciones de la regulación de OPA
255			En cuanto a la eliminación de la suspensión de la negociación de las acciones del emisor objeto de la OPA durante el periodo de autorización, se recomienda revalorar la conveniencia de esta modificación. Permitir la libre negociación mientras la oferta se encuentra en trámite podría generar volatilidad significativa en el precio del valor y afectar a los inversionistas no profesionales, quienes podrían no contar con la información o capacidad de análisis suficiente para comprender el contexto particular del mercado en ese momento. Mantener una restricción temporal a la negociación durante la etapa de autorización contribuiría a la estabilidad y a la protección del público inversionista.	No aceptado	Las volatilidades que se generan se compensan con la actividad de esos días, en donde el cliente puede tomar la decisión de aceptar la OPA o vender la participación en el contrato.
256		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.1. Autorización	Incluir como requisito una manifestación juramentada por parte del oferente en el sentido de no conformar un mismo beneficiario real ni tener ningún tipo de vínculo con cualquier otra persona que haya lanzado una oferta pública sobre el mismo beneficiario real en los últimos 6 meses anteriores al lanzamiento de la oferta	Aceptado	Se modifica el artículo para incorporar la sugerencia
257		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.2. Cuadernillo de oferta	Incluir una sanción por el incumplimiento de las declaraciones realizadas en el cuadernillo, especialmente en el relacionado con los planes futuros del oferente sobre el emisor afectado con la oferta.	No aceptado	El régimen sancionatorio sobre Opa es lo suficientemente amplio para sancionar este tipo de conductas de evadirse de las obligaciones
258		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.2. Cuadernillo de oferta	En cuanto al literal K), en necesario considerar que las fuentes de financiación no siempre corresponden a operaciones de endeudamiento, sino que pueden incluir otros mecanismos que involucren instrumentos de capital (equity). Por esta razón, se sugiere ampliar el concepto de "endeudamiento" a "financiación".	Aceptado	Se modifica el artículo para incorporar la sugerencia
259		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.3. Promoción de la oferta	El proyecto no contempla las reglas que debe cumplir el oferente con respecto a la promoción que se realice de la OPA. Esta puede generar una selección a los objetivos de transparencia y toma de decisiones informadas que busca promover el mismo decreto, por lo que consideramos que debe incluir un régimen de publicidad similar al que para la promoción de valores no parte de los aspectos del mercado.	No aceptado	La intención del control puede variar de un momento a otro, con el periodo de enfriamiento se corrige esta falta.
260		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.3. Promoción de la oferta	Este régimen debería contemplar además que la información que se use para la promoción de la oferta no debe ser diferente a la incluida en el cuadernillo	Aceptado	Se incluyen modificaciones al Artículo 6.15.2.7.3 de Promoción de la oferta para abordar los aspectos señalados.
261	25/10/2025	Grupo Sura	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.4.1. Oferta pública de adquisición voluntaria	Aceptado	Se incluyen modificaciones al Artículo 6.15.2.7.3 de Promoción de la oferta para abordar los aspectos señalados.
262			La norma debería contemplar que el beneficiario real que adquirió la participación sobrevenida en la oferta, no hacer uso de los derechos de voto hasta tanto no realice el procedimiento de venta de la participación en exceso del 25% que adquirió sin oferta pública. Esta propuesta busca evitar que durante el periodo de 3 meses el oferente saque provecho de esa participación superior al umbral de OPA obligatoria sin cumplir con todas las obligaciones del régimen de ofertas. Adicionalmente, esta medida genera el incentivo correcto para que el beneficiario real gestione oportunamente la oferta que, es la consecuencia más relevante que establece la norma.	Aceptado	Se modifica el artículo para incorporar la sugerencia
263		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.8.1. Precio mínimo de los valores objeto de oferta pública de adquisición	Consideramos que la regla del precio, consistente en que la oferta no debe ser inferior al mayor precio pagado por el oferente en los últimos 3 meses anterior a la oferta, de mantenerse incluso en el caso de que exista un preacuerdo, por lo que debería eliminarse el numeral 2) y el párrafo 4 de este artículo.	Aceptado	Se modifica el artículo para incorporar la sugerencia
264		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición	Los accionistas no deben ser sujetos de la regla de publicidad ni de ninguna limitación a sus derechos: los destructivos de la publicidad son los administradores, esto es, Junta Directiva y Representantes Legales, pero no los accionistas, comprometidos a que implementen medidas para mejorar el precio, es responsabilidad.	Aceptado	Una propuesta responde a la solicitud del mercado por la aclaración
265		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición	Los accionistas pueden aprobar todo tipo de medidas para responder al proceso de Oferta; la lógica de la normatividad española en este punto se puede concretar así: los accionistas de la sociedad objetivo pueden tomar cualquier tipo de medida, incluso, aquellas que tengan como objetivo impedir el éxito de la oferta, mientras que la Administración no puede por su propia voluntad hacerlo, pues requiere autorización de la Asamblea. Lo único que pueden hacer los accionistas es autorizar a la Junta Directiva para que tome cualquier medida que considere oportuna para mejorar el precio de la oferta.	Aceptado	Se señala en el proyecto de decreto que el deber de publicidad se da sin perjuicio de los derechos a que tienen los accionistas con régimen aplicable
266		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición	La norma actual usa la expresión "el emisor", para designar al sujeto destinatario de la restitución. Este concepto es problemático, dado que, en el caso de las ofertas públicas, es indispensable distinguir la junta directiva y la asamblea de accionistas.	Aceptado	Se modifica el artículo para incorporar la sugerencia
267		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición	2. Se debe eliminar la cláusula general contenida en el numeral 6 del artículo, dado que en la práctica el efecto que causa es evitar que los accionistas implementen medidas que favorezcan el proceso competitivo de la oferta y, por ende, un posible menor precio de venta o un beneficio económico para los accionistas.	No aceptado	Con la modificación del título del artículo se deja claro que el sujeto del numeral 5 son los administradores del emisor afectado
268		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición	Se debe adicionar a la Junta Directiva para informar oportunamente. Sin necesidad de aprobación previa de la Asamblea de Accionistas.	Aceptado	Se modifica el artículo para incorporar la sugerencia
269		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición	Se debe precisar que la Junta, con cargo a los recursos de la sociedad, podrá contratar por un tiempo limitado e independiente la elaboración del informe.	Aceptado	Se incluye en el artículo la posibilidad de que la junta o quien haga sus veces puede contratar el concepto
270		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición	Eliminar la disposición que establece que el informe no será procedente cuando exista un preacuerdo. No se comprende por qué esta situación elimina la necesidad del informe, además de que podría prestarse para la celebración de acuerdos con la Junta Directiva de Bloquear el comportamiento de la Junta.	Aceptado	Se modifica el artículo para incorporar la sugerencia
271		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición	Eliminar la mención de los derechos de los administradores, dado que están contemplados en una norma de rango superior que aplica de manera general a todos los administradores.	Aceptado	Se modifica el artículo para incorporar la sugerencia
272		Artículo 7 - Instrucciones por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia	El informe debe referirse a las condiciones integrales de la oferta, incluyendo precio así como otros factores, por ejemplo, los ambientales, sociales y de gobierno.	No aceptado	El artículo es aplico y el contenido depende de los términos en que se realice. Esto no es objeto del regulador del proyecto de decreto
273		Artículo 7 - Instrucciones por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia	El Comité observa que la propuesta establece un plazo de seis (6) meses para que la SFC imparta las instrucciones relacionadas con la implementación del decreto. Sin embargo, en la norma proyectada no se identifica cuáles son los aspectos que requieren un desarrollo regulatorio posterior.	Aceptado	Se eliminó el Artículo por considerar pertinente el comentario
274		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.1. Autorización	En consecuencia, se recomienda precisar las fórmulas específicas que sean objeto de dichas instrucciones, a fin de garantizar claridad sobre el alcance de la facultad otorgada a la SFC y evitar interpretaciones amplias o discrecionales que puedan generar incertidumbre en la aplicación del nuevo régimen.	Aceptado	Se eliminó el Artículo por considerar pertinente el comentario
275		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.2. Cuadernillo de oferta	Consideramos que para la autorización de una oferta pública de adquisición se exige al oferente haber obtenido las autorizaciones que le correspondan, pues de lo contrario, se genera un riesgo legal para la oferta y para los actores del mercado, dar curso a una oferta pública de adquisición sin que se hayan cumplido todas las formalidades exigidas por la ley.	Aceptado	Se modifica el artículo para incorporar la sugerencia
276		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.7.3. Promoción de la oferta	Es importante que el mercado y los inversionistas tengan la posibilidad de conocer oportunamente los documentos de la oferta y poder comentar o pedir aclaraciones cuando o su ordeno están omisiones, errores o imprecisiones, y deben existir los mecanismos para que el supervisor exija al oferente la aclaración o complementación de la información correspondiente. Por lo tanto, consideramos relevante que antes de que el supervisor autorice la realización de la oferta, exista un procedimiento que le permita al mercado comentar y solicitar aclaraciones de la oferta.	No aceptado	En el documento técnico se explica como se agotaron las instancias para esta sugerencia.
277		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.4. Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición	Es importante establecer reglas de información en cabeza del oferente a la hora de realizar publicidad de la misma, en la cual se deben atender criterios como la objetividad, la exactitud, oportunidad, entre otros, impidiendo que vía material publicitaria se realicen afirmaciones o se den bondades a la oferta que puedan ser engañosas o inexactas.	Aceptado	Únicamente será objeto de publicidad el contenido del cuadernillo
278	25/10/2025	Grupo Cibest	El párrafo 1 que se introduce al artículo 6.15.2.10.4, según el cual, la asamblea de accionistas solo puede buscar realizar una oferta competitiva, estaría limitando facultades que la ley le otorga a los accionistas con el cumplimiento de los requisitos que resultan aplicables a cada decisión, una medida de esta naturaleza solo podría ser adelantada a través de una modificación de la ley. Así mismo, entender esta regla a otros beneficiarios reales, sociedades o vinculados a un emisor, limitaría la posibilidad de defensa de los mismos ante una toma hostil, en lugar de promover la competencia por el control, en el mejor interés de todos los accionistas, una medida de esta naturaleza solo estaría protegiendo al eventual oferente en detrimento de los demás accionistas.	Aceptado	Se modifica el artículo para incorporar la sugerencia
279		Artículo 5 - Artículo 6.15.2.10.7. Actuación de la junta o consejos directivos o quienes de acuerdo con los estatutos ejerzan o detentaren esas funciones	Consideramos que debe precisarse que estos estudios pueden ser contratados por terceros con cargo a los recursos de la sociedad, y que los mismos, no deben evaluar integralmente la oferta, considerando no solo aspectos financieros, sino también de gobierno, sostenibilidad, entre otros. Así mismo, es importante que dichos informes no se limiten a tener argumentos a favor o en contra, sino que también es posible que puedan ser destructivos neutros.	Aceptado	Se modifica el artículo para incorporar la sugerencia
280	25/10/2025	Protección	Artículo 7 - Instrucciones por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia	Aceptado	Se eliminó el Artículo por considerar pertinente el comentario
280	25/10/2025	Protección	Artículo 5 - Artículo 6.15.2.2.1. Oferta pública de adquisición obligatoria	Aceptado	Se crea un mecanismo de oferta pública de adquisición voluntaria para acciones preferenciales y se incluyen estos títulos en el derecho de venta cuando el oferente alcance el 50%

UAB

Mariana Aya
Gobernadora de Desarrollo de Mercados de la URF

Nombre y firma del responsable de la dependencia interna del MHCP o del Jefe Jurídico de la entidad originadora de la norma o quien haga sus veces

Nombre y firma del Coordinador Jurídico de la dependencia interna del MHCP

Mariana
Aya
Guerrero -
Subdirectora
de
Control
de
Mercados
de la UPE

Nombre y firma del responsable de la dependencia interna del MHC o del Jefe Jurídico de la entidad originadora de la norma o quien haga sus veces

Nombre y firma del Coordinador Jurídico de la dependencia interna del MHC

Ministerio de Hacienda y Comercio Público
Dirección General de Asesoría Jurídica y Control
Comercial (DGAJCC) - UPE
Avenida General B. O'Higgins 1000, Montevideo