

**TRABAJO DE GRADO**

**DEFENSA CORPORATIVA: MEDIOS PARA CONSERVAR EL  
CONTROL DE LA COMPAÑÍA ANTE UNA OFERTA  
PÚBLICA DE ADQUISICIÓN HOSTIL (Grupo Empresarial  
Antioqueño).**

**REALIZADO POR: HANS SEBASTIAN ÁLVAREZ RINCÓN**

**ASPIRANTE A TÍTULO DE ABOGADO**

**FACULTAD DE DERECHO**

**UNIVERSIDAD SANTO TOMÁS, BOGOTÁ.**

**2022**

## ÍNDICE

1. Introducción.
2. Inversión en Colombia.
3. Oferta pública de adquisición.
  - 3.1. ¿Qué es una oferta pública de adquisición?
  - 3.2. ¿Por qué hacer una oferta pública de adquisición?
  - 3.3. Tipos de ofertas públicas de adquisición.
    - 3.3.1. OPA Amistosa.
    - 3.3.2. OPA Competidora.
    - 3.3.3. OPA de exclusión.
    - 3.3.4. OPA Obligatoria.
    - 3.3.5. OPA Voluntaria.
    - 3.3.6. OPA Total.
    - 3.3.7. OPA Hostil.
4. Regulación normativa en Colombia de las Ofertas Públicas de Adquisición.
  - 3.1. Prohibiciones para el Ofertado.
5. La Oferta Pública de Adquisición Hostil.
  - 4.1. ¿En qué consiste la Oferta Pública de Adquisición Hostil?
  - 4.2. Tipos de Oferta Pública de Adquisición.
  - 4.3. ¿Por qué hacer una Oferta Pública de Adquisición Hostil?
6. Mecanismos de defensa ante una Oferta Pública de Adquisición Hostil.
  - 6.1. Mecanismos Preventivos
    - 6.1.1. El enroque.
    - 6.1.2. Modificación en los estatutos.
    - 6.1.3. Emisión de acciones privilegiadas.
    - 6.1.4. La píldora envenenada.
  - 6.2. Mecanismos defensivos.

- 6.2.1.** El Caballero blanco.
  - 6.2.2.** Las joyas de la corona.
  - 6.2.3.** El Paracaídas de Oro.
  - 6.2.4.** Defensa Pac-Man.
  - 6.2.5.** Endeudamiento.
  - 6.2.6.** Persuasión.
- 7.** Caso práctico, GEA - NUGIL S.A.S.
  - 7.1** Las Primeras Opas
  - 7.2** Segunda Ronda De Opas
  - 7.3** Tercera Ronda De Opas
  - 7.4** La Nueva Composición Accionaria Del Gea En La Era Gilinsky
  - 7.5** La Opa Por Grupo Argos, El Eslabón Faltante
  - 7.6** Llegada De Los Refuerzos Internacionales De Gilinsky
  - 7.7** La Disputa Legal
  - 7.8** El Futuro Del Gea
- 8.** Conclusiones.

## **1. RESUMEN**

Ante el eventual deseo de un inversionista en adquirir un porcentaje importante de acciones en determinada compañía, la pregunta para esta investigación busca determinar en la situación que los socios y administradores no pretendan perder el control de la compañía ¿Qué mecanismos pueden utilizarse para prevenir y defenderse de una Oferta Pública de Adquisición Hostil? Para lo cual, en primer lugar, se hará una introducción a la inversión en Colombia, seguido de un análisis y explicación de las Ofertas Públicas de Adquisición, continuando con una revisión de la legislación colombiana que compete a las Ofertas Públicas de Adquisición. Luego se hará un énfasis en las Ofertas Públicas de Adquisición de carácter Hostil, para continuar con el estudio de los Mecanismos de defensa ante una Oferta Pública de Adquisición Hostil, posteriormente se hará un recorrido por las OPAS hostiles presentadas por parte del empresario Jaime Gilinsky en contra del GEA, para finalmente realizar una conclusión sobre el tema investigado

### **1. Introducción.**

La globalización como fenómeno mundial ha marcado un punto de inflexión dentro del manejo de las relaciones mercantiles, a pesar de que la actividad comercial es de las más antiguas dentro del proceder histórico de la humanidad y una de sus características ha sido su carácter global e internacional.

La llegada de las nuevas tecnologías y la sencillez que existe hoy en día para acceder a la información han conllevado una mayor facilidad dentro del comercio internacional para la realización de transacciones e inversiones transfronterizas, es así que “el desarrollo del comercio internacional no sólo se manifiesta desde una

perspectiva macroeconómica, sino que propicia un considerable aumento de las operaciones internacionales realizadas por las empresas” (Rozas,2000. Pág.3).

En Colombia para el año 2022 y según la Balanza Cambiaria del Banco de la República la inversión extranjera directa representó el equivalente a US\$961,9 millones “un crecimiento cercano al 62 %, toda vez que a enero de 2021 la inversión extranjera directa en Colombia fue de US\$593,6 millones.” (ValoraAnalitik.com. 2022). Los datos mencionados evidencian la confianza de los inversionistas extranjeros en las compañías y en el mercado tanto nacional, como regional latinoamericano, así como el atractivo de las empresas locales a los ojos de los potenciales inversores.

Como consecuencia del interés que puede generar en un inversionista el ser socio de alguna de las compañías que le llamen la atención, más específicamente de aquellas que cotizan en el mercado de valores, este puede ir no solo detrás de un objetivo netamente económico que se vería reflejado en los dividendos producto de los rendimientos de la compañía y en el eventual aumento del precio de las acciones, sino también con un propósito fuertemente político, dónde el principal objetivo puede ser lograr posicionarse como socio mayoritario, y en caso de que no sea posible, mínimamente obtener puestos en la junta directiva.

El gobierno corporativo toma un papel importante, pues la intención del inversor en comprar grandes bloques de acciones de una compañía genera en quienes son los administradores de la misma una alerta, principalmente por la oferta de un extraño con el deseo de formar parte importante de las decisiones de la sociedad.

Es en este punto donde tres factores cobran vital importancia tanto para la realización de esta transacción y el objetivo de la compañía que desea comprar un número importante de acciones de una sociedad, cómo para la que recibe la oferta para la compra de sus acciones y sus accionistas.

En primer lugar, se encuentra la bolsa de valores, entendida esta como un organismo en el que opera lo respectivo al mercado de los títulos “acciones” mediante la subasta pública, se constituye *“por una serie de operaciones que*

*realizan los inversionistas que, a partir de títulos valores, realizan inyección de capital en las entidades del sector productivo y el Estado”* (Echeverry Botero, Sistema Financiero y Bursátil. 2019), siendo este el medio por el que el oferente buscará la adquisición de las acciones que pretende.

En segundo lugar, encontramos la legislación vigente aplicable a esta materia que de forma específica regula el procedimiento para la realización de este tipo de ofertas que versan sobre el interés de obtener una cantidad importante de títulos de una compañía, desde las formalidades para realizar la oferta y bajo qué circunstancias esta se puede hacer, hasta los términos que tiene la sociedad que recibe la oferta para que sus accionistas decidan respecto de aceptarla o rechazarla, así como lo que pasará con las acciones en el respectivo mercado bursátil dónde estas son negociadas mientras se toma una decisión sobre la oferta.

En tercer lugar, está el órgano administrativo encargado de la supervisión de la transacción en todos sus aspectos, para nuestro caso en Colombia es la Superintendencia Financiera, ente que se encuentra adscrito al ministerio de Hacienda y Crédito público cuya finalidad es la supervisión del sistema financiero, así como el desarrollo del mercado de valores y la protección a quienes se encuentren involucrados en las transacciones que allí se realicen.

La compañía con deseo de realizar una oferta para adquirir determinado número de acciones de otra que cotiza en bolsa de valores debe realizar una Oferta Pública de Adquisición (de ahora en adelante OPA) en la bolsa de valores a fin de que los accionistas de la empresa en que se encuentran interesados decidan respecto de vender o no los títulos que les pertenecen, pues es claro que “la adquisición de participaciones de control de una compañía en otra u otras y la consecuente sujeción de estas últimas a la subordinación ejercida por aquella constituye una de las formas más eficaces y expeditas de concentración empresarial” (Reyes Villamizar, 2017, p. 185).

La idoneidad del proceder en esta actuación sería que los miembros de las juntas directivas de ambas compañías tuviesen un encuentro previo, a fin de negociar el precio de la oferta por las acciones, el número de acciones que desean adquirir,

para que seguidamente la sociedad que recibe la oferta cite a reunión extraordinaria de la asamblea general de accionistas y estos determinen su deseo o no de vender sus respectivas acciones, pues como lo menciona FERNÁNDEZ-ARMESTO,

"En toda empresa privada conviven unos directivos, que toman decisiones sobre bienes ajenos, y unos propietarios -los accionistas- que sufren en propia carne financiera los resultados económicos de tales decisiones: el conflicto de intereses entre directivos y accionistas es consustancial al modelo de empresa capitalista y genera unas ineficiencias que los anglosajones han bautizado como 'agency costs'. Reducir al máximo esos costes de gestión debe ser el objetivo último de todo sistema de gobierno de la empresa privada" (Fernández-Armesto, 1998, p. 37)

Posteriormente y al haber negociado un acuerdo, la empresa adquirente procederá a realizar la OPA buscando el número de acciones que se negoció, y los socios de la empresa objetivo que hayan estado de acuerdo en vender su participación, procederán aceptar la oferta.

Sin embargo, cuando el oferente tiene interés especial por la compañía que desea adquirir, al punto de estar dispuesto a realizar la inversión que sea necesaria a fin de poder tener control sobre esta, ya sea por un excelente desarrollo del objeto social de la compañía ofertada o por un crecimiento exponencial en el mercado en que se desarrolla que causa un atractivo financiero en el oferente por los rendimientos y estados financieros, la OPA puede convertirse en una Oferta Pública de Adquisición Hostil (OPA Hostil).

Este fenómeno se presenta cuando “el inversionista adquirente no cuenta con el consentimiento de los administradores de la compañía objetivo (...) estas operaciones suelen recibir la denominación de ‘adquisiciones hostiles de control’ (hostile takeovers)” (Reyes Villamizar, 1996, p. 342).

El deseo del adquirente puede encontrarse en contraposición de la junta directiva y de los administradores por el no interés de ceder el control de la compañía, incluso, este evento se puede dar cuando un país se encuentra en una crisis económica,

situación que lleva que el precio de las acciones cotizado en bolsa no represente el valor real de la compañía y sea inferior al precio real de la sociedad.

Así mismo, el adquirente puede tener interés en la compañía exclusivamente por alguna de sus divisiones o filiales y su propósito real podría ser únicamente patrimonial, pues “la adquisición de las participaciones mayoritarias de capital origina para la sociedad adquirente una titularidad indirecta sobre los activos que le pertenecen a la sociedad en la que se efectúa la inversión.” (Reyes Villamizar, 2017, p. 185)

Los intereses diversos del oferente pueden representar una amenaza inminente para los administradores, la junta directiva e incluso a los accionistas por no tener claridad respecto de las intenciones que tiene el adquirente al buscar el control de la compañía, y el uso que éstos pretenden sobre los activos de la misma.

Se han desarrollado doctrinariamente en materia de derecho societario diferentes “*estrategias*” algunas utilizadas por importantes compañías de diversos sectores comerciales a fin de protegerse ante una posible adquisición de carácter hostil, o para que una vez se realice la OPA hostil poder evitar a toda costa perder el control de la compañía, esto mediante diversas estrategias que generen una pérdida de interés del adquirente para continuar la adquisición, o que la misma se vuelva muy costosa.

Así los administradores junto con los accionistas podrán mantener el control de la compañía y continuar desarrollando el objeto social de la empresa con base en la visión, misión y objetivos de la misma.

Por lo tanto, es pertinente en primer lugar hacer un análisis respecto de la oferta pública de adquisición como medio que prevé la legislación para adquirir acciones de una compañía que cotiza en bolsa respecto de las condiciones específicas previstas por el legislador.

## **2. OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN**

### 3.1. ¿Qué es una oferta pública de adquisición?

Doctrinariamente encontramos una gran diversidad de definiciones y conceptos respecto de la oferta pública de adquisición. El docente Aníbal Sánchez Andrés aporta una definición importante para entender el fin y las partes de la OPA, el profesor aclara que:

“Una OPA no es otra cosa que una propuesta de contrato, mediante el cual una persona física o jurídica (denominada oferente) se dirige a todos los socios de una compañía, manifestándoles su intención de adquirir, en plazos y condiciones definidos de antemano, las acciones o valores equivalentes que los destinatarios de la oferta tengan a bien transmitir, con su sujeción en su caso al correspondiente prorrateo, si las aceptaciones resultantes excedieran en su conjunto del volumen de adquisición pretendido”.(Sánchez Andrés, 2008, p.1295)

Entendemos a la oferta pública de adquisición como aquella propuesta que realiza el adquirente sin importar su naturaleza ya sea natural o jurídica a los accionistas de una compañía en la que se encuentra interesado en comprar un determinado número de acciones que adquirirá en ciertas condiciones y plazos establecidos en la oferta realizada, los accionistas deberán determinar si desean o no enajenar los títulos que poseen según las condiciones que se hayan estipulado en la oferta.

Sin embargo, es fundamental entender a la OPA también como el mecanismo o medio para un determinado fin, siendo este último el deseo del adquirente de comprar las acciones de los socios de una compañía, dado que “cuando se intenta una adquisición de participaciones significativas de capital respecto de una sociedad inscrita en bolsa de valores, es indispensable formular una *Oferta Pública de Adquisición*” (Reyes Villamizar, 2017, p. 186)

De igual forma, con la OPA se busca “dar la oportunidad a todos los accionistas de la sociedad emisora, en igualdad de condiciones, de optar por permanecer en la sociedad o de vender sus acciones” (Forigua. 2008. Pág. 8) para que así se le dé la oportunidad de evaluar la posibilidad de un cambio de control en la compañía, lo

que implicaría un cambio en la junta directiva, así como un posible cambio en la estructura del negocio.

El Decreto 2555 de 2010 en la cual se profundizará más adelante, nos presenta la OPA como un mecanismo mediante el cual únicamente en determinadas situaciones el oferente puede convertirse en beneficiario de cierto porcentaje de capital con derecho a voto. El artículo 6.15.2.1.1. del decreto mencionado anteriormente se da el presupuesto de que el adquirente únicamente podrá adquirir el veinticinco (25%) o más de las acciones ordinarias con derecho a voto de determinada compañía mediante este procedimiento, así como que si el interesado en aumentar su porcentaje accionario posee

“una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de la sociedad, sólo podrá incrementar dicha participación en un porcentaje superior al cinco por ciento (5%), a través de una oferta pública de adquisición conforme a lo establecido en el presente decreto”.  
(Decreto 2555. 2010. Art 6.15.2.1.1).

La OPA según lo estipulado por el decreto mencionado funciona como una garantía hacia la compañía ofertada, pues únicamente por este medio la compañía oferente podría llegar a tomar control sobre la ofertada, y como se revisaba, al momento que determinado accionista posea títulos ordinarios con derecho a voto iguales o superiores al 25% de la sociedad, solo podrá adquirir nuevas acciones para incrementar su participación a más de un 5% por medio de una OPA. Estas medidas protegen el gobierno corporativo de la sociedad ofertada, pues da tiempo a los accionistas y administradores respecto de decidir sobre la oferta, y lo más importante, para tomar medidas de defensa en caso de que no deseen perder el control de la compañía.

Adicionalmente, la obligatoriedad de realizar la OPA para adquirir acciones en las condiciones mencionadas implica una supervisión de la Superintendencia Financiera respecto de la operación, situación que brinda aún más garantías al procedimiento y a la sociedad ofertada.

### **3.1. ¿Por qué hacer una oferta pública de adquisición?**

Una compañía o un inversionista pueden verse interesados en adquirir capital social de una sociedad por diversos factores que valen la pena ser analizados. Una de las razones para realizar una OPA puede deberse al deseo de una compañía que se dedique a realizar inversiones, como lo podría ser un fondo de pensiones de determinado riesgo, en este ejemplo la finalidad del adquirente más allá de tener control político sobre una compañía, se encuentra es interesado en los rendimientos y dividendos que la ofertada le pueda dar.

Este interés se ve mediado por la seguridad y confianza que genera la forma en que los administradores de la compañía en que el oferente busca comprar acciones desarrollan su objeto social, en el porcentaje que abarcan dentro del mercado que se desempeñan y la calidad con que lo hacen, actividad que se ve reflejada en los estados financieros de la empresa.

El buen manejo de una compañía y su éxito en cuanto al mercado en que se mueven puede generar en un inversionista no solo un deseo de obtener una retribución económica pasiva, sino de tomar riendas dentro de la administración del negocio, así como de tener mayor participación a la hora de tomar las decisiones que son determinantes para el rumbo y proyección de la empresa.

Puede ocurrir una situación en que una compañía necesite apalancamiento, pero no tenga deseo de recurrir a la deuda para adquirir el capital que necesita, por lo que mediante una negociación con un inversionista interesado en la compañía y con deseo de obtener una cantidad importante de votos, se transfieren acciones ordinarias de la compañía al adquirente, a cambio del dinero que necesita la empresa para determinada inversión.

Otra situación en la que una compañía puede verse interesada en realizar una inversión derivaría del interés de la primera en expandirse, en aumentar ya sea su capacidad de producción de determinado bien o insumo que se produzca así como la prestación de un servicio, o aumentar la gama de productos, por lo que el objetivo para la OPA sería una empresa que pueda satisfacer el deseo de la oferente respecto de una expansión, que como se menciona puede ser para ampliar el

margen de producción de un producto que fabriquen o desarrollen, o diversificar el portafolio de productos, pues “la actividad empresarial contemporánea se canaliza, en buena parte, mediante los grupos de sociedades, cuya innegable importancia se patentiza en los recursos económicos que estos generan” (Reyes Villamizar, 2017, p. 184)

Una proyección favorable para una compañía a mediano o largo plazo puede generar interés en un inversionista, en este caso a fin de continuar por un tiempo con la potencialización del desarrollo del objeto social de la empresa, para que en determinado momento las divisiones de la compañía sean apetecidas por competidores en el mismo segmento del mercado y venderlas a un valor superior al invertido, para multiplicar sustancialmente la inversión realizada.

Una crisis económica puede afectar de forma importante la cotización de acciones de una empresa en bolsa, esto causa que el precio que representa el valor total de las acciones no equivale al total de los activos de la compañía, razón que puede generar en un inversionista interés, esto a razón de adquirir un porcentaje importante de acciones de determinada sociedad a un precio inferior de lo que realmente esta puede valer.

A causa de la crisis económica generada por la pandemia del COVID-19 el precio de las acciones de las compañías más importantes cotizantes en la bolsa de valores de Madrid representadas por el índice IBEX 35 bajaron entre un 65% y 80% desde sus máximos. Por este motivo el gobierno español optó por realizar modificaciones a las normas que versan respecto de inversiones que provengan del exterior a fin de que empresas que no sean pertenecientes a la Unión Europea no puedan realizar OPA's que les permitan tomar control de las principales compañías en sectores de importancia estratégica en España.

La situación mencionada llevó al gobierno a tomar la decisión de suspender las OPA's en las que la participación del oferente representaba más del 10% de las acciones de la compañía ofertada, así como se prohibió la realización de estas ofertas por más del porcentaje mencionado mientras se extendiera la crisis del coronavirus.

Para ejemplificar la situación mencionada encontramos el caso de *BBVA* (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria). Para la fecha del 11 de febrero de 2020, las acciones de esta compañía cotizaban en bolsa a 5,32 euros, sin embargo y a causa de la crisis económica generada por la pandemia mencionada, el 21 de septiembre del mismo año la cotización de las acciones de este banco alcanzó el precio de 2,17 euros aproximadamente un 60% debajo del valor en que se cotizaba la acción antes de la pandemia a fecha de febrero 11. La información mencionada se evidencia en las siguientes gráficas.

### VARIACIÓN PRECIO DE LA ACCIÓN DEL BANCO BBVA ENTRE FEBRERO 11 Y SEPTIEMBRE 21 DEL AÑO 2020



**Fuente:** Etoro.2022. (<https://www.etoro.com/markets/bbva.mc/chart>)



**Fuente:** Etoro.2022. (<https://www.etoro.com/markets/bbva.mc/chart>)

Situaciones de crisis económicas como la mencionada pueden ser un incentivo para inversionistas a fin de aprovechar la baja del precio de acciones en Bolsas de Valores y realizar una Oferta Pública de Adquisición.

### 3.3. Tipos de ofertas públicas de adquisición.

Según las circunstancias y el contexto, así como la intención del oferente a la hora de realizar una Oferta Pública de adquisición, esta puede discriminarse dentro de distintos tipos, los cuales se mencionan a continuación.

#### 3.3.1. OPA amistosas.

Una Oferta Pública de Adquisición se considera amistosa cuando hay un acuerdo entre las juntas directivas tanto de oferente como ofertado respecto de la transacción a realizar por la compra de las acciones, esto implica que el o los representantes de la compañía con interés en comprar las acciones se acercaron a sus pares de la compañía opada a fin de realizar la oferta de forma privada y tras la respectiva negociación, así como de la realización de la reunión extraordinaria de la asamblea general de accionistas de la compañía ofertada, se acepta la oferta y de

mutuo acuerdo las partes cierran la negociación. Este es el ideal dentro de fenómenos de integración empresarial.

### **3.3.2. OPA competidora.**

Una Oferta Pública de Adquisición se denomina competidora cuando la oferta se dirige a un determinado bloque de acciones sobre los que ya se ha realizado una oferta previa por otro oferente y esta aún se encuentra vigente, entendiéndose que no se ha culminado el plazo de aceptación. Este evento se encuentra contemplado en el artículo 6.15.2.1.14 de la ley 2555 de 2010, en la que se definen como “Aquellas que se formulan sobre valores respecto de los cuales se ha autorizado una oferta pública de adquisición.” (Decreto 2555 de 2010, Art 6.15.2.1.14).

Respecto de esta OPA competitiva, el legislador prevé ciertos requisitos que esta oferta debe tener respecto de la que desea competir. En primer lugar y en el numeral 1 del artículo mencionado anteriormente, se especifica que el oferente que desee realizar la OPA competidora “no podrá conformar un mismo beneficiario real con el oferente precedente” (Decreto 2555 de 2010, Art 6.15.2.1.14), determinando que la opa a competidora no puede beneficiar a quien realizó la primera oferta. Seguidamente se regula un término especial para hacer pública la oferta, este debe ser máximo de dos (2) días hábiles antes de que se venza el plazo de recepción de aceptaciones de la oferta que le precede.

El numeral tercero menciona que la oferta competidora deberá realizarse por un número de valores superior, así como un precio mayor a la que le precede, lo que implica que la oferta que busque competir deberá ser mejor, pues según la citada ley esto implica que el precio por contraprestación ofrecida deberá ser por lo menos un 5% mayor al de la anterior, como también la oferta para competir deberá buscar una adquisición mínimo de un 5% más que la que le precede.

Los últimos dos requisitos establecidos por la ley obligan al oferente respecto de la contraprestación ofrecida a cambio de los títulos accionarios que desea, pues si el primer oferente ofreció dinero o valores, el competidor podrá ofrecer lo mismo,

mientras que, si el primero únicamente ofrece dinero, el segundo se encuentra obligado a pagar únicamente con sumas de dinero.

Respecto a los términos y plazos a realizar el pago si la primera oferta establecía un determinado plazo, la que le desee competir deberá establecer uno igual o inferior. Si el pago por el primero oferente se establece de contado, el segundo se verá en la obligación de establecer la misma forma para realizar el pago.

### **3.3.3. OPA de exclusión.**

En algunos mercados de valores internacionales como por ejemplo el español, la legislación regula este tipo de ofertas públicas, la cual se da en la situación en que “Una empresa acuerda la exclusión de negociación de sus acciones en el mercado bursátil”. (CaixaBank.s.f.)

El fin de esta operación es dar la posibilidad a los accionistas de vender sus acciones a un precio adecuado, pues el valor de los títulos de la compañía se encuentra sufriendo una devaluación importante en la Bolsa de Valores. En esta situación la ley obliga a la compañía a realizar una OPA de exclusión. Esta Oferta puede ser promovida por la compañía que dejará de cotizar sus títulos públicamente, así como por la que sea aprobada por la asamblea de accionistas.

En este tipo de OPA la contraprestación únicamente puede ser dinero y el valor para la oferta será determinado por criterios de valoración que establezca el valor liquidativo de la sociedad, el promedio del valor de las acciones en los últimos seis meses, u otros métodos que puedan ser utilizados en el caso en específico y se sean aprobados por los accionistas.

En la legislación colombiana a pesar de que no se especifica la denominación de Oferta Pública de Adquisición de Exclusión, en el decreto 2555 de 2010 en su artículo 5.2.6.1.2 “Cancelación de la inscripción de acciones inscritas en el RNVE y en bolsa de valores” se establece la obligación legal a la que se refiere doctrinariamente la OPA de exclusión, pues en el momento que la asamblea general de accionistas decida cancelar la inscripción de sus acciones en el RNVE así como

de la bolsa de valores, se obliga a los accionistas que aprobaron la cancelación de los títulos a promover una OPA sobre los títulos “propiedad de los accionistas ausentes o disidentes de dicha reunión, o sus causahabientes, y sobre los bonos convertibles en acciones en circulación de la sociedad.” (Decreto 2555 de 2010, Art 5.2.6.1.2)

La oferta que se deberá realizar máximo tres meses después de que se realizó la asamblea en la que se decidió el retiro de las acciones, so pena de que las decisiones tomadas en la asamblea queden sin efecto en caso de que no se realice la oferta en los mencionados términos.

Se establece en el artículo 5.2.6.1.4 de la misma ley que el precio de la OPA a realizar que deben realizar los sujetos obligados por ley “deberá ser determinado por una entidad evaluadora independiente”. La entidad que sea elegida para realizar el avalúo deberá ser sometida a consideración de la Superintendencia Financiera de Colombia, esto máximo a los 30 días hábiles siguientes a la realización de la asamblea en que se determinó el retiro de las acciones del mercado público y por los accionistas que votaron a su favor.

### **3.3.4. OPA obligatoria.**

Este fenómeno se da cuando la ley interna de un país determina situaciones específicas en las que una compañía se encuentra obligada por mandato legal a la realización de una OPA.

Por ejemplo y respecto a las OPA de exclusión, la legislación española determina que cuando una compañía realiza la exclusión de negociación de sus acciones en la bolsa de valores, esta se encuentra en la obligación legal de realizar esta OPA. En este entendido es facultad del legislador establecer las circunstancias específicas y especiales en que una compañía debe realizar una OPA. (Real Decreto 432/2003, de 11 de abril, por el que se modifica el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.)

### **3.3.5. OPA voluntaria.**

A diferencia de la OPA obligatoria, la OPA voluntaria responde a las necesidades del mercado, es la representación de la voluntad de un inversionista que para este caso su deseo es la compra de un determinado bloque de acciones, el móvil para la realización de esta operación no es una obligación legal.

En este tipo de oferta, el interesado en la compra de acciones puede establecer condiciones interpuestas por él, ya sea el determinado porcentaje de acciones que desea comprar o el plazo y forma en que pretende pagarlas. Este tipo de OPA es una “opción voluntaria reconocida por la Ley, que -en definitiva- podría reconducirse a la Libertad de Empresa, en cuanto engloba la libertad de organización de la estructura del accionariado” (García-Pita y Lastres, 2001, p. 1042)

### **3.3.6. OPA Total.**

Esta operación implica el deseo del oferente de comprar el equivalente al 100% del capital de la compañía que desea adquirir, se diferenciaría de una OPA parcial en el sentido que en esta el oferente determina el porcentaje de acciones que desea obtener.

Esto desvela el deseo del adquirente de tener el control total sobre las decisiones de la compañía, ostentando el control completo de la misma. Según la voluntad del legislador, se puede determinar circunstancias específicas en que una Oferta pública de adquisición por obligación legal deba ser total. (Reicks, 2005)

### **3.3.7. OPA Hostil.**

En principio la OPA hostil es la circunstancia opuesta a la OPA amistosa. La OPA hostil se presenta cuando el oferente no realiza una negociación con la junta directiva de la compañía en la que desea comprar un bloque de acciones, sino que realiza la oferta mediante la OPA directamente a los accionistas, se considera hostil

pues se omite la negociación con los representantes de la sociedad ofertada, así como la manifestación de la intención de realizar una OPA. (Reicks, 2005)

Tanto los representantes de la compañía como sus accionistas se enteran de la oferta al momento en que esta ya fue aprobada por el ente de control correspondiente, y la negociación de las acciones es suspendida a razón del plazo determinado para que los accionistas decidan sobre la oferta. Tanto el precio de la oferta, el porcentaje de títulos a comprar, como las condiciones de pago en ningún momento son negociadas entre el oferente y el ofertado.

#### **4. Regulación normativa en Colombia de las Ofertas Públicas de Adquisición.**

En Colombia para el año 2010 y mediante la facultad legislativa del presidente de la república, se emitió el Decreto 2555 *“Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones.”* En el Libro 15 Título 2 y desde el artículo 6.15.2.1.1 hasta el artículo 6.15.2.1.25 se regula lo pertinente a la *Oferta Pública de Adquisición*.

Los principales aspectos que trata el aparte mencionado hacen referencia en primer lugar a la situación concreta en que se debe realizar una OPA, así como los requisitos para esta. También se prevé en el presente decreto los respectivos términos del oferente respecto de las diferentes formalidades que este debe cumplir, se establece el pago de la contraprestación, así como los bienes en que esta puede pagarse.

Respecto a los tipos de ofertas públicas, en la legislación colombiana encontramos que se encuentra regulada en primer lugar la Oferta Pública de Adquisición respecto a su obligatoriedad como medio para adquirir acciones en dos determinadas situaciones, las que se encuentran específicamente en el artículo 6.15.2.1.1.

La primera cuando el adquirente que desea obtener participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) de las acciones ordinarias con derecho a voto, y la segunda cuando un accionista de la compañía que posee un veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto o más desee comprar acciones para

incrementar su porcentaje de participación social, deberá hacerlo igualmente mediante una OPA cuando pretenda un incremento del cincuenta por ciento (50%) o más de los títulos cotizados en bolsa.

La segunda Oferta Pública de adquisición que se regula en el decreto 2555 de 2010 es la OPA Competidora, la cual se encuentra en el artículo 6.15.2.1.14 de la mencionada ley.

De manera implícita en la ley se hace referencia a la OPA de exclusión en la ley mencionada en su artículo 5.2.6.1.2, en donde obliga a los accionistas que en asamblea votaron a favor de retirar las acciones del mercado de valores a realizar una OPA dirigida exclusivamente a “los accionistas ausentes o disidentes de dicha reunión, o sus causahabientes, y sobre los bonos convertibles en acciones en circulación de la sociedad”

Taxativamente no hay definición, mención o regulación de ningún otro tipo específico de OPA en la legislación colombiana. En especial la norma no menciona ni da definición de lo que puede ser una OPA Hostil.

#### **4.1. Prohibiciones para el Ofertado.**

El Decreto 2555 de 2010 en su artículo 6.15.2.1.19 establece las obligaciones que tiene el ofertado durante la realización de una OPA, enunciadas como actos de los que este se debe abstener de realizar desde el día en que se realiza la suspensión de la negociación de las acciones en bolsa y hasta que se publique el resultado final de la oferta respecto de los títulos que fueron adquiridos.

Este artículo en primer lugar se refiere a la emisión de acciones o de valores convertibles, por lo que durante el periodo de la opa la sociedad ofertada no podrá emitir títulos al mercado primario.

El segundo punto que se menciona es el efectuar de forma directa o indirecta cualquier tipo de operación sobre el monto de acciones que se pretendan con la oferta pública y que pueda perturbarla.

El tercer punto enuncia la enajenación o realización de un gravamen sobre un conjunto de bienes de la sociedad que sea equivalente al 5% o más de activos de esta, así como también el realizar arrendamientos sobre bienes que afecten el normal desarrollo de su objeto social.

El cuarto punto hace referencia a la realización de operaciones dirigidas a buscar una variación significativa en el valor de las acciones sobre las que se realizó la oferta.

En el quinto numeral de forma general se advierte la realización de todo acto ajeno al desarrollo del objeto social de la compañía, que no se encuentre dentro de los negocios ordinarios de la sociedad y que busquen la perturbación de la oferta.

Dentro de quienes deben evitar realizar alguno de los actos mencionados, la ley no encaja únicamente a la sociedad cuyas acciones son pretendidas por oferta pública, también se mencionan las personas jurídicas vinculadas a esta compañía por subordinación, por pertenecer al mismo grupo empresarial, así como personas cuyo beneficiario real sea al mismo. La abstención de realizar estos actos debe ser sobre operaciones directas o indirectas cuyo fin sea perturbar la OPA.

## **5. La Oferta Pública de Adquisición Hostil.**

### **5.1. ¿En qué consiste la Oferta Pública de Adquisición Hostil?**

Ya enunciado el concepto anteriormente, en el presente aparte se profundizará en la forma, condiciones y características de la OPA hostil con la finalidad de analizar, posteriormente, el caso que se presentó en Colombia.

Retomando, el término *Hostil* hace referencia al contexto en que se realiza la Oferta Pública de Adquisición, en este entendido el oferente busca como pretensión principal obtener el control de la compañía, y subsidiariamente en caso de que no fuese posible, obtener una participación accionaria importante a fin de adquirir

puestos en la junta directiva del ofertado para tener un mayor control político en esta.

Por este motivo los representantes de la compañía oferente omiten la negociación directa con la junta directiva de la sociedad objetivo, y lanzan la oferta mediante la OPA dirigiendo la pretensión de adquirir títulos ordinarios con derecho a voto directamente a los accionistas, por lo que la oferta “se dirige directamente a los accionistas y no se negocia primero con el equipo directivo” (Reicks, 2005).

Otro factor determinante para que el contexto sea *Hostil* implica que no hay unanimidad en los socios a lo hora de vender sus acciones a razón de la OPA, por lo que se entiende el deseo de no perder el control de la compañía. La parte oferente de la operación pretende adquirir acciones de la compañía, mientras que el ofertado no tiene intención de venderlas.

Obtener el control de la compañía implica ser propietario del 50,1% de las acciones ordinarias con derecho a voto suscritas de una sociedad, lo que convierte a la sociedad en subordinada. El artículo 26 de la Ley 222 de 1995, que subroga el artículo 260 del Código de Comercio establece que las sociedades subordinadas son aquellas compañías cuyas disposiciones y lineamientos, así como sus decisiones dependen de otra, pues esta denominada *Matriz* o *Controlante* ejerce el control de la subsidiaria, ya sea de forma directa o indirecta, sin que esto altere la situación de subordinación. Mediante la Sentencia C-510 de 1997 la Corte Constitucional aclaró que:

“pese a la existencia de personerías jurídicas distintas, el fenómeno de la subordinación por cualquiera de los factores dichos, significa una ostensible pérdida de autonomía económica, financiera, administrativa y de decisión por parte de las sociedades filiales o subordinadas, ya que, por definición están sujetas a las determinaciones, directrices y orientaciones de la matriz y tienen con ella indudables vínculos que implican en la práctica unidad de intereses y propósitos.” (Corte Constitucional, C-510 de 1997)

Tener el control de la compañía en las condiciones mencionadas anteriormente implica de forma adicional a quien ostenta la mayoría absoluta de decisión en el órgano pertinente la “Prima de control”. En el Auto 801-013957 del 4 de octubre de 2012 emitido por la Superintendencia de Sociedades se menciona la configuración de esta prima:

“cuando no se han pactado mayorías especiales en los estatutos sociales, los accionista que detenta más del cincuenta por ciento (50%) de las acciones suscritas cuenta con la posibilidad de aprobar cualquier decisión sometida a consideración de la asamblea general de accionistas (con excepción de las mayorías calificadas en casos previstos por la ley) esta potestad tiene un valor económico (...) el valor atribuido al control societario está reflejado en la denominada “prima de control” la cual se hace efectiva en el momento en que un controlante decide enajenar su mayoría accionaria en la compañía.” (Superintendencia de Sociedades, 2012)

Este fin principal del oferente de obtener el control al intentar comprar un bloque de acciones del 50% o más de una sociedad puede lograrse de forma más sencilla en una sociedad abierta en donde distintas personas ya sean naturales o jurídicas poseen las acciones de la compañía sin que ninguna tenga el cincuenta por ciento o más de las mismas, pues si el deseo del inversor es una compañía que se cataloga como filial, la negociación se torna más compleja y difícil dado que para poder democratizar el control de la compañía, eventualmente la matriz tendría que vender un determinado número de acciones para dejar de ser dominante.

## **5.2. Tipos de Oferta Pública de Adquisición Hostil**

Las Ofertas Públicas de Adquisición de carácter hostil pueden subdividirse según la intención que tenga el adquirente respecto de la compañía ofertada. Thomas Reicks en su libro *Adquisiciones Hostiles (Feindliche Übernahmen)* del 2005 hace una diferenciación de las OPAS hostiles entendiendo las pretensiones del adquirente al hacer la oferta. Esta caracterización de OPA's hostiles permite entender de mejor forma el por qué realizar una oferta eludiendo la negociación con los representantes

de la compañía objetivo, así como la intención del adquirente para realizarla, por lo que se trae a colación la discriminación realizada por Reicks.

- OPA Táctica.

La finalidad en esta oferta implica un motivo financiero por los beneficios económicos que se pueden obtener al adquirir participación accionaria en la compañía ofertada, principalmente por proyectos prometedores y atractivos que se encuentren en ejecución, así como dependencias prometedoras que para este caso específico se encuentran gestionadas ineficientemente por los administradores.

Esta OPA es un ataque directo a la junta directiva, pues para buscar una mejor administración de las dependencias por lo que es necesario cambiar los miembros de la junta directiva a fin de lograr una mejor gestión de los mismos para obtener mayor beneficio económico.

- OPA Metafórica.

El principal interés del oferente se encuentra en la marca, así como en el "Good Will" de la compañía en la que desea adquirir acciones, por lo que este pretenderá preservar la marca de prestigio de la empresa ofertada para así obtener beneficio de esta, asociándola a sus productos

- OPA Complementaria.

El autor menciona que en este tipo de OPA hostil hay dos principales fines, el primero de interés estratégico, pues el oferente pretende afianzar y expandir el porcentaje de su mercado que abarca, o incursionar en un mercado que sea complementario con sus productos, el segundo de interés financiero, pues se busca que la complementación entre sus productos y el nuevo mercado a abarcar permita que el segundo sea una complementación del para la producción primero y así reducir costos de fabricación.

- OPA Diversificadora.

Esta tiene una finalidad de expansión geográfica, el principal objetivo pretendido por la sociedad que realiza la oferta sería incursionar en mercados

extranjeros de forma rápida al comprar acciones de una compañía de otro país, pero de la misma industria en un mercado que sea prometedor, en donde exista un escenario que favorezca una producción óptima.

- OPA Mínima.

Esta oferta refiere a el interés de un beneficio económico a corto plazo, lo que buscaría el oferente es por ejemplo comprar acciones de una compañía que presente balances financieros que indiquen un alza al precio de sus acciones, para que cuando estas aumenten su valor venderlas y así obtener la ganancia en la diferencia de precios

### **5.3. ¿Por qué hacer una Oferta Pública de Adquisición Hostil?**

El factor que determina que una Oferta pública de adquisición se vuelva hostil es la relación entre el oferente y la junta directiva de la empresa objetivo, pues en el caso que una sociedad pretenda comprar un determinado bloque de acciones y esta tenga disposición de capital para la compra, como un interés determinante en realizar la adquisición y vea en la junta directiva un obstáculo para lograr el objetivo de participación, el oferente optará por dirigir la oferta directamente a los accionistas, pues busca que “la transferencia de control se realice sin intervención de los órganos de administración de la sociedad cuyo control se busca.”(Payet Puccio, 2001, p 112)

Respecto a la negociación con la junta directiva existen dos posibilidades, siendo la primera el evento en que la compañía oferente intentó realizar negociaciones con la junta directiva de la sociedad objetivo sin un resultado satisfactorio, situación en que la oferente por el interés que tiene en la ofertada decide realizar la Oferta a pesar de no haber llegado a un acuerdo en la negociación con los directivos de la empresa objetivo.

La segunda posibilidad es el evento en que la compañía interesada en realizar una oferta en ningún momento haya tenido la intención de intentar una negociación con la junta directiva de su objetivo, por lo que realizan la oferta sin que la junta directiva haya tenido conocimiento previo sobre el interés del oferente en realizar la compra

de acciones de su empresa. Esto pues la sociedad interesada en la compra de acciones como se mencionó con anterioridad ve a la junta directiva como una barrera que interfiere en la materialización de su objetivo.

## **6. Mecanismos de defensa ante una Oferta Pública de Adquisición Hostil y su viabilidad en la legislación colombiana.**

La realización de una Oferta Pública de Adquisición que se dirige directamente a los accionistas de una compañía no implica necesariamente el éxito de la operación, especialmente es situaciones en que la OPA se cataloga como Hostil, y la junta directiva de la compañía ofertada en ningún momento fue informada por parte del oferente de su deseo de realizar una compra de un número importante de acciones.

Para los miembros de la junta directiva de la sociedad ofertada, esta situación puede considerarse como una amenaza a la integridad de la compañía que representan, ya sea por los intereses del oferente, o por no permitir que un extraño que no realizó negociaciones con este órgano obtenga control político en la empresa, y que eventualmente sea este quien determine el rumbo de la misma.

Es por esto que las juntas directivas optan por tomar medidas de “defensa” a fin de impedir el éxito de la oferta, en su mayoría estas medidas buscan que el oferente pierda el interés en realizar la compra de las acciones.

La doctrina divide en dos los mecanismos para que una compañía se defienda de adquisiciones hostiles, siendo las primeras las medidas de defensa preventivas que se deben constituir a fin de una eventual OPA y las segundas las medidas o mecanismos defensivos a realizar luego de la publicación de la OPA, no obstante, “Es pertinente advertir, sin embargo, que esta clasificación no es rígida o hermética, sino que muchas medidas "anti OPA" pueden emplearse tanto antes como después del lanzamiento de una OPA.” (Payet Puccio, 2001, p 112)

Al momento de optar por alguno de los mecanismos anti opas, es pertinente determinar la legalidad de los mismos al pretender utilizarlos en Colombia, pues el empleo de algunos de estos métodos para defenderse ante una OPA hostil en el

territorio nacional puede implicar la violación de normas imperativas en materia comercial y financiera, e incluso para algunos otros mecanismos la imposibilidad de utilizarlos debido a la estructuración del derecho societario colombiano, así como del mercado público de valores nacional.

## **6.1. Mecanismos Preventivos**

Como hace referencia su nombre, estos mecanismos tienen como fin proteger a la compañía ante una eventual OPA hostil, estas medidas deben ser “adoptadas anticipadamente para fortalecer la posición de la sociedad ante una eventual OPA” (Payet Puccio, 2001, p. 112)

### **6.1.1. El enroque.**

También denominado como cruce accionario “consiste en invertir de forma cruzada una empresa con otra, de tal manera que cada empresa posee participación en otra, cumpliendo con el objetivo principal de la unión” (BASTO GÓMEZ et al., 2010, p. 29). Este mecanismo de defensa es utilizado por compañías que, a pesar de tener diferente objeto social, tienen intereses y fines en común, en ocasiones representados en defensa del regionalismo de las empresas.

Al momento que se presente una OPA hostil en contra de alguna de las compañías que conformen el enroque, las demás que tienen cruzadas las acciones a fin de defender el enroque presentarán resistencia a la hora de aceptar la oferta, por lo que la única alternativa del oferente será comprar acciones de los minoritarios en todas las compañías que cruzaron sus acciones.

Esto hace que, para poder obtener el control de una de las compañías pertenecientes al enroque, el oferente deberá incrementar significativamente el costo de su inversión comprando bloques de acciones en las demás empresas a fin de tener influencia en la junta directiva de estas y así persuadir para la venta de las acciones que les pertenecen sobre la primera ofertada y romper el enroque.

Este método preventivo se evidenció en Colombia con el “Grupo empresarial Antioqueño” caso que se tratará más adelante.

La legislación nacional no prohíbe la posibilidad de que dos o más compañías crucen sus acciones, siempre y cuando este negocio se realice antes de que se haga la oferta pública de adquisición.

### **6.1.2. Modificación en los estatutos.**

Otra modalidad utilizada por compañías cuya pretensión es presentar resistencia al momento de ser blancos de una OPA Hostil es la modificación de los estatutos de la sociedad, para así entorpecer la toma del control por parte de un oferente.

La implementación de esta medida no busca “evitar directamente la adquisición de acciones sino retrasar o dificultar la efectiva toma del control de la sociedad por el adquirente” (Payet Puccio, 2001, p. 113)

Una modificación estatutaria que podría reducir el posible interés de una compañía de realizar una OPA consiste en establecer “Mayorías calificadas requeridas para determinados acuerdos (por ejemplo, fusión con un accionista)”;(Payet Puccio, 2001, p. 113), pues la inversión que tendría que hacer un eventual oferente en la compañía que pretenda una fusión aumentaría drásticamente, dado que obtener el control con una participación del 70% más una de acciones con derecho a voto no le sería suficiente para la aprobación de una fusión cuyo requisito para su aprobación corresponda por ejemplo al 90%.

En Colombia, las compañías al poder determinar en los estatutos de la sociedad el porcentaje necesario de votos de la asamblea de accionistas para la aprobación de una fusión, siempre y cuando este corresponda al 70% o más de los votos, están en libertad de modificar los valores porcentuales para la aprobación de la fusión, por lo que no existe impedimento para realizar una modificación en los estatutos.

### **6.1.3. Emisión de acciones privilegiadas.**

La emisión de acciones privilegiadas por parte de una sociedad resulta efectiva para prevenir una posible adquisición e incluso si el oferente logra realizar la compra de acciones que buscaba, la emisión de estas acciones podría llegar a frustrar un intento de fusión por parte del anterior adquirente.

Emitir acciones privilegiadas que posean derecho a voto múltiple y que este privilegio se pierda en caso de venta de esta especie de acciones, da mayor posibilidad de persuasión por parte de los administradores a los accionistas para que ante una eventual OPA estos se nieguen a transferir sus títulos, “Puede establecerse también que los derechos de voto especiales en los que consiste el privilegio quedan eliminados con la transferencia de las acciones.” (Payet Puccio, 2001, p. 113)

De igual forma, y utilizando en conjunto la estrategia anterior de modificaciones estatutarias, al establecer que determinadas decisiones únicamente puedan ser tomadas mediante una mayoría calificada da ventaja política a los socios que no opten por vender sus acciones en el caso que ante una OPA el oferente logre obtener acciones en un porcentaje significativo de la compañía.

Dentro del ordenamiento jurídico colombiano, encontramos que el Código de Comercio establece en su artículo 375 la naturaleza y calidad de las acciones de las sociedades anónimas, dónde se señala, que *“el capital de la sociedad anónima se dividirá en acciones de igual valor que se representan en títulos negociables”*, artículo que para nuestro fin se complementa con el 369 del código ya mencionado, el cual enuncia que *“en la junta de socios, cada uno tendrá tantos votos cuantas cuotas posea en la compañía”* (Código de Comercio, 1971) premisa que excluye la posibilidad de que una acción equivalga a más de un voto al momento de tomar decisiones en el respectivo órgano social, motivo por el cual esta estrategia no puede ejecutarse bajo la legislación colombiana.

#### **6.2.4. La píldora envenenada (*poission pills*)**

La práctica de esta estrategia preventiva “se fundamenta en la capacidad que tiene la Junta Directiva de emitir un paquete de opciones sobre acciones con

determinadas cualidades sin la aprobación de la Asamblea General.” (Ayala Roa, 2013, p. 48).

Esta facultad de la junta directiva permite el ofrecimiento de acciones en reserva para los accionistas, exceptuando a quienes posean más de un determinado porcentaje de acciones ordinarias con derecho a voto, “de esta forma se pretende que el comprador indeseado por la Junta se diluya o se le haga supremamente costoso adquirir el control de la empresa” (Ayala Roa, 2013, p. 48).

Esta medida otorga al administrador de la compañía ofertada una ventaja al momento de realizar una negociación sobre los valores de la compañía, pues uno de los presupuestos de las “*poission pills*” es que “como parte de la estructura del plan de derechos se otorga a dicho órgano la posibilidad de dejarlo sin efecto (...) tanto la creación como la desactivación del plan corresponden al directorio” (Payet Puccio, 2001, p. 113)

En Colombia, la emisión de acciones en reserva a fin de ofrecerlas a los accionistas es viable, siempre y cuando esto se realice antes de la OPA, pues realizar esta acción desde la aprobación de la OPA hasta la culminación de la misma causaría una violación a los numerales 1, 4, y 5 del artículo 6.15.2.1.19 del decreto 2555 de 2010.

## **6.2. Mecanismos defensivos.**

A diferencia de los mecanismos preventivos que se diseñan de forma anticipada a la notificación de una OPA hostil, estos métodos se “articulan a partir del momento en que se plantea la oferta hostil (Sanchez Andrés, 2003, p. 334)”

### **6.2.1. El Caballero blanco.**

Consiste en “la búsqueda por parte de la administración, de un adquirente amistoso” (Payet Puccio, 2001, p. 114) que realice una OPA competitiva, por lo que el término “*Caballero Blanco*” hace referencia a un inversionista o a una compañía que tenga relaciones amistosas con la sociedad ofertada junto con el capital, para que este realice una oferta sobre los valores afectados. Por lo que los administradores entrarían en una etapa de persuasión con los accionistas, para así convencerlos de vender sus acciones a la sociedad que realizará la oferta competitiva.

Este Medio de defensa implica una cesión del poder político según el número de acciones que se vendan a la compañía amistosa, por lo que se considera una medida de último recurso cuya finalidad es que el oferente hostil no logre adquirir las acciones que pretende, pero sin embargo teniendo que enajenarlas a la sociedad que actúa como “*Caballero Blanco*”.

Dentro de la legislación nacional, el artículo 6.15.2.1.14 del decreto 2555 de 2010 regula lo pertinente a las “Ofertas Competidoras”, siendo estas “aquellas que se formulan sobre valores respecto de los cuales se ha autorizado una oferta pública de adquisición.” Por lo tanto, buscar un aliado que pueda competir contra una OPA realizada sobre las acciones de determinada compañía es completamente permitido, siempre y cuando se sigan las estipulaciones presentes en el artículo del decreto mencionado anteriormente.

### **6.2.2. Las joyas de la corona.**

Esta medida implica la venta de determinados activos que la compañía ofertada posee, ya sea en la matriz o en sus filiales, más específicamente aquellos que hacen que esta sea atractiva para el oferente.

Se busca así que la sociedad interesada en la compra de acciones de la empresa objetivo pierda el interés, pues ya no le resultaría útil la compra, dado que “El precio de los activos bajará y por ende el precio ofrecido por la empresa atacante va a ser

muy superior en comparación con el valor estimado de la empresa” (Rodríguez Plazas, S., & Torres Cortes, D. M. 2016, p 18). En caso de que el oferente continúe con la OPA y esta triunfase, ocurrirá que “el oferente se vea sujeto a pagar en exceso por una participación social cuyo valor ha sido "vaciado" previamente” (Sánchez Andrés, 2003, p 352)

Es importante señalar que la transferencia u opción de compra puede pactarse con un “acuerdo que contenga el derecho de recompra de los activos” (Rodríguez Plazas, S., & Torres Cortes, D. M. 2016, p 18), o pactar la venta “sujeta a la condición suspensiva de que se produzca la adquisición hostil” (Payet Puccio, 2001, p. 114).

La ejecución de esta medida no es posible en Colombia, pues su ejecución causaría la violación del artículo 6.15.2.1.19 del decreto 2555 de 2010, en especial su numeral 3, que señala la prohibición de *“Enajenar, gravar o realizar cualquier tipo de acto que implique una disposición definitiva de cualquier bien o conjunto de bienes que representen un porcentaje igual o superior al cinco por ciento (5%) del total del activo del emisor, así como arrendar inmuebles u otros bienes que perturben el normal desarrollo de la oferta.”* (Decreto 2555 de 2010 [PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA] Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Julio 15 de 2010).

### **6.2.3. Defensa Pac-Man.**

Este mecanismo de defensa “consistente en que la sociedad target lanza a su vez una nueva OPA contra la sociedad asaltante” (Sánchez Andrés, 2003, p. 351), por lo que la compañía sobre la que se realiza la primera OPA, decide ir por acciones de quien inició la adquisición, realizando el “lanzamiento, por la sociedad objeto de la OPA, de una OPA sobre el adquirente hostil” (Payet Puccio, 2001, p. 115)

Esta medida a fin de crear una competencia mutua de adquisición cuyo propósito es que el primer oferente hostil cese con el proceso de la adquisición.

Este medio de defensa es permitido en Colombia, dado que no existe ley que prohíba que una compañía que se encuentre afectada en un proceso de OPA no pueda realizar una Oferta Pública de Adquisición respecto de los valores de la compañía que en primer momento realizó la oferta.

#### **6.2.4. Endeudamiento.**

Consiste en disminuir la liquidez de la compañía ofertada, “sea con el objeto de distribuir recursos a sus accionistas, o con la finalidad de adquirir otros activos, o ambos.” (Payet Puccio, 2001, p. 114).

La sociedad perdería de esta forma su liquidez, factor que podría tener impacto en el interés de la compañía oferente en continuar o en realizar la compra del bloque de acciones que pretendía, la estrategia para combatir a OPA Hostil es el endeudamiento.

Esta medida no puede realizarse en Colombia mientras la compañía se encuentra en el proceso de una OPA que ya fue aprobada, pues violaría el numeral 4 del artículo 6.15.2.1.19 Decreto 2555 de 2010, el cual señala la prohibición de “*Realizar operaciones que tengan por objeto o por efecto generar una variación sustancial en el precio de los valores objeto de la oferta.*” (Decreto 2555 de 2010 [PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA] Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Julio 15 de 2010).

#### **6.2.5. Persuasión.**

Implica la toma de acción por parte de los administradores para acudir a la junta de accionistas a fin de “persuadirlos” para que no vendan sus acciones ante la inminente oferta, intentando convencerlos de la “inconveniencia de aceptar la OPA” (Payet Puccio, 2001, p. 115) para la compañía.

Esta práctica se basa en los deberes que tienen los administradores para con los accionistas, en los que se “interpreta que los deberes de diligencia y lealtad de los directores incluyen el informar adecuadamente a los accionistas sobre la conveniencia o inconveniencia de aceptar una oferta.” (Payet Puccio, 2001, p. 115).

En Colombia esta es una conducta que no se encuentra prohibida, por lo que los miembros de la junta directiva pueden citar a una asamblea de accionistas extraordinaria a fin de exponer los motivos que consideren necesarios del por qué no conviene a los intereses de la compañía abrir las puertas a un nuevo accionista.

### **7. Caso práctico, LAS OPAS CONTRA EL GEA.**

El Grupo Empresarial Antioqueño es un Conglomerado de empresas colombianas que cotizan sus acciones en la bolsa de Valores de Colombia, que se encuentran representados principalmente por GRUPO NUTRESA S.A., GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A. -GRUPO SURA, y GRUPO ARGOS S.A. “

“La formación del GEA no obedeció a una planeación, sino que surgió como un movimiento de defensa de la propiedad accionaria de las empresas antioqueñas ante las tomas hostiles por parte de otros grupos económicos, con el fin de poder conservar el centro de decisiones en la región. Para ello se hizo un cruce de la propiedad accionaria no sólo entre sus empresas líderes sino también por medio de las subordinadas y filiales.” (Londoño, 2004,)

Estas empresas representan la industria colombiana a nivel transnacional, motivo por el que, cómo se mencionó anteriormente, este grupo de empresas decidió a fin de defender la idiosincrasia, el sentido y origen nacional de sus compañías defenderse mediante un cruce de acciones entre ellas, conocido como “*ENROQUE*” permitiéndoles tener una estrategia defensiva ante posibles intentos de adquisiciones por parte de compañías extranjeras.

Es importante señalar que este grupo de empresas no se encuentran constituidas formalmente bajo la figura de *grupo empresarial*, son denominadas de esta forma debido al cruce accionario que poseen entre sí.

Para septiembre del año 2021, dos meses antes de que comenzara la disputa por las acciones de las principales compañías del GEA, el enroque accionario era el siguiente:

Cuadro 1. Enroque del grupo antioqueño



IMAGEN TOMADA DE: <https://forbes.co/2021/09/07/red-forbes/el-gea-y-la-cohesion-de-las-elites-paisas>

La imagen permite una comprensión certera de la relación que tienen las compañías del GEA frente al enroque accionario que realizaron. Para el fin presente, nos interesa principalmente las acciones de GRUPO NUTRESA, GRUPO SURA, y GRUPO ARGOS, las cuales se enuncian a continuación.

PORCENTAJE DE ACCIONES QUE POSEE GRUPO NUTRESA POR EL ENROQUE:

- GRUPO SURA: 12,66%

- GRUPO ARGOS: 12,37%

PORCENTAJE DE ACCIONES QUE POSEE GRUPO SURA POR EL ENROQUE:

- GRUPO NUTRESA: 35,10%
- GRUPO ARGOS: 35,24%
- ENKA : 16,76%
- GRUPO BANCOLOMBIA: 46,10%
- PROTECCIÓN: 49,36%

PORCENTAJE DE ACCIONES QUE POSEE GRUPO ARGOS POR EL ENROQUE:

- GRUPO NUTRESA: 9,935
- GRUPO SURA: 27,6%
- CELSIA: 52,93%
- EPSA: 1,87%
- ARGOS: 55,34%

## 7.1 LAS PRIMERAS OPAS

El 10 de noviembre de 2021, La compañía NUGUIL S.A.S., solicitó a la superintendencia financiera de Colombia la autorización de OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN por GRUPO NUTRESA S.A., pretendiendo comprar como mínimo el 50,1% y como máximo el 62,62% de las acciones de la compañía mencionada.

Esta solicitud se presentó al ente administrativo mencionado sin que previamente hubiese existido conocimiento por parte de los Directivos de GRUPO NUTRESA S.A., del interés del oferente por adquirir acciones de la compañía ofertada, lo que califica esta adquisición como *HOSTIL*. La oferta realizada por NUGIL fue de \$7,71 USD por acción, lo que significa un incremento de 23,18% en la valorización de la acción según el precio en el que se encontraba cotizando en bolsa, una oferta contundente para hacerse del control de NUTRESA. (Fusion Media Ltda, investing.com, 2023).

El 14 de diciembre de 2021, sin que hubiese finalizado el plazo otorgado a los accionistas de NUTRESA para decidir si vender o no sus títulos, se conoció públicamente que JGDB HOLDING cuyo beneficiario real era JAIME GILINSKY,

recibió la autorización por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) para realizar una nueva OPA, esta vez para adquirir como mínimo el 23,3% y como máximo el 31,6% de las acciones de GRUPO NUTRESA cotizadas en la Bolsa de Valores de Colombia. El precio ofrecido por JGDB a los accionistas fue de \$8,01 USD por acción. (Fusion Media Ltda, investing.com, 2023)

Finalizada la OPA por NUTRESA, el 12 de enero de 2022, Gilinsky logró hacerse con el 27,69% de la totalidad de títulos ordinarios de la compañía mencionada. Al no lograr los mínimos establecidos, el oferente ejecutó la opción establecida en los cuadernillos de modificar los mínimos de aceptación para la oferta, convirtiéndose el empresario Caleño en el segundo mayor accionista de la multinacional de alimentos.

Ante esta primera OPA que se presenció las compañías pertenecientes al GEA fueron enfáticas en cuanto a su negativa de vender los títulos que poseen en NUTRESA, valores mencionados anteriormente, buscando proteger de esta forma el enroque accionario.(Pastrán, 2021)

El 14 de enero de 2022, la Bolsa de Valores de Colombia confirmó la adjudicación del 25,25% de los títulos de SURA a favor de JGDB HOLDING. En esta OPA, NUTRESA y ARGOS luego de las diversas deliberaciones de las respectivas juntas directivas, así como de las discusiones llevadas a cabo en las asambleas de accionistas, decidieron igual que en la anterior oferta no vender los títulos que poseen de SURA, reafirmando así la posición de las empresas del GEA de hacer lo posible para mantener el enroque accionario.(Cajamarca, 2021)

## **7.2 SEGUNDA RONDA DE OPAS**

El 16 de enero de 2022, un mes después de la primera oferta realizada por GILINSKY a SURA, el banquero colombiano solicitó autorización a la SFC para realizar una segunda OPA sobre la misma compañía, esta a fin de adquirir un 6,25% adicional de las acciones. Para esta segunda OPA, el oferente estableció un precio de \$9,88 USD por acción, lo que equivale a un aumento del 24,6% frente al precio

ofrecido en la primera OPA. Es pertinente mencionar que, así como sucedió en la primera oferta y cómo será de aquí en adelante para las diversas ofertas presentadas, no hubo negociación o notificación a los administradores de la empresa del GEA por parte del oferente de su intención de realizar una nueva OPA. (Cajamarca, 2022)

Cuatro días después de la comunicación pública de la segunda OPA por SURA, es decir el 18 de enero de 2022, la SFC ordenó la suspensión de la negociación de las acciones de NUTRESA, esto al aprobar la nueva OPA de NUGIL por un mínimo de 18,3% y un máximo de 22,8% de los títulos en circulación de la compañía opada, esta vez con un precio de compra de \$10,48 USD.

Esta segunda ronda de OPAS afirma la intención hostil por parte de GILINSKY de obtener a toda costa si no el control, una posición política dominante en las juntas directivas de estas dos compañías del GEA. (Salazar, 2022)

Así como en las primeras OPAs, NUTRESA, SURA y ARGOS mantuvieron su postura inquebrantable de no vender sus acciones de las empresas del GEA, conducta que ratificó el interés de los corporativos de mantener el enroque a toda costa a pesar de la presión ahora ejercida de forma directa por GILINSKY.

El 28 de febrero de 2022 y finalizada esta segunda ronda de Ofertas Públicas de Adquisición, GILINSKY logró obtener un 3,11% adicional de participación en NUTRESA y un 7,74% adicional de acciones en SURA. Con esta nueva adquisición, GILINSKY se hizo poseedor del 30,71% de las acciones de NUTRESA, y del 31,5% de los títulos de SURA. A pesar de la entrada de GILINSKY en el ecosistema del GEA como accionista con importante influencia política, los administradores del GEA continuaban haciendo lo posible para mantener el enroque accionario. (Salazar, 2022)

### **7.3 TERCERA RONDA DE OPAS**

Sin dar tiempo a perder, GILINSKY por medio de NUGIL y JGDB HOLDING el 28 de febrero de 2022 puso en marcha el tercer round de Ofertas Públicas de adquisición, esta vez buscando entre el 5,2% y el 6,5% de acciones de SURA, por un precio de

\$9,88 USD1 y buscando entre el 9,6 y el 12% de los títulos de NUTRESA a un precio de \$12,58 USD. El 25 de marzo, la SFC aprobó las nuevas OPAS por parte de GILINSKY.

EL deseo de adquisición de las acciones del GEA no paraba, y cada vez el aumento del precio por acción evidenciaba el deseo imparable de GILINSKY por acrecentar su poder político en la toma de decisiones de las compañías.

Esta tercera ronda de OPAS tuvo una característica importante, que fue la presencia tanto de JAIME GILINSKY como de GABRIEL GILINSKY (hijo de JAIME) en las juntas directivas de GRUPO NUTRESA y GRUPO SURA respectivamente. Esta situación fue aprovechada por los GILINSKY pues en las asambleas de accionistas, reiteraron el papel de los accionistas y el deber que tienen las juntas directivas de buscar el mayor beneficio para los accionistas, generando presión a los administradores de las compañías del GEA para vender sus acciones en las OPAs, resaltando el deber fiduciario de estos para con los accionistas.(Morales, 2022)

En este mes de marzo GILINSKY manifiesta su intención de fusionar GRUPO SURA, BANCOLOMBIA con el banco de su propiedad GNB SURAMERIS, esto desveló el interés oculto pero previsible del banquero caleño de obtener una posición dominante en sura y así hacer más fácil el camino para esta fusión de compañías dedicadas al sector banca y finanzas. (Morales, 2022)

El 16 de mayo de 2022 continuando con el entramado de esta disputa por las acciones de las empresas del GEA, la Bolsa de Valores de Colombia declaró desierta la tercera OPA presentada por NUTRESA, debido a que GILINSKY decidió no bajar el mínimo de acciones pretendidas por lo que, en esta ronda, el banquero no adquirió títulos adicionales de NUTRESA. En cuanto a SURA, GILINSKY consiguió aumentar su participación accionaria en la compañía en un 8,5%, llegando a ser dueño del 38% de las acciones de GRUPO SURA.(Cajamarca, 2022)

#### **7.4 LA NUEVA COMPOSICIÓN ACCIONARIA DEL GEA EN LA ERA GILINSKY**

La imagen mostrada a continuación muestra la nueva composición accionaria del ecosistema del Grupo Empresarial Antioqueño, pero esta vez con un nuevo y poderoso integrante, GABRIEL GILINSKY:

Cuadro 2. Enroque accionario posterior a las OPAs

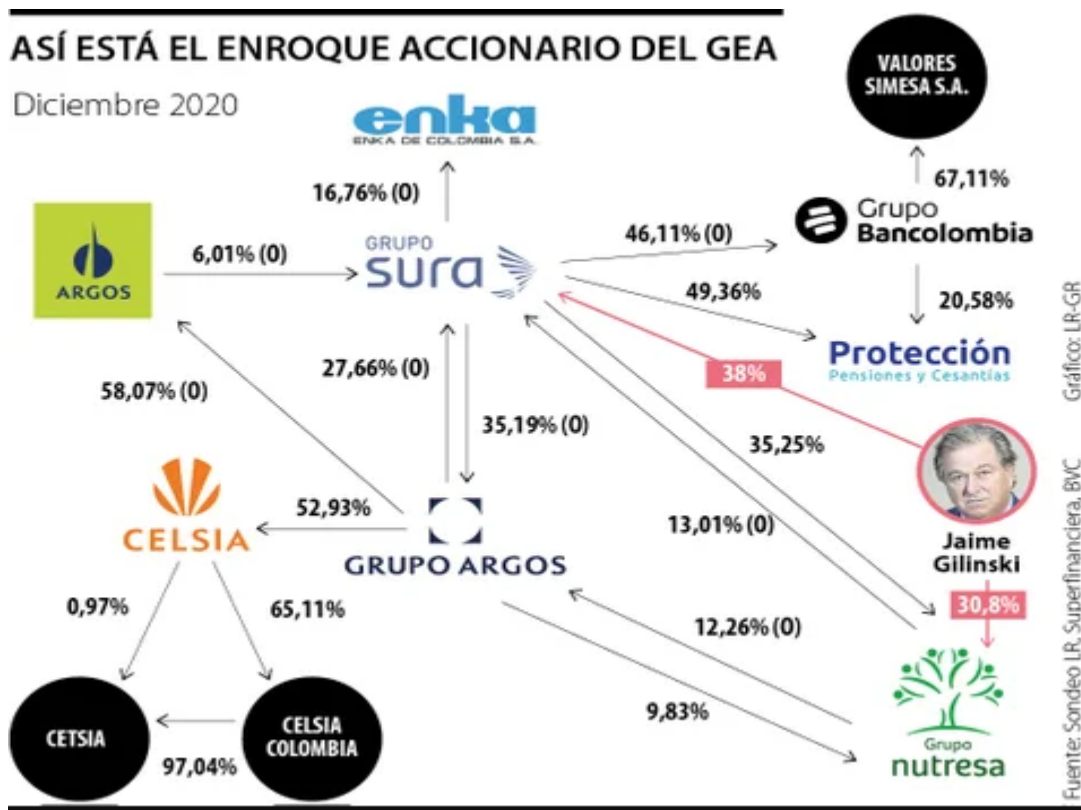


IMAGEN TOMADA DE:  
<https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/de-ser-exitosa-la-opa-jaime-gilinski-podria-lograr-dos-sillas-en-junta-de-grupo-argos-3384214>

## 7.5 LA OPA POR GRUPO ARGOS, EL ESLABÓN FALTANTE

Continuando con el entramado que se había venido desarrollando y con elocuencia respecto al evidente interés de GILINSKY por fisurar y romper el enroque accionario del GEA, el 19 de mayo de 2022 se conoció públicamente la ahora intención del banquero de realizar una OPA por GRUPO ARGOS, el último gran eslabón que le faltaba atacar del GEA.

Esta vez, GILINSKY pretendía ir por entre el 26% y el 32,5% de las acciones ordinarias en circulación de ARGOS. Nuevamente la empresa utilizada para realizar la OPA fue NUGIL S.A.S., el valor de compra de acciones se estableció en \$4,8 USD. La OPA fue aprobada el 8 de junio, esta comenzaría el 21 del mismo mes.

Los administradores de SURA y NUTRESA como ha sido tendencia se mantuvieron firmes en la decisión de no vender su participación en ARGOS pretendiendo mantener el enroque del GEA. GILINSKY alcanzó hasta el último día de aceptación de la OPA el 11,08% de las acciones, no obstante, el banquero no liberó los mínimos, por lo que la OPA fue declarada desierta.(Cajamarca, 2022)

## **7.6 LLEGADA DE LOS REFUERZOS INTERNACIONALES DE GILINSKY**

En septiembre de 2022 y luego de casi dos meses desde que se declaró desierta la OPA por ARGOS, se solicitó autorización para una nueva OPA por grupo Nutresa, pero esta vez el oferente fue INTERNATIONAL HOLDING COMPANY (IHC) una compañía con sede central en Abu Dhabi, sociedad con una capitalización bursátil de \$180.000 millones USD. La oferta esta vez pretendía la adquisición de entre el 25% y el 31,25% de las acciones ordinarias en circulación, cada título se pagaría a \$15 USD. El 18 de octubre de 2022 se aprobó por parte de la SFC la OPA. (Morales, 2022)

El 18 de noviembre de 2022, y a pesar de que el 7,71% de los accionistas había decidido vender sus títulos, la OPA fue declarada desierta por la BVC, esto a pesar del interesante precio que se ofreció por las acciones de NUTRESA. A pesar de los refuerzos de GILINSKY, el GEA se negaba a romper el enroque accionario que los protege. (Salazar, 2022)

## **7.7 LA DISPUTA LEGAL**

La disputa legal comenzó en el momento que la junta directiva de Nutresa se preparaba para votar respecto de la OPA realizada por IHC a NUTRESA, en ese preciso momento la junta directiva de NUTRESA contaba con 7 miembros de los cuales 3 representaban los intereses de GILINSKY como accionistas, los otros

cuatro eran independientes. La Superintendencia de Sociedades inhabilitó a dos de los miembros independientes para decidir sobre esta OPA, esto debido a conflictos de intereses, por ser familiares de otros miembros de la Junta de NUTRESA. (Camila et al., 2022)

Al ser pública la inhabilidad emitida por la Superintendencia de Sociedades, los representantes de GILINSKY en la junta directiva manifestaron que con cinco miembros la junta podía aun así decidir respecto de la OPA. Al ser en este momento de los 5 miembros de junta directiva 3 de GILINSKY, estos procedieron a firmar un acta en la que aprobaban la venta de acciones a IHC por la OPA. (Camila et al., 2022)

Por la conducta cometida por los miembros de la junta que representaban los intereses del banquero caleño, los restantes cuatro miembros de la Junta Directiva de NUTRESA presentaron su renuncia. Esto dejaba únicamente a los tres miembros de junta que representaban a GILINSKY.

Luego de la mencionada votación, se presentaron tres demandas civiles, la primera presentada por los accionistas minoritarios de SURA, la segunda por Cementos Argos y la tercera por Grupo Sura. Estas demandas fueron admitidas por un juzgado Civil del Circuito en Medellín. Estas acciones legales frenaron por completo la posibilidad de vender las acciones que SURA poseía de GRUPO ARGOS. (Camila et al., 2022)

## **7.8 EL FUTURO DEL GEA**

Ante las diversas posibilidades de circunstancias que deba enfrentar el GEA ante esta larga disputa de OPAS por el control de las grandes compañías del conglomerado, solo queda la incertidumbre de esperar las futuras movidas de GILINSKY, futuras OPAS, intentos de fusión. La historia aún no ha terminado.

## 8. CONCLUSIONES.

Con la información recopilada, estudiada y analizada se encontró que en un mundo globalizado financieramente como lo es el de esta primera mitad del siglo XXI, los mercados bursátiles se encuentran en constante cambio y flujo, las posibilidades de diversificación por parte de los grandes fondos de inversión se enfocan en nuevos mercados emergentes como lo es el latinoamericano.

El caso recopilado del Grupo Empresarial Antioqueño es evidencia lo mencionado con anterioridad, en dónde inversionistas árabes enfocan su inversión en el mercado colombiano. No obstante, esto causa que se retome una discusión, aquella que llevó a las empresas de GEA a realizar un enroque accionario como método preventivo ante Ofertas Públicas de Adquisición de carácter HOSTIL, surge la siguiente pregunta: ¿Se debe permitir la entrada de un agente transnacional extranjero a la administración de compañías con un fuerte sentimiento de industria regional? La respuesta a este interrogante sólo la dará el tiempo junto con los resultados de las decisiones tomadas por los administradores de estas compañías con tan importante valor y significado para la industria nacional colombiana y latinoamericana.

Por ahora y según lo evidenciado en los hechos y conducta de la administración de las grandes empresas del GEA, se encuentra un ferviente interés en defender la industria nacional, intentando a toda costa mantener el enroque el cual ha cumplido su propósito hasta el momento. Aún con la entrada de GILINSKY como un accionista importante, no se permitió pese a la presión política y mediática que las acciones de NUTRESA en propiedad de SURA fueran vendidas a los árabes.

Esto es evidencia del funcionamiento en el mundo corporativo tanto de los ataques Hostiles como de la Defensa que ejercen las grandes compañías en el mundo. Este caso en especial permite estudiar el “*Modus Operandi*” de un oferente con capital suficiente para ejecutar su voluntad y pretensión de tomar el control de una compañía sin que el dinero sea un problema, así como el actuar de un grupo de compañías con un sentido nacional de pertenencia en común, que pretenden defenderse del ataque a toda costa, ejecutando así en la practica las teorías de

acciones para evitar que un agente externo que pretende a toda costa tomar el control de una compañía lo logre.

(Información recuperada de los diversos artículos realizados por el diario la república. Los artículos fueron recopilados en el especial del Diario la República -Las OPAS por el GEA-)

<https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa>

## Referencias

Auto 801-013957 del 4 de octubre de 2012 emitido por la Superintendencia de Sociedades

Ayala Roa, M. (2013). *Análisis del ordenamiento jurídico respecto a los deberes fiduciarios de los admiradores en un contexto de tomas hostiles* [Trabajo de grado para optar por el título de Abogado]. Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia.

BASTO GÓMEZ, H. H., GÓMEZ ARISTIZÁBAL, H. M., & VALENCIA PULIDO, M. C. (2010). *ANÁLISIS DE LA DINÁMICA ESTRATÉGICA DEL GRUPO EMPRESARIAL ANTIOQUEÑO EN LOS ÚLTIMOS 30 AÑOS (1978-2008)*.

Cajamarca, I. (2021, December 14). Bolsa de Valores y Superfinanciera autorizan OPA por hasta 31,6% del Grupo Sura. *LaRepublica.co*.  
<https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/bolsa-de-valores-y-superfinanciera-autorizan-opa-por-hasta-31-6-del-grupo-sura-3273653>

Cajamarca, I. (2022, January 17). Tras conocerse nueva OPA por Sura, su acción preferencial se disparó 20,7% en la BVC. *LaRepublica.co*.  
<https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/tras-conocerse-nueva-opa-por-sura-su-accion-preferencial-se-disparo-20-7-en-la-bvc-3287399>

Cajamarca, I. (2022, junio). "La integración de las bolsas de Colombia, Chile y Perú dará más opciones de inversión". *La República*. Recuperado de <https://www.larepublica.co/>

Cajamarca, I. (2022, May 16). Bolsa de Valores de Colombia declaró desierta la tercera OPA de Gilinski sobre Nutresa. *LaRepublica.co*.

<https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/bolsa-de-valores-de-colombia-declaro-desierta-la-tercera-opa-de-gilinski-sobre-nutresa-3364646>

Cajamarca, I. (2022, June 2). ¿Por qué Jaime Gilinski decidió aumentar el precio ofrecido en la OPA por Argos? *LaRepublica.co*.

<https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/por-que-jaime-gilinski-decidio-aumentar-el-precio-ofrecido-en-la-opa-por-argos-3375537>

Camila, M., Olarte, G., & Ruiz, J. C. (2022, November 30). Gilinski vs. el GEA: así va la disputa empresarial que ya escaló a la justicia. *La Silla Vacía*.

<https://www.lasillavacia.com/historias/silla-nacional/gilinski-vs-el-gea-asi-va-la-disputa-empresarial-que-ya-escalo-a-la-justicia/>

Corte Constitucional. (9 de octubre de 1997) Sentencia C-510 de 1997 [MP José Gregorio Hernández Galindo].

Código de Comercio, Decreto 410 de 1971, marzo 27 de 1971 (Colombia)

Días Gamboa, S. (2022, mayo). Las firmas que lideran en Fusiones y Adquisiciones, según el informe de abril de TTR. *asuntos legales*. Recuperado de <https://www.asuntoslegales.com.co/>

Echeverry Botero, D. A. (2019). *Sistema Financiero y Bursátil*. CONSEJO SUPERIOR DE LA JUDICATURA ESCUELA JUDICIAL “RODRIGO LARA BONILLA”.

EL PRESIDENTE DE LA REPÚBLICA DE COLOMBIA. (2010.). *Decreto 2555 de 2010* [Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones.].

Fernández-Armesto, J. (1998). Las OPAs y el mercado de control empresarial: Un balance de diez años de experiencia. *Revista de Derecho Mercantil*, 39.

Fernández Rozas, J. C. (2000). EL DERECHO DEL COMERCIO INTERNACIONAL EN EL CONTORNO DE LA GLOBALIZACIÓN. *Escriva. Revista del Colegio de Notarios del Estado de México*, 5(5), 161-230.

Forigua Rojas, J. (2008). Ofertas públicas de adquisición de valores: El nuevo régimen de oferta pública de adquisición en Colombia. *Revista de Derecho Privado, Universidad de los Andes*, 39, 2-15.

Fusion Media Ltda. (20 de febrero de 2023) Investing.com, Grupo NUTRESA S.A. historial data. <https://es.investing.com/equities/nutresa-adr-historical-data>

García de Enterría, J. (1999). *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras: estudios sobre OPAs*. Civitas.

Jaramillo, C. (2020, March 17). *El Gobierno blindo a las grandes del Ibex 35 para evitar opas extranjeras tras su desplome en la bolsa*. *elEconomista.es*. Retrieved May 8, 2022, from <https://www.economista.es/mercados-cotizaciones/noticias/10422236/03/20/El-Gobierno-impedira-que-empresas-extranjeras-se-hagan-con-el-control-de-empresas-espanolas-estrategicas.html>

LA OPA DE EXCLUSIÓN. (n.d.). CaixaBank. Retrieved May 8, 2022, from <https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixaholding/Estaticos/PDFs/CriterialInstitute/EIAulaDelAccionista/aula773.pdf>

Morales, N. (2022, March 1). Con tercera OPA, Gilinski buscaría 38% y 42,7% en las empresas. *LaRepublica.co*. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/con-tercera-opa-gilinski-i-obtendria-38-y-42-7-de-participacion-en-sura-y-nutresa-3313412>

Morales, N. (2022, September 21). Nueva OPA por Nutresa es hasta 94,6% más alta que primera oferta de Gilinski. *LaRepublica.co*. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/nueva-opa-es-94-6-43-1-y-23-5-mas-alta-que-las-tres-primeras-ofertas-de-gilinski-3452401>

Pastrán, A. (2021, November 11). Sura entrará a estudiar detalles de la OPA que el Grupo Gilinski presentó por Nutresa. *LaRepublica.co*. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/sura-entrara-a-estudiar-detalles-de-la-opa-que-el-grupo-gilinski-presento-por-nutresa-3260888>

Payet Puccio, J. A. (2001). OPAs hostiles y medidas de protección. *Ius et veritas, Harvard Law School*, 23, 107-127.

Reicks, T. (2005). *Adquisiciones Hostiles (Feindliche Übernahmen)*. GRIN verlag.

Reyes Villamizar, F. (1996). *Derecho Societario en Estados Unidos y La Unión Europea* (Cuarta ed.). LEGIS.

Reyes Villamizar, F. (2017). *Derecho Societario, tomo II*. TEMIS.

Rodríguez Plazas, S., & Torres Cortes, D. M. (2016). *ADQUISICIONES HOSTILES DE COMPAÑÍAS* [Trabajo de grado para optar por el título de especialista en Derecho Comercial]. Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá, Colombia.

Salazar, C. (2022, January 18). Nueva OPA por Nutresa busca hasta 22,8% del emisor y dejaría a Gilinski con 50,4%. *LaRepublica.co*.

<https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/nueva-opa-por-nutresa-busca-hasta-22-8-del-emisor-y-dejaria-a-gilinski-con-50-4-3287875>

Salazar, C. (2022, February 28). Con las segundas OPA, Gilinski consiguió 3,11% y 7,74% adicional en Nutresa y Sura. *LaRepublica.co*.

<https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/con-las-segundas-opa-gilinski-consiguio-3-11-y-7-74-adicional-en-nutresa-y-sura-3313076>

Salazar, C. (2022, November 18). La OPA solo alcanzó 7,71% de las acciones de Nutresa y la BVC la declaró desierta. *LaRepublica.co*.

<https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/la-opa-solo-alcanzo-7-71-de-las-acciones-de-nutresa-y-la-bvc-la-declararia-desierta-3491604>

Sanchez Andrés, A. (2003). SOBRE LOS MÉTODOS DE OPOSICIÓN A UN A OPA HOSTIL: BLINDAJE Y OTRAS MEDIDAS DEFENSIVAS. *Revista Jurídica Universidad Autónoma de Madrid*, 8, 331-360.

Sanchez Andrés, A. (2008). *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra).

Valora Analitik. (2022, February 14). *Inversión extranjera en Colombia creció 62 % arrancando 2022*. Valora Analitik. Retrieved April 24, 2022, from <https://www.valoraanalitik.com/2022/02/14/inversion-extranjera-colombia-crecio-62-arrancando-2022/>