

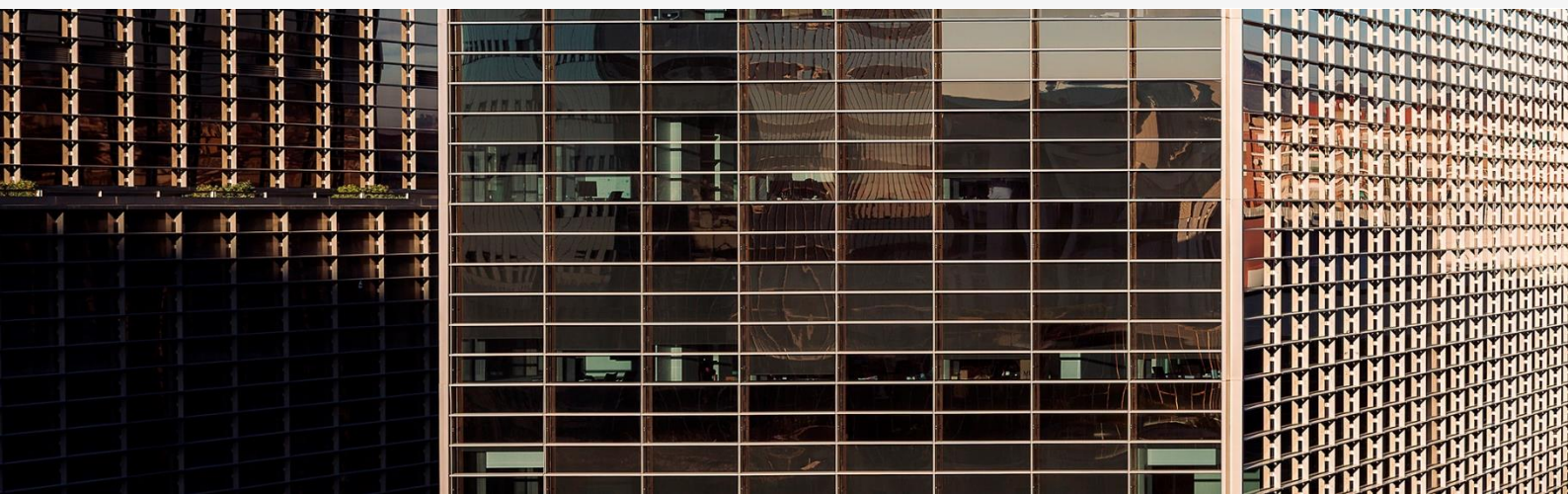
Impacto y cambios en el régimen de OPAs

La URF propone modificar el régimen de OPAs para corregir vacíos y proteger a los inversionistas

Colombia | Legal Flash | Octubre 2025

ASPECTOS CLAVE

- El proyecto busca ajustar el régimen de OPAs para corregir vacíos que han afectado la igualdad de trato y la información de los inversionistas.
- Se refuerzan las obligaciones de información del oferente. Deberá revelar su estructura corporativa, acuerdos con accionistas o beneficiarios reales, efectos financieros de la operación, impactos laborales, planes de gobierno corporativo y forma de financiación.
- Se mantiene la regla de pasividad de la administración del emisor. La junta podrá emitir una recomendación sobre la OPA con aprobación de la asamblea, salvo cuando existan preacuerdos con accionistas.
- Los preacuerdos con accionistas siguen permitidos y se precisan sus requisitos. Deberán informarse a la SFC y a la BVC con un mes de antelación, incluyendo precio, número de títulos, condiciones de pago y fuentes de financiación.
- En procedimientos, se agiliza la competencia entre ofertas.





Proyecto de modificación del Decreto 2550 de 2010 sobre OPAs

La Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (“URF”) del Ministerio de Hacienda y Crédito Público publicó para comentarios un proyecto de modificación del Decreto 2550 de 2010 sobre ofertas públicas de adquisición (OPAs) de emisores de valores (el “Proyecto”), junto con el documento técnico “Actualización Regulación de Ofertas Públicas de Adquisición” (el “Documento Técnico”).

Esta iniciativa busca corregir ineficiencias del régimen vigente de OPAs, evidenciadas en operaciones recientes que han expuesto vacíos regulatorios utilizados en detrimento de los principios de información y de igualdad de trato de los inversionistas.

En el régimen de OPAs existe una tensión entre, por un lado, facilitar la presentación de ofertas para promover la entrada de emisores, dinamizar operaciones que mejoren la liquidez y evitar la salida de emisores del mercado, y, por el otro, establecer reglas que protejan a los inversionistas frente a asimetrías de información y problemas de acción colectiva, particularmente en el contexto de ofertas no solicitadas.

En la práctica, el régimen colombiano de OPAs ofrece una protección relativamente limitada a los inversionistas. No exige OPAs por el 100% de las acciones en casos de cambio de control; no regula de manera eficaz la actuación en concierto de oferentes que pueden conformar un mismo beneficiario real; permite ofertas sucesivas e incrementales que afectan la igualdad de trato de los inversionistas; presenta debilidades en la responsabilidad del oferente por divulgar información insuficiente o inexacta; carece de criterios generales para fijar el valor mínimo de las ofertas; restringe la capacidad de la administración de los emisores para mejorar los términos de ofertas no solicitadas; y no resuelve barreras regulatorias para presentar OPAs competidoras derivadas de otros regímenes, como el de integraciones empresariales.

Aunque el Documento Técnico analiza parcialmente algunos de estos asuntos, declara una preferencia por facilitar la presentación de OPAs, en procura de los beneficios percibidos ya mencionados, por cual mantiene en buena medida las reglas vigentes con ajustes menores que no parecen fortalecer de manera significativa la protección a los inversionistas.

A continuación, se resumen y comentan los aspectos principales del Proyecto.

OPAs parciales y sucesivas

El Proyecto mantiene la posibilidad de presentar OPAs parciales sujetas a umbrales del 25% o del 5% del capital con derecho a voto. Adicionalmente, introduce un periodo de 3 meses, posterior a cada OPA, durante el cual se restringe la presentación de una nueva oferta sobre el mismo emisor.

El Documento Técnico descarta exigir ofertas por el 100% de las acciones cuando se adquiriera el control, como sucede en otras jurisdicciones. Tampoco se refiere a la obligación de adquirir acciones preferenciales y sin derecho a voto u otros instrumentos equivalentes a acciones en contextos en los cuales luego de la ejecución de la OPA pueden existir importantes restricciones de liquidez. La justificación principal para no adoptar esta regla es el riesgo de reducir el número de emisores y desincentivar nuevas inscripciones.

Ello deja abierta la puerta a adquisiciones mediante ofertas sucesivas e incrementales, con efectos adversos sobre el principio de igualdad de trato de los inversionistas, como ya ocurrido en operaciones relativamente recientes en Colombia.



Beneficiario real múltiple y actuación en concierto

Ni el Proyecto ni el Documento Técnico abordan este punto, que se refiere a la posibilidad de que dos o más personas actúen de manera concertada para adquirir el control o una participación significativa del capital de un emisor sin declarar que conforman un mismo beneficiario real, lo cual les permite eludir algunas de las protecciones previstas para los inversionistas.

La regulación actual es débil para situaciones en las que existen beneficiarios reales conformados por diferentes personas o entidades que actúan en concierto. Hoy, la declaración del oferente bajo juramento de no actuar concertadamente con otros accionistas u oferentes suele ser suficiente para que la SFC descarte que conforman un mismo beneficiario real, sin admitir prueba en contrario. Este vacío ha permitido que agentes que actúan de manera coordinada se presenten como independientes, acumulando participaciones por fuera de los umbrales de OPA o evitando el deber de presentar OPAs sobrevinientes respecto de subordinadas listadas.

Revelación de información del oferente

El Proyecto adiciona obligaciones de información sobre:

- Integrantes del grupo y subordinadas del oferente, y su papel en la oferta.
- Acuerdos del oferente con accionistas o beneficiarios reales.
- Efecto previsto de la oferta en el desempeño financiero del oferente.
- Consecuencias en empleo y condiciones laborales, y planes sobre órganos de administración.
- Métodos de financiación y eventuales intereses del financiador en la OPA o en el emisor.

Este fortalecimiento del deber de revelación es positivo, pero quedan aspectos relevantes que deberían incluirse, especialmente ante la posibilidad de tomas de control graduales o concertadas, como los planes del oferente respecto del posible incremento de su participación en el emisor y los acuerdos celebrados con accionistas u otros interesados en adquirir participaciones en el emisor.

Además, falta robustecer el régimen de responsabilidad patrimonial del oferente por información insuficiente o inexacta en el cuadernillo de la oferta o divulgada por otros medios. Un marco de responsabilidad claro y estricto generaría incentivos para asegurar suficiencia y exactitud más allá del control previo de la SFC.

OPAs amigables y hostiles. Regla de pasividad

El Documento Técnico concluye que no hay razones suficientes para introducir reglas diferenciadas según la naturaleza amigable u hostil de las OPAs.

Se establece, sin embargo, la posibilidad de que la junta directiva del emisor, con autorización de la asamblea, emita un concepto o recomendación sobre los términos de la oferta, la intención de los oferentes y las posturas de los accionistas. Esta facultad se excluye cuando exista un preacuerdo entre el oferente y cualquier accionista del emisor.

En este sentido, el Documento Técnico evalúa la conveniencia de mantener la regla de pasividad, considerando el potencial conflicto de interés de los administradores, y concluye que debe conservarse. En nuestra opinión, en un régimen ya débil en protección al inversionista, la sola posibilidad de que la administración emita una opinión sobre las condiciones de la OPA es insuficiente para mejorar condiciones en ofertas hostiles.

Aunque se aclara que la regla de pasividad no impide buscar OPAs competitivas, las restricciones regulatorias que dificultan la presentación de esta clase de ofertas reducen la utilidad de esta alternativa. Adicionalmente, exigir autorización previa de la asamblea y excluir la facultad de emitir la



opinión cuando hay preacuerdos con accionistas también limita la efectividad de la protección, especialmente si el oferente ejerce algún grado de control sobre el emisor o actúa en concierto con otros accionistas o interesados. Debería considerarse habilitar estrategias defensivas adicionales, tal como ocurre en otras jurisdicciones, principalmente en los Estados Unidos, siempre que sean usadas en el contexto del cumplimiento de los deberes fiduciarios de la administración con el emisor y los accionistas.

El Proyecto mantiene la regla según la cual no se viola la regla de pasividad cuando se ejecutan decisiones tomadas previamente por los órganos sociales competentes. Sin embargo, no aclara si esta regla también cubre aquellas decisiones adoptadas previamente por los órganos sociales que estén específicamente diseñadas para permitir la negociación de los términos de una oferta hostil, como ocurre con las denominadas “píldoras envenenadas” (*poison pills*) que hayan sido adoptadas, por ejemplo, mediante disposiciones estatutarias.

Preacuerdos con accionistas

El Proyecto mantiene y precisa la regulación de los preacuerdos entre los oferentes y los accionistas para concurrir a la OPA. Deberán informarse a la SFC y a la BVC con al menos un mes de antelación e incluir toda la información relevante para el emisor, los accionistas, la gobernanza y los proyectos, incluyendo precio, cantidad de títulos, financiación y condiciones de pago.

Precio mínimo en las OPAs

Se conserva la regla según la cual el precio mínimo será el mayor entre el de cualquier adquisición del oferente en los 3 meses anteriores a la OPA o el mayor fijado en un preacuerdo. De no existir estas circunstancias, no se exige precio mínimo. Se descarta vincular el precio de la OPA a referencias de mercado en la BVC o a valoraciones independientes, como si ocurre en supuestos de OPAs obligatorias.

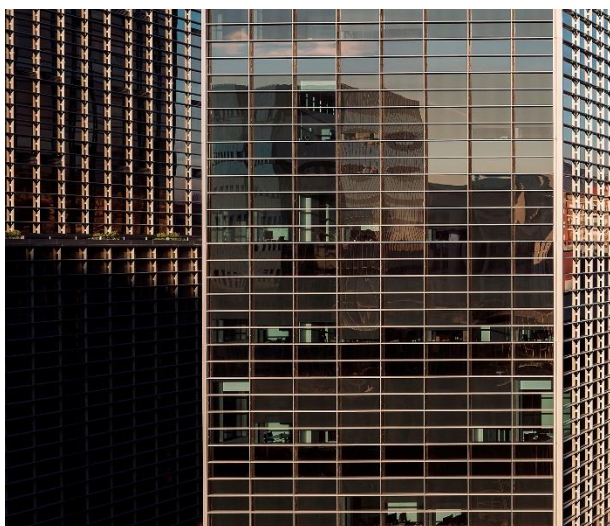
La regla prioriza la flexibilidad para el oferente y el principio de libre formación de precios, pero resulta discutible en un contexto de protección débil a los inversionistas. Ante la ausencia de otras salvaguardas (que se justifican en la necesidad de preservar la permanencia de emisores y la liquidez del mercado), sería conveniente establecer criterios generales, no excepcionales, para la determinación del precio mínimo.

Procedimiento de OPAs competidoras y mejoras

El Proyecto introduce ajustes operativos en la autorización y publicación de OPAs, la formulación de OPAs competidoras y la mejora de ofertas, entre ellos: eliminación del tercer aviso; plazo de aceptación de 30 días improrrogables; suspensión del plazo de aceptación de la OPA inicial ante la presentación de una competidora; atribución de aceptaciones de la oferta inicial a las competidoras o a mejoras subsecuentes; y posibilidad de mejorar la oferta en cualquier momento del plazo, sujeto a criterios mínimos (incremento del precio o del monto a adquirir en 5%).

Estas medidas favorecen la eficiencia del procedimiento y aclaran dudas en escenarios de ofertas competidoras o de mejoras. No obstante, el Documento Técnico omite la principal barrera para OPAs competidoras: la necesidad de trámites de autorización ante la SIC y otras autoridades sectoriales. Señala que estos ajustes exceden la potestad reglamentaria de la URF y su competencia material.

Desde una perspectiva interinstitucional, este punto debería abordarse por el MHCP con las autoridades competentes para aprobar la adquisición de participaciones en determinados emisores. La relativa debilidad de las protecciones al inversionista podría compensarse permitiendo reacciones efectivas ante ofertas hostiles, entre ellas la posibilidad de presentar oportunamente OPAs competidoras.



Para obtener información adicional sobre el contenido de este documento puede enviar un mensaje a nuestro equipo del **Área de Conocimiento e Innovación** o dirigirse a su contacto habitual en Cuatrecasas.

©2025 CUATRECASAS

Todos los derechos reservados.

Este documento es una recopilación de información jurídica elaborado por Cuatrecasas. La información o comentarios que se incluyen en el mismo no constituyen asesoramiento jurídico alguno.

Los derechos de propiedad intelectual sobre este documento son titularidad de Cuatrecasas. Queda prohibida la reproducción en cualquier medio, la distribución, la cesión y cualquier otro tipo de utilización de este documento, ya sea en su totalidad, ya sea en forma extractada, sin la previa autorización de Cuatrecasas.

