

Estudio financiero de las empresas que han sido sometidas a adquisiciones hostiles en
Latinoamérica y definición de estrategias para reducir posibles impactos negativos

Autor:

Sergio Mateo Bermúdez Nuñez

Trabajo de Grado para Optar el Título de Ingeniero Industrial

Director:

José Luis Garces Bautista

Magister en Gerencia de Negocios - MBA

Universidad Industrial de Santander

Facultad de Ingenierías Físico-Mecánicas

Escuela de Estudios Industriales y Empresariales

Ingeniería Industrial

Bucaramanga

2024

Tabla de Contenido

	Pág.
Introducción	13
1. Planteamiento del Problema	16
2. Objetivos	18
2.1. Objetivo General	18
2.2. Objetivos Específicos.....	18
3. Marco de Referencia	19
3.1. Marco de Antecedentes	19
3.2. Marco Teórico	22
3.2.1. Oferta Pública de Adquisición (OPA).....	22
3.2.2. OPA Hostil	23
3.2.3. Gobierno Corporativo	24
3.2.4. Expansión Empresarial	24
3.2.5. Integración Empresarial	25
3.2.6. Estrategia Financiera.....	25
3.2.7. Aumento de Capital – Dilución Accionarial	25
4. Metodología	26
4.1. Fase 1: Revisión de Literatura	26
4.2. Fase 2: Investigación Normativa y Comparativa.....	27
4.3. Fase 3: Análisis de Estudios de Caso.....	27
4.4. Fase 4: Elaboración del Artículo Científico.....	27
5. Análisis Bibliométrico	28
5.1. Desarrollo de la Revisión de Literatura	28

5.2. Planificación de la Revisión.....	29
5.2.1. Identificación de la Necesidad de una Revisión	29
5.2.2. Especificación de una Pregunta de Investigación.	29
5.2.3. Desarrollo de un Protocolo de Revisión	30
5.3. Ejecución de la Revisión de Literatura	30
5.3.1. Identificación de la Investigación	30
5.3.2. Selección de Estudios y Artículos.....	31
5.3.3. Extracción y Síntesis de Datos.....	33
5.4. Publicaciones por Año	33
5.5. Producción Científica por País.....	34
5.6. Publicaciones por Revistas	35
5.7. Publicaciones por Tipo de Documento	36
5.8. Publicaciones por Autor.....	36
5.9. Análisis de Tendencias.....	37
6. Revisión de Literatura.....	40
6.1. Adquisiciones Hostiles.....	40
6.2. Normativa Referente.....	45
7. Comparativa Normativa de las Ofertas Públicas de Adquisición en Latinoamérica	49
7.1. Colombia.....	49
7.2. Perú	50
7.3. Chile.....	51
7.4. Similitudes y Diferencias.....	52

7.5. Comparativa de Normativas de Ofertas Públicas de Adquisición Amistosas en Latinoamérica	55
7.5.1. Colombia.....	55
7.5.2. Perú.....	55
7.5.3. Chile.....	56
8. Estudios de Caso.....	56
8.1. Caso 1: Nutresa y SURA en Colombia	56
8.2. Caso 2: Sociedad Química y Minera de Chile S.A. SQM (2018).....	62
8.3. Caso 3: Copeinca (2013).....	65
9. Impacto Financiero de las OPAs Hostiles: Caso Nutresa	69
9.1. Indicadores de Rentabilidad Antes de las OPAs	69
9.1.1. Margen de Beneficio Neto	70
9.1.2. Margen EBITDA	71
9.1.3. Retorno sobre Activos.....	71
9.1.4. Retorno sobre el Capital Invertido.....	72
9.1.5. Retorno sobre el Capital Común.....	72
9.2. Indicadores de Liquidez Antes de las OPAs	73
9.2.1. Ratio de Efectivo.....	73
9.2.2. Ratio Corriente.....	74
9.2.3. Ratio Rápido	74
9.3. Indicadores de Deuda y Solvencia Antes de las OPAs	75
9.3.1. Ratio Deuda/Capital.....	75
9.3.2. EBIT a Intereses.....	76

9.4. Estructura de Capital Antes de las OPAs	76
9.5. Indicadores de Rentabilidad Durante las OPAs	77
9.5.1. Margen de Beneficio Neto	78
9.5.2. Margen EBITDA	78
9.5.3. Retorno sobre Activos.....	79
9.5.4. Retorno de Capital Invertido.....	79
9.5.5. Retorno sobre el Capital Común.....	80
9.6. Indicadores de Liquidez Durante las OPAs	80
9.6.1. Ratio de Efectivo.....	81
9.6.2. Ratio Corriente.....	81
9.6.3. Ratio Rápido	82
9.7. Indicadores de Deuda y Solvencia Durante las OPAs	82
9.7.1. Deuda/Capital	83
9.7.2. EBIT a Intereses.....	83
9.8. Indicadores de Mercado Durante las OPAs	84
9.8.1. Earnings per Share (EPS).....	85
9.8.2. Book Value per Share (BVPS).....	85
9.8.3. Market Value per Share (MVPS)	86
9.8.4. Market/Book (M/B) Ratio.....	86
9.9. Estructura de Capital Durante las OPAs	86
9.10. Indicadores de Rentabilidad Después de las OPAs.....	87
9.10.1. Margen de Beneficio Neto	88
9.10.2. Margen EBITDA	88

9.10.3. Retorno sobre Activos.....	89
9.10.4. Retorno sobre el Capital Invertido.....	89
9.10.5. Retorno sobre el Capital Común.....	90
9.11. Indicadores de Liquidez Después de las OPAs.....	90
9.11.1. Ratio de Efectivo.....	91
9.11.2. Ratio Corriente.....	91
9.11.3. Ratio Rápido.....	92
9.12. Indicadores de Deuda y Solvencia Después de las OPAs.....	92
9.12.1. Ratio Deuda/Capital.....	92
9.12.2. EBIT a Intereses.....	93
9.13. Estructura de Capital Después de las OPAs.....	93
9.14. Análisis General de Indicadores.....	94
10. Estrategias Reducción de Impactos Negativos en Latinoamérica.....	96
10.1. Estructura de Gobernanza Corporativa Fortalecida.....	98
10.2. Uso de Instrumentos Financieros y Estratégicos.....	98
10.3. Comunicación Transparente y Proactiva.....	99
10.4. Adopción de Políticas de Defensa Claras.....	99
10.5. Refuerzo de la Independencia del Consejo de Administración.....	100
10.6. Defensa Activa y Competencia entre Ofertas.....	100
10.7. Evaluación Estratégica Detallada.....	101
11. Difusión de los Resultados de la Investigación.....	103
12. Conclusiones.....	104
13. Recomendaciones.....	105

Referencias Bibliográficas 107

Lista de Tablas

	Pág.
Tabla 1. Tabla Cumplimiento de Objetivos	15
Tabla 2. Protocolo de Revisión Sistemática.....	29
Tabla 3. Identificación de Palabras Clave.....	30
Tabla 4. Ecuación de Búsqueda.	31
Tabla 5. Ecuación de Búsqueda Final	31
Tabla 6. Comparativa de Normativas de OPAs en Latinoamérica.....	54
Tabla 7. Análisis de Rentabilidad antes de las OPAs en Grupo Nutresa.....	70
Tabla 8. Análisis de Liquidez antes de las OPAs en Grupo Nutresa.....	73
Tabla 9. Análisis de Liquidez antes de las OPAs en Grupo Nutresa.....	75
Tabla 10. Análisis de Estructura de Capital Antes de las OPAs en Grupo Nutresa	76
Tabla 11. Análisis de Rentabilidad Durante OPAs en Grupo Nutresa	77
Tabla 12. Análisis de Liquidez OPAs en Grupo Nutresa	80
Tabla 13. Análisis de Deuda y Solvencia OPAs en Grupo Nutresa	82
Tabla 14. Análisis de Indicadores de Mercado OPAs en Grupo Nutresa.....	85
Tabla 15. Análisis de Estructura de Capital OPAs en Grupo Nutresa.....	86
Tabla 16. Análisis de Rentabilidad Después de las OPAs en Grupo Nutresa	87
Tabla 17. Análisis de Liquidez Después de las OPAs en Grupo Nutresa	90
Tabla 18. Análisis de Liquidez Después de las OPAs en Grupo Nutresa	92
Tabla 19. Análisis de Estructura de Capital Después de las OPAs en Grupo Nutresa	93
Tabla 20. Estrategias Implementadas para Reducir Impactos Negativos en Adquisiciones Hostiles	102

Lista de Figuras

	Pág.
Figura 1. Diagrama PRISMA del proceso de selección de artículos	32
Figura 2. Artículos Publicados por Año	33
Figura 3. Publicaciones por país	34
Figura 4. Publicaciones por revista.	35
Figura 5. Publicaciones por tipo de documento	36
Figura 6. Artículos publicados por autor.	37
Figura 7. Clústeres en Coocurrencia de Palabras Claves.....	38
Figura 8. Coocurrencia de Palabras Claves	39

Lista de Apéndices

Los Apéndices se encuentran en la carpeta adjunta:

Apéndice A. Tesouro de Palabras Clave.

Apéndice B. Cálculo de Indicadores Grupo Nutresa

Apéndice C. Artículo de Carácter Publicable.

Resumen

Título: Estudio financiero de las empresas que han sido sometidas a adquisiciones hostiles en Latinoamérica y definición de estrategias para reducir posibles impactos negativos*

Autor: Sergio Mateo Bermúdez Nuñez **.

Palabras Clave: Adquisiciones Hostiles, Estrategias anti-OPA, Latinoamérica, Ofertas Públicas de Adquisición OPA.

Descripción:

Las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) han sido una herramienta significativa en el ámbito empresarial latinoamericano en la última década. Específicamente, las llamadas OPAs hostiles que pueden desafiar la voluntad de los administradores y accionistas, lo que lleva a las empresas a implementar diversas estrategias defensivas. Este estudio analiza cómo empresas como de la región, han manejado estas situaciones.

El objetivo de esta investigación es identificar estrategias efectivas actualmente de acuerdo con el análisis de los resultados financieros en empresas latinoamericanas que han sido sometidas a adquisiciones hostiles. La metodología incluye una revisión de la literatura, análisis de estudios de caso y análisis financiero en Latinoamérica. Se examinan las respuestas de Nutresa, Grupo SURA y SQM, y se destacan las estrategias utilizadas tanto de manera reactiva como preventiva.

Dentro de los resultados se revela que las empresas han utilizado siete estrategias: fortalecimiento de la gobernanza, uso de instrumentos financieros, comunicación transparente, políticas de defensa, independencia del consejo, defensa activa, y estructuras accionarias complejas. Entendiendo que las empresas latinoamericanas han desarrollado tácticas efectivas para mitigar

* Trabajo de Grado

** Facultad de Ingenierías Físico Mecánicas. Escuela de Estudios Industriales y empresariales. Director: MBA. José Luis Garces Bautista.

los efectos negativos de las OPAs hostiles, ajustándose a sus contextos específicos y dando valiosas lecciones para la defensa corporativa en futuros escenarios de adquisiciones hostiles.

Abstract

Title: Financial study of companies that have been subjected to hostile takeovers in Latin America and definition of strategies to reduce possible negative impacts*.

Author: Sergio Mateo Bermúdez Nuñez ¹.

Keywords: Hostile Acquisitions, Anti-Takeover Strategies, Latin America, Public Takeover Offers.

Description:

Takeover bids (OPAs) have been a significant tool in the Latin American business environment in the last decade. Specifically, so-called hostile takeover bids can challenge the will of managers and shareholders, leading companies to implement various defensive strategies. This study analyzes how companies in the region have handled these situations.

The objective of this research is to identify currently effective strategies according to the analysis of financial results in Latin American companies that have been subjected to hostile takeovers.

The methodology includes a literature review, case study analysis, and financial analysis in Latin America. The responses of Nutresa, Grupo SURA, and SQM are examined, and the strategies used both reactively and preventively are highlighted.

The results reveal that companies have used seven strategies: strengthening governance, use of financial instruments, transparent communication, defense policies, board independence, active defense, and complex shareholding structures. Understanding that Latin American companies have developed effective tactics to mitigate the negative effects of hostile takeovers, adjusting to their

* Degree Work

¹ Faculty of Physical Mechanical Engineering. School of Industrial and Business Studies. Director: MBA José Luis Garces Bautista.

specific contexts and providing valuable lessons for corporate defense in future hostile takeover scenarios.

Introducción

Las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) representan herramientas legales fundamentales en el ámbito empresarial, cuya dinámica varía entre negociaciones amistosas y operaciones hostiles que desafían la voluntad de los administradores o accionistas. Este fenómeno, de relevancia internacional, ha sido evidente en diversas transacciones recientes, como la oferta pública liderada por el grupo Gilinski para la adquisición del 50% de las acciones de Nutresa en Colombia (Álvarez, 2022). No obstante, la mayoría de estas negociaciones presentan elementos tanto hostiles como amistosos, evidenciando la complejidad inherente a estos procesos (García de Enterría, 1999). Ante este escenario, resulta esencial profundizar en la comprensión de las disparidades entre los tipos de ofertas y sus consecuencias financieras. Este proyecto se enfoca en analizar las estrategias y maniobras de las corporaciones, tanto adquirentes como objetivo, explorando cómo estas dinámicas impactan los estados financieros y el valor de las acciones en el periodo posterior a ofertas hostiles.

El propósito fundamental de esta investigación es identificar las estrategias implementadas en adquisiciones hostiles en los últimos 10 años en el contexto latinoamericano, así como examinar detenidamente los resultados financieros de las empresas adquiridas y evaluar los métodos utilizados por las compañías o grupos adquirentes. La meta es comprender los motivadores detrás de la toma agresiva de control, analizando la efectividad de estas estrategias en términos de expansión corporativa y dominio.

El desarrollo de este trabajo de grado se lleva a cabo en diversas fases, iniciando con una revisión detallada de la literatura científica para obtener una comprensión profunda de las

temáticas abordadas. Posteriormente, se revisan los componentes normativos relevantes, seguido de un análisis detallado de estudios de caso en el contexto latinoamericano. A partir de este análisis, se extraen estrategias clave que contribuyan a la reducción de impactos negativos en las empresas adquiridas después de una adquisición hostil. Finalmente, se elaborará un artículo publicable que destaque los principales resultados de la investigación. Como se observa, esta investigación aporta significativamente al entendimiento y abordaje de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) en el contexto latinoamericano. El entendimiento profundo de estos procesos no solo enriquece el ámbito académico, sino que también proporciona herramientas prácticas para la toma de decisiones informada. Este aporte se traduce en una mayor capacidad para comprender y enfrentar los desafíos derivados de las OPAs, contribuyendo así al desarrollo sostenible y eficiente de las empresas latinoamericanas.

Tabla Cumplimiento de Objetivos

A continuación, se presenta la tabla de cumplimiento de objetivos.

Tabla 1.

Tabla Cumplimiento de Objetivos

Objetivo	Cumplimiento
Revisar la literatura científica para obtener una definición precisa de Ofertas Públicas de Adquisición hostiles y comprender su alcance en el ámbito empresarial.	Capítulo 6
Investigar la normativa relacionada con la realización de Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) hostiles en Latinoamérica, comparándola con las OPAs amistosas para identificar diferencias clave.	Capítulo 7
Explorar estudios de caso y analizar estrategias implementadas en la última década en Latinoamérica que hayan contribuido a reducir impactos negativos en empresas adquiridas después de una adquisición hostil.	Capítulo 8, 9 y 10
Elaborar un artículo científico de carácter publicable donde se evidencien los resultados de la investigación realizada.	Capítulo 11

1. Planteamiento del Problema

Las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) son herramientas legales vigentes en el mercado, que se reconocen como hostiles cuando se desarrollan en contra de la voluntad de los administradores o accionistas o no se realizan acuerdos o negociaciones antes de buscar adquirir el control de una empresa o compañía, haciéndose propietario de la mayoría de sus acciones en el mercado (Payet, 2001); algunos de los casos más recientes han sido en Colombia, que comenzó a finales del año 2021, en la cual el grupo Gilinski decidió realizar una oferta pública para la compra de más del 50 % de las acciones de Nutresa (Álvarez Rincón, 2022, p.36) y que hasta ahora no ha sido posible su control o gobierno corporativo como lo buscaba inicialmente dicho grupo adquirente. Sin embargo, un gran número de estas negociaciones se consideran hostiles, ya que, el oferente no realiza una negociación con la junta directiva de la compañía, sino que realiza la oferta mediante la OPA directamente a los accionistas (Reicks, 2005).

Por lo tanto, resulta crucial no solo familiarizarse con las experiencias históricas de la región, sino también comprender las disparidades en los tipos de ofertas en cuanto a sus resultados financieros. Es esencial analizar las estrategias y maniobras implementadas por las corporaciones, tanto aquellas que buscan el control como aquellas que son objeto de adquisición. Este análisis se enfoca en cómo estas dinámicas afectaron los estados financieros y el valor de las acciones en el periodo posterior a situaciones de inestabilidad causadas por ofertas públicas hostiles. Esta evaluación se realiza en comparación con el comportamiento económico y financiero previo a la ocurrencia de dichas ofertas; así mismo este estudio busca identificar los múltiples ejemplos de adquisiciones que se han realizado en el mundo en los últimos años para reconocer las estrategias importantes que se han llevado a cabo por parte de las empresas adquirentes y definir aquellas que

contribuyan a mejores decisiones en el ámbito nacional y de la región. Teniendo en cuenta que históricamente los mayores números de fusiones y adquisiciones se han dado posteriormente a los tiempos de recesión (Cadelo Herrero, 2022, p.16) como los que se vivieron en los últimos años a causa del COVID-19; el presente proyecto de investigación pretende analizar cuáles son los resultados en las empresas adquiridas y métodos de las compañías o grupos adquirentes en los últimos 10 años por los cuales se decide tomar control de la compañía de interés o los detonantes que hacen que se tomen estas decisiones y en qué medida se han concretado los propósitos de expansión o dominio corporativo a través de estos medios para así conocer las posibilidades que se tienen por parte de las administraciones para poder mitigar el posible impacto negativo en los indicadores después de la toma de forma agresiva y definir la diferencia a nivel de resultados que existe entre las adquisiciones hostiles y las amistosas con el fin de contribuir al conocimiento que tienen las empresas en Latinoamérica sobre este fenómeno y dar a conocer las posibilidades que tienen los diferentes protagonistas para el entendimiento de cualquier persona, empresa o entidad.

El enfoque de la presente investigación genera un aporte a la ingeniería industrial presentándose como apoyo a las empresas de la región, contribuyendo a la toma de decisiones para aplicar las estrategias más adecuadas para contrarrestar los efectos financieros producidos por las OPA. Contribuyendo así, a la resiliencia empresarial en un entorno económico cada vez más dinámico.

2. Objetivos

2.1. Objetivo General

Identificar estrategias efectivas actualmente de acuerdo con el análisis de los resultados financieros en empresas latinoamericanas que han sido sometidas a adquisiciones hostiles.

2.2. Objetivos Específicos

Revisar la literatura científica para obtener una definición precisa de Ofertas Públicas de Adquisición hostiles y comprender su alcance en el ámbito empresarial.

Investigar la normativa relacionada con la realización de Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) hostiles en Latinoamérica, comparándola con las OPAs amistosas para identificar diferencias clave.

Explorar estudios de caso y analizar estrategias implementadas en la última década en Latinoamérica que hayan contribuido a reducir impactos negativos en empresas adquiridas después de una adquisición hostil.

Elaborar un artículo científico de carácter publicable donde se evidencien los resultados de la investigación realizada.

3. Marco de Referencia

La investigación considerará un contexto integral que se compone del marco de antecedentes y del marco teórico. El marco de antecedentes abarcará trabajos previos y conocimientos relevantes relacionados con la temática de investigación, proporcionando una base sólida para el estudio. Por otro lado, el marco teórico se encargará de ilustrar las definiciones esenciales relacionadas con la temática analizada. A continuación, se detallan ambos componentes.

3.1. Marco de Antecedentes

A nivel internacional, el estudio de Cadelo (2022) propone analizar la OPA de Microsoft sobre Activision Blizzard, destacando dos partes esenciales: un análisis macroeconómico y una evaluación detallada de la operación. Utiliza índices globales, indicadores económicos y revisa la evolución de fusiones y adquisiciones. La metodología incluye valoración mediante descuento de flujos de caja y múltiplos. En una sección de análisis de la OPA, se examinan los rumores, el aumento del precio de compra y la dinámica de las cotizaciones. El medio de pago elegido, el impacto en la cotización de ambas empresas y la prima pagada son puntos cruciales. Se destacan motivos como la obtención de sinergias, recursos complementarios y el fortalecimiento del poder de mercado de Microsoft. Dentro de los hallazgos más relevantes para esta investigación, el estudio proporciona una comprensión profunda de la OPA, empleando metodologías de valoración específicas. Adicionalmente, este referente proporciona una visión integral de la OPA sobre Activision Blizzard, desde un análisis macroeconómico hasta una evaluación específica de la operación, aportando elementos cruciales para entender la dinámica y motivaciones detrás de grandes adquisiciones en el sector tecnológico.

Dentro del contexto de adquisiciones hostiles en América Latina, resulta esencial explorar el comportamiento financiero de empresas sometidas a ofertas públicas de adquisición (OPA) en mercados específicos de la región. Una contribución significativa a este análisis proviene de una investigación reciente que se enfocó en los mercados colombiano, chileno y peruano, titulado “Ofertas públicas de adquisición (OPAS) y reacción de precios en Suramérica” por parte de Bustamante & Sánchez (2022). Este estudio cuantitativo se propuso evaluar el impacto del anuncio de las OPA en el precio de las acciones, abarcando un período de diez años. Para llevar a cabo esta investigación, se construyó meticulosamente una base de datos que incluía información clave, como el valor ofrecido por acción, la prima de control, y la variación porcentual de precios antes y después del anuncio. La metodología empleada involucró una adecuada revisión bibliográfica, la recopilación de datos de fuentes oficiales y la construcción de series de tiempo que permitieran analizar las fluctuaciones del mercado. Los resultados revelaron patrones interesantes, como un aumento significativo en el precio promedio en anticipación y después del anuncio, seguido de una reversión a niveles cercanos a los precios pre-OPA en un período posterior.

Por otro lado, el estudio de Fuentes (2007) se centra en el contexto del problema de agencia en el marco de la privatización del sector eléctrico en Chile, específicamente a través del análisis del caso Chispas. El objetivo fundamental de la investigación es examinar este caso como un ejemplo paradigmático de conflictos de interés en el proceso de privatización, explorando las ramificaciones en términos de gobierno corporativo. La metodología empleada se caracteriza por un enfoque descriptivo y analítico, abordando el periodo que abarca desde 1980, cuando comienza el proceso de privatización, hasta 1997, año en que se concreta la venta de ENERSIS a ENDESA España. El análisis se enfoca en las acciones de los actores clave, las decisiones estratégicas tomadas y las implicaciones en el ámbito del gobierno corporativo. El estudio revela que, en el

contexto de la privatización, se generaron múltiples conflictos de interés, especialmente evidenciados en el caso Chispas. La relación entre los gestores clave y la nueva entidad controladora, ENDESA España, suscitó problemas de agencia, donde los intereses personales se superpusieron a los deberes fiduciarios hacia las empresas y sus accionistas. El caso Chispas se erige como un ejemplo significativo de cómo la asimetría de información y la falta de alineación de intereses pueden comprometer el buen funcionamiento del mercado de capitales. Además, se evidencia que la confianza, pilar esencial de este mercado, se ve afectada cuando los principios fundamentales de transparencia y lealtad son vulnerados. Finalmente, el estudio de Fuentes (2007) proporciona una perspectiva detallada sobre el caso Chispas, subrayando la importancia de fortalecer las prácticas de Gobierno Corporativo para prevenir y abordar conflictos de interés durante procesos significativos como la privatización.

En términos de referentes a nivel nacional, el estudio de Álvarez (2022) se enmarca en un contexto financiero y empresarial globalizado, donde las inversiones y Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) adquieren una relevancia crucial. Este caso particular, centrado en el Grupo Empresarial Antioqueño (GEA) en Colombia, se torna esencial para comprender cómo las empresas regionales se defienden contra OPAs hostiles, preservando no solo su estabilidad financiera sino también su identidad y control local. En este escenario, el análisis de las prácticas y estrategias empleadas por el GEA ofrece valiosas lecciones para otros conglomerados en contextos similares, proporcionando un marco referencial para entender la interacción entre intereses extranjeros y la protección de identidades empresariales regionales. El estudio tiene como objetivo principal examinar las OPAs en el contexto colombiano, evaluando los mecanismos de defensa empresarial y profundizando en la experiencia específica del GEA. La metodología adoptada implica un análisis detallado de documentos legales, informes financieros y noticias

relacionadas con las OPAs, contextualizando estas prácticas en un ámbito internacional mediante un análisis comparativo. El referente proporcionado arroja luz sobre la resistencia exitosa del GEA ante las OPAs de Gilinsky, destacando la eficacia de estrategias como el enroque accionario y planteando cuestionamientos sobre el equilibrio entre inversiones extranjeras y la protección de intereses regionales.

También a nivel Colombia, el artículo titulado “Ofertas públicas de adquisición y su efecto sobre la rentabilidad de los mercados accionarios: el caso de Nutresa y SURA en Colombia” por parte de Melo et al. (2023) examina el impacto de ofertas públicas de adquisición (OPA) sobre las empresas Nutresa y SURA en el mercado accionario colombiano. El análisis revela que el evento, de adjudicación de las primeras OPA y el anuncio de una segunda ronda, tuvo un efecto significativo en las rentabilidades de las acciones estudiadas. Bajo diversas especificaciones y modelos, se encuentra evidencia estadística de que los retornos fueron estadísticamente distintos durante el evento en comparación con tiempos normales sin la presencia de OPA. En términos simples, las OPA de Nutresa y SURA impactaron significativamente las acciones del mercado colombiano. Dentro de los principales hallazgos, el estudio evidencia un impacto positivo y significativo de corto plazo en los precios de las acciones del mercado accionario colombiano relacionado con la adjudicación de las OPA de Nutresa y SURA.

3.2. Marco Teórico

A continuación, se presentan las fundamentaciones teóricas y los conceptos fundamentales que sustentan el objeto de estudio de esta investigación.

3.2.1. Oferta Pública de Adquisición (OPA)

La OPA, entendida como la propuesta realizada por un adquirente, ya sea persona natural o jurídica, a los accionistas de una compañía para adquirir un número específico de acciones en

condiciones y plazos determinados, implica que los accionistas evalúen si desean enajenar sus títulos según las condiciones establecidas en la oferta. Es crucial percibir la OPA como un medio para un fin específico, que es la intención del adquirente de comprar acciones de los socios de una compañía. En este contexto, cuando se busca adquirir participaciones significativas de capital de una sociedad cotizada en bolsa, es esencial formular una OPA (Reyes Villamizar, 2017, p. 186).

La OPA también se visualiza como una oportunidad para que todos los accionistas de la sociedad emisora, en igualdad de condiciones, decidan permanecer en la sociedad o vender sus acciones. Esto permite evaluar la posibilidad de un cambio de control en la compañía, implicando modificaciones en la junta directiva y posibles cambios en la estructura del negocio (Forigua, 2008, pág. 8).

El Decreto 2555 de 2010, presenta la OPA como un mecanismo en el cual el oferente puede convertirse en beneficiario de un porcentaje específico de capital con derecho a voto en circunstancias particulares. Este decreto establece que el adquirente solo puede adquirir el 25% o más de las acciones ordinarias con derecho a voto de una compañía mediante una OPA. Además, si el interesado posee una participación igual o superior al 25% del capital con derecho a voto de la sociedad, solo puede incrementar dicha participación en más del 5% a través de una OPA (Decreto 2555, 2010, Art 6.15.2.1.1).

3.2.2. OPA Hostil

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 (Álvarez, 2022).

3.2.3. Gobierno Corporativo

El gobierno corporativo se refiere a los procedimientos que rigen la toma de decisiones y la distribución de poder en una empresa. Aunque la teoría microeconómica clásica no destaca la necesidad de procedimientos internos, en transacciones no estandarizadas, el derecho al control residual, principalmente en manos de los accionistas, se vuelve crucial para negociar eficientemente cuasi-rentas generadas. Esta definición también considera a los “stakeholders”, quienes, más allá de los accionistas, tienen inversiones específicas en la empresa (Lefort, 2003; Zingales, 1997).

El gobierno corporativo no solo impacta la distribución de rentas, sino que también influye en la asignación eficiente de recursos. La estructura de gobierno puede afectar las decisiones de inversión y conducir a inversiones subóptimas o sobre especialización. El desarrollo del mercado de capitales y el desempeño económico también están vinculados al gobierno corporativo (Zingales, 1997).

3.2.4. Expansión Empresarial

La expansión empresarial implica el proceso mediante el cual una empresa busca aumentar su presencia en el mercado, ya sea geográficamente, mediante la diversificación de productos o servicios, o a través de la adquisición de otras empresas (Nava y Hernández, 2014). Este objetivo puede lograrse mediante la apertura de nuevas sucursales, la entrada a nuevos mercados, la

introducción de nuevos productos o servicios, o la fusión y adquisición de otras empresas. La expansión empresarial puede ser una estrategia clave para lograr el crecimiento y la sostenibilidad a largo plazo de una organización (Nava y Hernández, 2014).

3.2.5. Integración Empresarial

La integración empresarial se refiere a cualquier método empleado para obtener el control de una o varias empresas, adquirir el control de una empresa mediante su incorporación a otra ya existente, o establecer una nueva empresa con el propósito de realizar actividades de manera conjunta. Independientemente de la estructura legal de la operación, el término “integración” implica la fusión de una o más actividades, lo que elimina la competencia entre las empresas involucradas después de que la integración se ha completado. La integración horizontal ocurre entre empresas que operan en el mismo segmento de la cadena de valor, mientras que la integración vertical involucra a empresas situadas en diferentes etapas de producción y/o distribución, pero dentro de la misma cadena de valor (Superintendencia de Industria y Comercio, 2019).

3.2.6. Estrategia Financiera

En términos generales, la estrategia financiera se refiere al conjunto de acciones planificadas que una empresa lleva a cabo para gestionar sus recursos financieros de manera eficiente y alcanzar sus objetivos financieros a largo plazo. Incluye decisiones relacionadas con la obtención de fondos, la inversión de capital, la gestión de riesgos, la estructura de capital y la maximización del valor para los accionistas (Gaytán, 2021).

3.2.7. Aumento de Capital – Dilución Accionarial

En ciertas circunstancias de carácter financiero, la empresa puede requerir un aumento de capital para mejorar su liquidez y solvencia. No obstante, cuando dicho aumento tiene como intención modificar las proporciones de participación de los socios, especialmente las de los

accionistas minoritarios, con el objetivo de excluirlos de la sociedad, se configura un perjuicio a sus intereses y derechos. Por consiguiente, el incremento de capital sin una justificación económica válida y sin respaldo técnico constituye una expresión de abuso de poder. En algunos casos, la ampliación de capital puede llevarse a cabo mediante la emisión de nuevas acciones. En este escenario, el abuso de derecho por parte de los accionistas mayoritarios, con influencia en la administración, se materializa si hay una falta de transparencia en la divulgación de la operación financiera o si se otorga un tiempo insuficiente para que los accionistas minoritarios ejerzan sus derechos, impidiéndoles adquirir acciones para mantener su porcentaje de participación (Henao, 2014, p.113).

4. Metodología

La metodología de esta tesis se estructura en varias fases para alcanzar los objetivos propuestos, detallando los procedimientos para la obtención, análisis e interpretación de datos de la investigación. Se plantean las siguientes etapas:

4.1. Fase 1: Revisión de Literatura

Esta etapa consistirá en la obtención de información relevante para la investigación, llevándose a cabo a través de las siguientes actividades:

- Desarrollar una ecuación de búsqueda para la revisión de la literatura.
- Realizar búsquedas en bases de datos y fuentes pertinentes sobre adquisiciones hostiles y estrategias de mitigación de impactos negativos en empresas latinoamericanas.

- Filtrar la información y datos relevantes obtenidos de estudios de adquisiciones hostiles y estrategias de mitigación.
- Seleccionar información pertinente que destaque aplicaciones exitosas de estrategias de mitigación en el contexto latinoamericano.

4.2. Fase 2: Investigación Normativa y Comparativa

Esta fase implica el análisis de la normativa relacionada con Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) hostiles en Latinoamérica y su comparación con OPAs amistosas. Las actividades incluyen:

- Investigar la normativa legal y regulatoria de OPAs hostiles en Latinoamérica.
- Comparar la normativa identificada con la relacionada con OPAs amistosas.
- Identificar diferencias clave en la normativa y su impacto en el proceso y resultado de las adquisiciones.

4.3. Fase 3: Análisis de Estudios de Caso

Esta etapa se centrará en explorar estudios de caso y analizar estrategias implementadas en la última década en Latinoamérica para reducir impactos negativos en empresas adquiridas después de una adquisición hostil. Las actividades comprenden:

- Identificar estudios de caso relevantes de adquisiciones hostiles en empresas latinoamericanas.
- Analizar las estrategias implementadas en estos casos.

4.4. Fase 4: Elaboración del Artículo Científico

En esta fase final, se procederá a la elaboración del artículo científico, siguiendo las siguientes actividades:

- Seleccionar la información más relevante para la redacción del artículo.

- Identificar la revista científica más apropiada para la publicación del artículo.
- Redactar un artículo científico de carácter publicable que destaque los resultados de la investigación y aportes al conocimiento sobre adquisiciones hostiles en empresas latinoamericanas.

5. Análisis Bibliométrico

Se lleva a cabo un análisis bibliométrico con el objetivo de examinar las estadísticas relacionadas con los artículos de investigación seleccionados. Este análisis proporciona una representación clara de la información relacionada con los autores, revistas, citas y áreas temáticas pertinentes. Inicialmente, se detalla el proceso de revisión de literatura utilizado para llevar a cabo esta actividad, exponiendo de manera clara la metodología empleada y la ecuación de búsqueda correspondiente. Luego, se presenta propiamente el análisis bibliométrico desarrollado.

5.1. Desarrollo de la Revisión de Literatura

A continuación, se expone la estructura propuesta por Barbara Kitchenham (2004) para la realización de una revisión de literatura de forma sistemática. Se detallan las fases y etapas necesarias para su cumplimiento.

Tabla 2.*Protocolo de Revisión Sistemática*

Revisión de Literatura	
Etapa 1	Planificación de la revisión <ul style="list-style-type: none"> - Identificación de la necesidad de una revisión. - Especificación de la pregunta de investigación. - El desarrollo de un protocolo de revisión.
Etapa 2	Ejecución de la revisión <ul style="list-style-type: none"> - Identificación de la investigación. - Selección de los estudios y artículos relevantes. - Extracción, seguimiento y síntesis de los datos.
Etapa 3	Informe de los resultados

Nota. Adaptado del protocolo de revisión propuesto por Barbara Kitchenham, 2004.

5.2. Planificación de la Revisión

Se establecen las siguientes etapas:

5.2.1. Identificación de la Necesidad de una Revisión

Considerando el marco teórico y el planteamiento del problema de la investigación, se evidencia la necesidad de realizar una revisión detallada de la literatura. Esta revisión busca contribuir a la investigación proporcionando información relevante sobre las Ofertas Públicas de Adquisición hostiles y su impacto financiero en las empresas latinoamericanas.

5.2.2. Especificación de una Pregunta de Investigación.

Dentro del alcance del proyecto, se justifica la elaboración de una revisión de literatura que abarque los conocimientos científicos existentes. El objetivo es identificar investigaciones y artículos pertinentes para abordar la pregunta de investigación central: ¿Cuál es el panorama actual de las Ofertas Públicas de Adquisición hostiles en Latinoamérica, y cuáles son sus efectos financieros en las empresas?

5.2.3. *Desarrollo de un Protocolo de Revisión*

Para llevar a cabo la revisión sistemática, se sigue un protocolo inspirado en el modelo propuesto por Kitchenham (2004). Tal como lo muestra la Tabla 1, este protocolo consta de tres etapas fundamentales con actividades específicas, delineando así un enfoque metodológico estructurado para garantizar la rigurosidad del proceso.

5.3. Ejecución de la Revisión de Literatura

En esta fase, se desarrollan las siguientes tres fases:

5.3.1. *Identificación de la Investigación*

En esta etapa, se procede a la extracción de palabras clave relevantes de los artículos de investigación seleccionados para conformar el marco de referencia. Este análisis se centrará en un grupo de palabras clave: el concepto de adquisiciones hostiles. Esto con el fin de abordar la mayor cantidad de artículos referentes para luego filtrarlos a conveniencia de acuerdo al problema de investigación planteado.

Tabla 3.

Identificación de Palabras Clave

Adquisiciones Hostiles
Adquisición hostil
Adquisiciones hostiles
OPA
Hostile takeover
Takeover Bid
Adquisiciones

En esta identificación de palabras claves se seleccionan en español: Adquisición hostil, Adquisiciones hostiles, OPA y adquisiciones. Mientras que en inglés se toman las palabras Hostile takeover y Takeover Bid, para asociarlas a la búsqueda. El tesoro de palabras clave se muestra en el Apéndice A.

Luego de identificar este conjunto de palabras clave, se avanza a la vinculación de estos conceptos mediante el uso estratégico de operadores lógicos, comillas y paréntesis. Este proceso tiene como objetivo configurar la ecuación de búsqueda de manera que se adapte a los criterios específicos de la plataforma de investigación “Scopus”. Esta base de datos se distingue por su accesibilidad y la credibilidad que ostenta dentro de la comunidad científica, elementos que subrayan su relevancia en la búsqueda y recuperación de información.

Tabla 4.*Ecuación de Búsqueda*

Base de Datos	Ecuación de búsqueda	Resultados
Scopus	TITLE-ABS-KEY(“Adquisiciones Hostiles” OR “Adquisicion hostil” OR “Adquisiciones hostiles” OR “OPA” OR “Hostile takeovers” OR “Takeover Bid”) AND PUBYEAR > 2012 AND PUBYEAR < 2024 AND (LIMIT-TO (SUBJAREA,”BUSI”) OR LIMIT-TO (SUBJAREA,”ECON”))	238

5.3.2. Selección de Estudios y Artículos

Durante esta fase, se procede a analizar los resultados obtenidos. Se evalúa la pertinencia y correspondencia de los estudios con el tema de investigación. También, se aplican otros filtros para evaluar la pertinencia de los artículos al estudio. Finalmente, se obtienen 15 artículos.

Tabla 5.*Ecuación de Búsqueda Final*

Base de Datos	Ecuación de búsqueda	Resultados
Scopus	TITLE-ABS-KEY(“Adquisiciones Hostiles” OR “Adquisición hostil” OR “Adquisiciones hostiles” OR “OPA” OR “Hostile takeovers” OR “Takeover Bid”) AND PUBYEAR > 2012 AND PUBYEAR < 2024 AND (LIMIT-TO (SUBJAREA,”ECON”) OR LIMIT-TO (SUBJAREA,”BUSI”)) AND (LIMIT-TO (EXACTKEYWORD,”Takeovers”) OR LIMIT-TO (EXACTKEYWORD,”Hostile Takeovers”) OR LIMIT-TO (EXACTKEYWORD,”Hostile Takeover”)) AND (LIMIT-TO (OA,”all”) OR LIMIT-TO (OA,”publisherfullgold”))	15

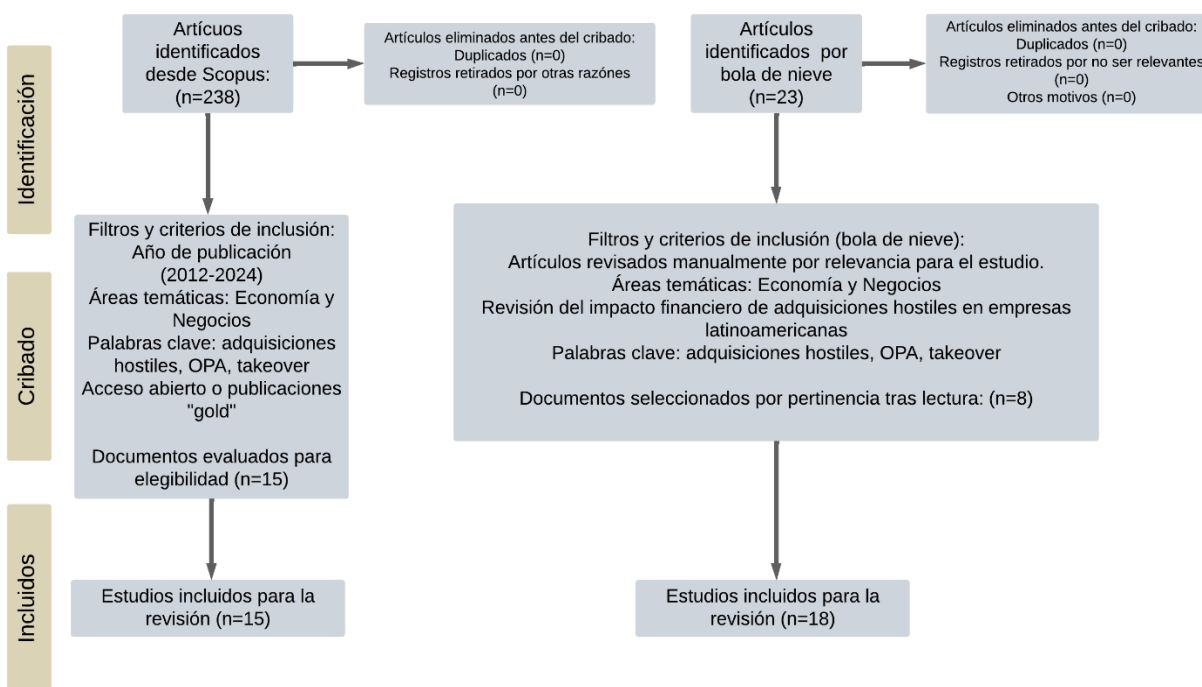
Para asegurar una cobertura más ajustada de la literatura de cara a los estudios de caso o a la normativa vigente para la realización de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) hostiles en

Latinoamérica, se empleó una estrategia de búsqueda combinada. Inicialmente, se realizó la búsqueda estructurada en bases de datos académicas principales, obteniendo el conjunto de artículos preliminares ya mencionados (15). Posteriormente, se complementó esta búsqueda con la técnica de bola de nieve o búsqueda en cadena que permitió identificar artículos adicionales (8). Esta técnica permitió expandir el análisis e identificar estudios que no estaban presentes en la búsqueda inicial.

Adicionalmente, se empleó el diagrama PRISMA para reportar el proceso de selección de los estudios, el cual detalla las fases de identificación, cribado, elegibilidad e inclusión de los artículos. Finalmente, se seleccionaron 33 artículos que resultaron ser los más relevantes para los objetivos de la presente investigación, asegurando la exhaustividad y rigor del análisis bibliométrico. Finalmente, se seleccionaron 23 artículos, siendo los más relevantes para el objetivo de la presente investigación.

Figura 1.

Diagrama PRISMA del proceso de selección de artículos para la revisión sistemática.



Nota. El diagrama PRISMA detalla el proceso de identificación, cribado, elegibilidad e inclusión de los artículos en la revisión sistemática. Se utilizaron artículos de la base de datos Scopus y se complementó con la técnica de bola de nieve. Los artículos seleccionados cumplen con los criterios de inclusión específicos para el análisis del impacto financiero de las OPAs hostiles en empresas latinoamericanas.

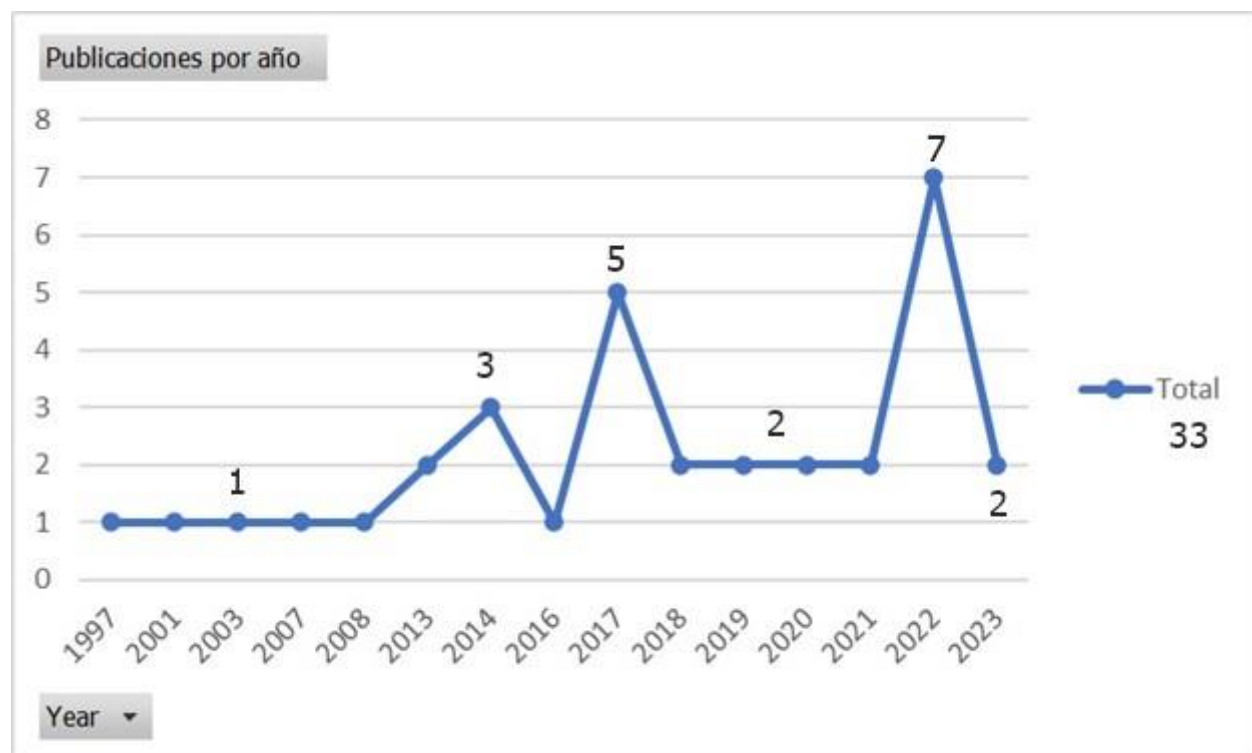
5.3.3. Extracción y Síntesis de Datos

En esta fase, se prioriza el aporte sustancial de los artículos de investigación en relación con el problema de investigación. Se evalúa la importancia y la influencia de cada artículo en el desarrollo del proyecto. Además, se lleva a cabo la extracción y síntesis de datos que contribuyen de manera significativa a la investigación. Este proceso se realiza con la consideración de la idoneidad de los datos para la elaboración de la revisión de literatura.

5.4. Publicaciones por Año

Figura 2.

Artículos Publicados por Año

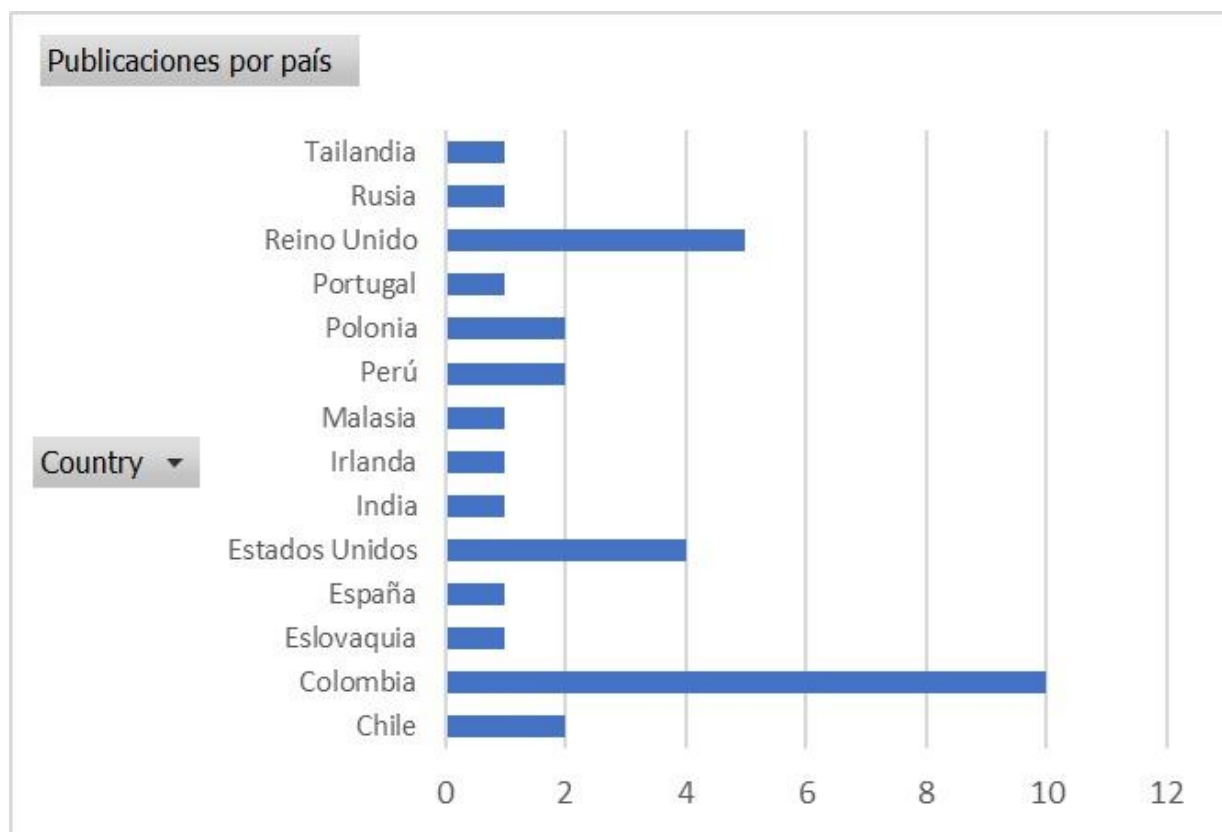


De acuerdo con la figura, en el análisis de las publicaciones por año en la revisión de literatura, se percibe una tendencia estable desde 1997, con un artículo publicado anualmente hasta 2008. A partir de este punto, se observan algunas variaciones, con un incremento leve en 2014, donde se registran tres publicaciones. El año 2017 marca un primer punto alto con cinco publicaciones, seguido de una disminución en los años posteriores. Sin embargo, 2022 resalta como el año con mayor actividad, al registrar un total de siete publicaciones, mientras que en 2023 se identifican solo dos. Cabe resaltar que algunos artículos más antiguos fueron incluidos debido a su gran valor histórico y conceptual, lo que subraya su importancia dentro del análisis realizado.

5.5. Producción Científica por País

Figura 3.

Publicaciones por país.



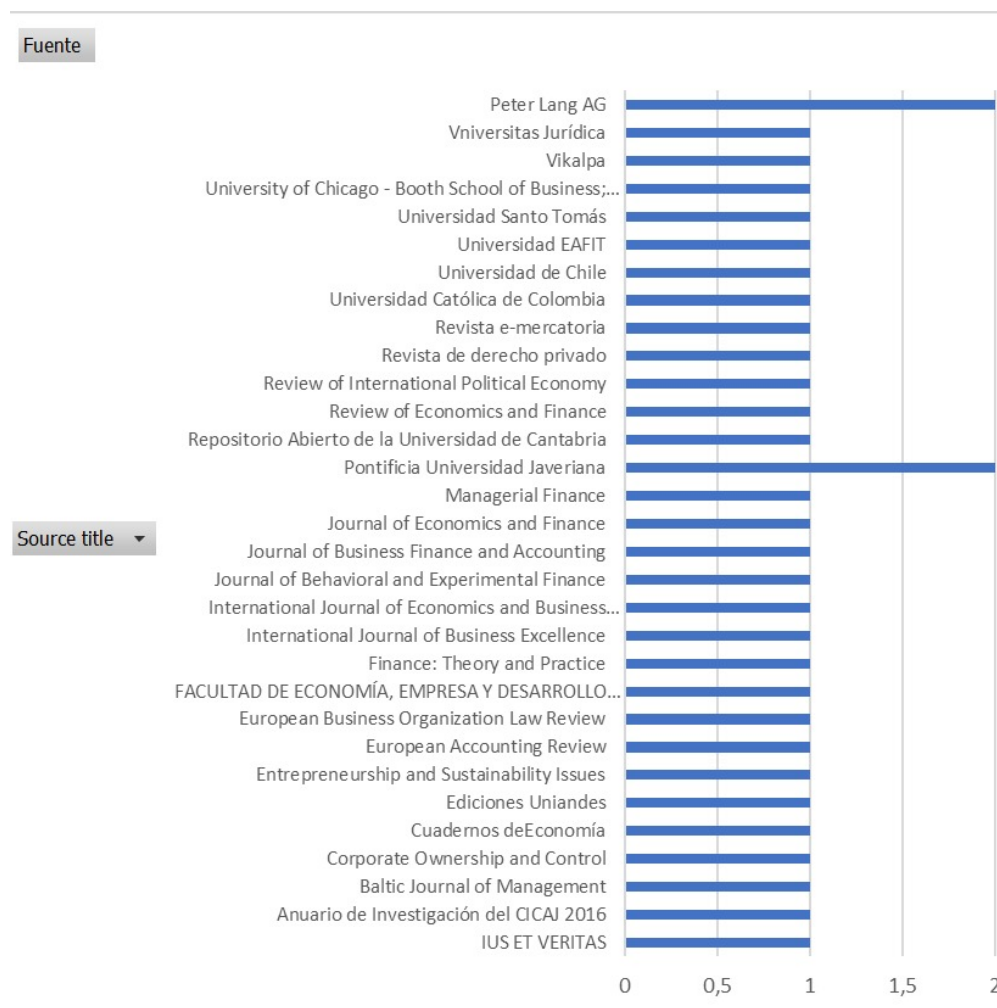
La producción de artículos se distribuye entre 14 países, destacándose Colombia con 10 publicaciones y el Reino Unido con 5. En conjunto, los países latinoamericanos aportan 14 publicaciones, lo cual está alineado con la demanda de estudios de caso necesarios para la revisión.

5.6. Publicaciones por Revistas

En cuanto a la publicación en revistas, sólo la Pontificia Universidad Javeriana (Colombia) y la editorial Peter Lang AG (Editorial con Publicación en Polonia) poseen más de una publicación. La siguiente figura ilustra las revistas e instituciones de las publicaciones en el tema de estudio.

Figura 4.

Publicaciones por revista

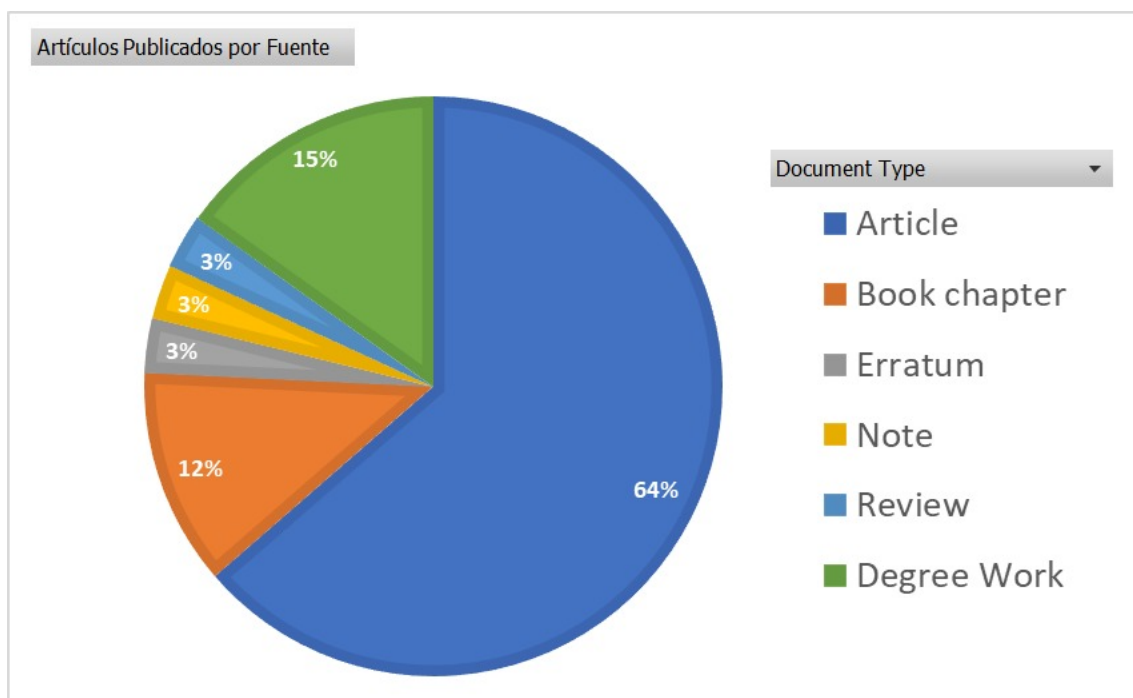


5.7. Publicaciones por Tipo de Documento

En cuanto a los tipos de documentos analizados, los resultados se presentan en la siguiente figura.

Figura 5.

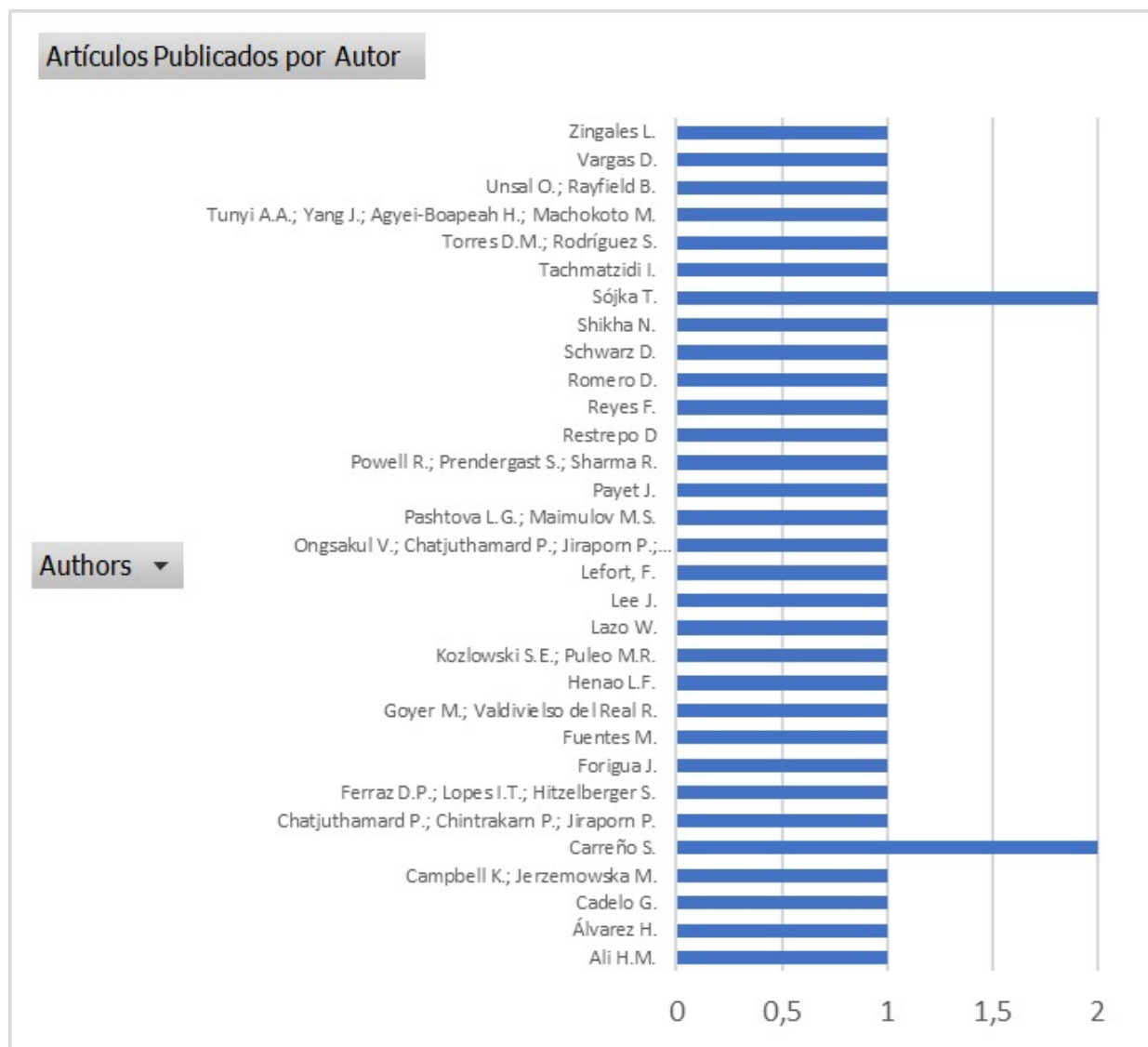
Publicaciones por tipo de documento



Como se observa, se destaca que el 64% de los documentos analizados corresponden a artículos científicos, seguidos por un 15% de trabajos de grado, mientras que los capítulos de libros referentes poseen una participación de 12%.

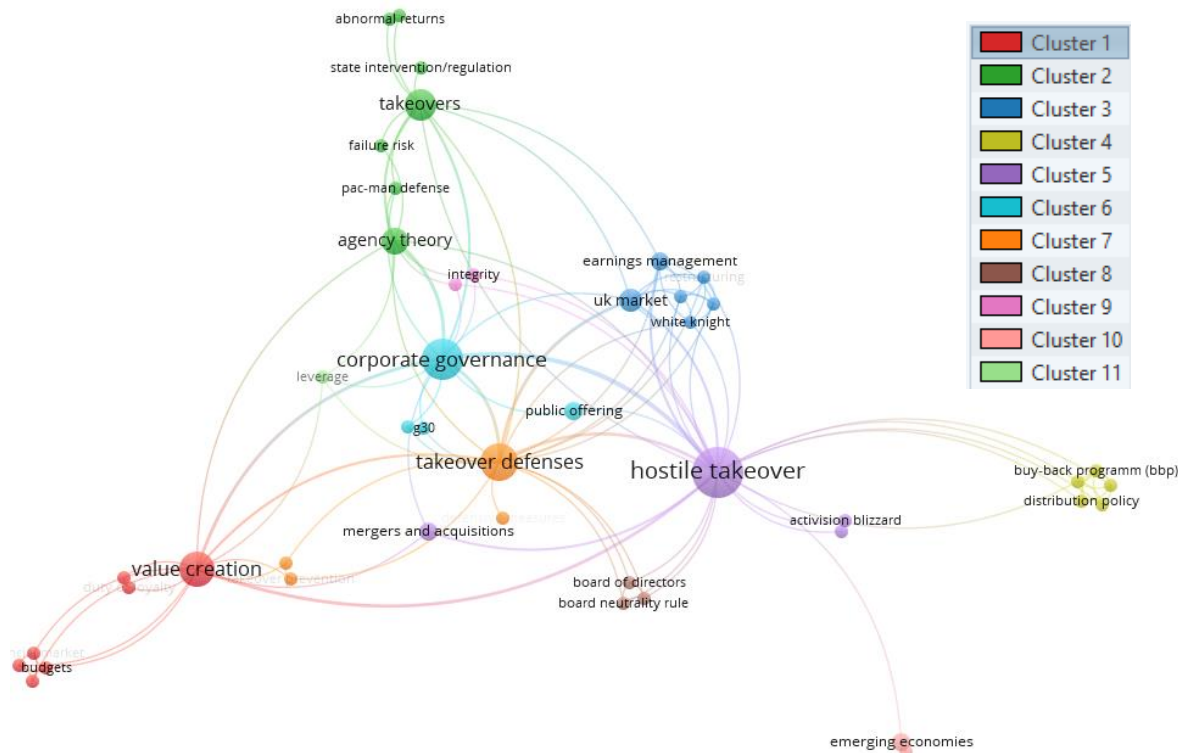
5.8. Publicaciones por Autor

En cuanto a los artículos publicados por autor, se ilustran en la siguiente figura. Se puede identificar que cada uno de los autores poseen solo una publicación para el tema de investigación, salvo Sójka con dos publicaciones (2017a y 2017b) y Carreño, también con dos (2022 y 2023).

Figura 6.*Artículos publicados por autor.*

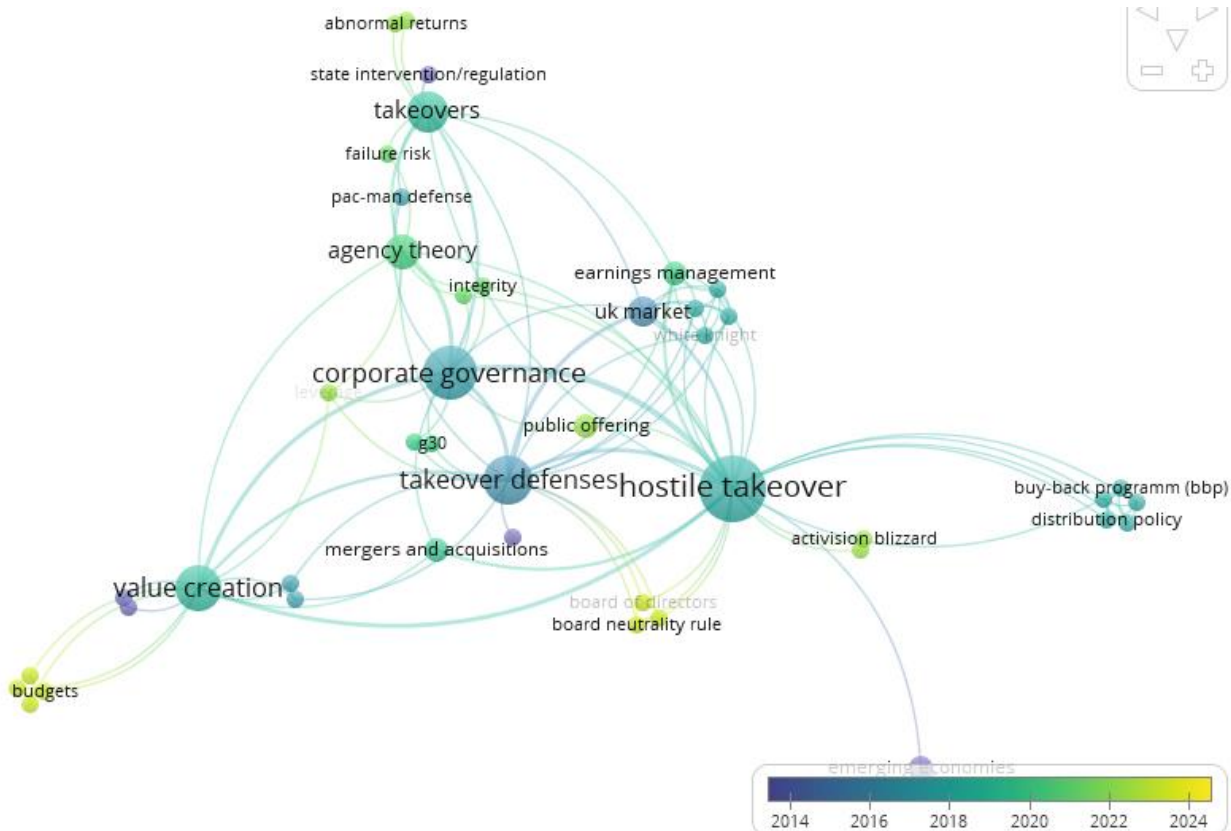
5.9. Análisis de Tendencias

En esta selección de coocurrencia de palabras clave, el uso del software Vosviewer permite identificar distintos clústeres para cada palabra clave. Cada clúster representa un conjunto de nodos estrechamente relacionados según el tipo de vínculo analizado, asignándose cada nodo a un clúster específico.

Figura 7.*Clústeres en Coocurrencia de Palabras Claves*

Nota. Figura extraída del software “Vosviewer” con los artículos resultantes de la ecuación de búsqueda.

Los resultados revelan la identificación de 16 clústeres con relaciones significativas entre ellos. Se destaca especialmente el clúster 7, vinculado a mecanismos de defensa ante adquisiciones; el clúster 2, relacionado con adquisiciones en general; el clúster 5 enfocado en casos de adquisiciones Hostiles; el clúster 1, asociado a la creación de valor y presupuestos; y el clúster 3, asociado a gobernanza corporativa, administración y términos vinculados a la estructura organizacional. Estos clústeres están interrelacionados con los demás, estableciendo conexiones significativas entre ellos.

Figura 8.*Cocurrencia de Palabras Claves*

Nota. Figura extraída del software “Vosviewer” con los artículos resultantes de la ecuación de búsqueda.

Al analizar la coocurrencia de palabras clave a lo largo de los años, se obtiene información relevante que guarda relación con la actualidad de los temas tratados. La representación gráfica facilita la estimación del año de publicación de los artículos, abarcando un período que se extiende desde 2014 hasta 2022, identificando los clústeres con mayor coocurrencia entre los años 2016 y 2018. Además, es posible identificar conceptos abordados en trabajos más recientes, como “abnormal returns (rendimientos anormales)”, “Public Offering (Oferta Pública)” y “Budgets (Presupuestos)”.

6. Revisión de Literatura

6.1. Adquisiciones Hostiles

En el análisis preliminar de la literatura sobre oferta pública de adquisición (OPA), se entiende que se trata de una propuesta que hace una persona, ya sea un individuo o una empresa (el oferente), para comprar acciones de una empresa de acuerdo con plazos y condiciones establecidas. La OPA es una herramienta clave para adquirir una parte importante del capital de empresas que están en la bolsa de valores, siguiendo lo que dice el Decreto 2555 de 2010 (Álvarez, 2022).

Bustamante y Sánchez (2022) explican que una OPA es un proceso en el que un inversionista quiere obtener una parte significativa del control de otra empresa a través de operaciones financieras específicas. En Colombia, según Vargas (2019), estas operaciones se realizan en el mercado secundario, donde se compran y venden acciones que ya han sido emitidas. La OPA busca que el oferente adquiera una cantidad importante de acciones con derecho a voto en la empresa objetivo.

Rodríguez y Torres (2016) agregan que una OPA es una oferta hecha a los accionistas de una empresa cotizada en bolsa, con el objetivo de comprar sus acciones bajo condiciones y plazos determinados. Las empresas a menudo buscan esto para concentrar más el mercado en un área específica o para obtener una posición estratégica en diferentes sectores, con el fin de mejorar su situación económica y eficiencia. Según el Decreto 2555 de 2010, una OPA permite a una persona o grupo adquirir al menos el 25% del capital con derecho a voto de una empresa que cotiza en bolsa. La legislación colombiana, en el Código de Comercio, regula estos procesos, estableciendo reglas sobre la oferta, su irrevocabilidad, y los plazos para aceptarla o rechazarla. La OPA puede

ocurrir tanto en el mercado primario como en el secundario, siendo este último el lugar donde se compran y venden acciones ya emitidas.

Fuentes (2007), desde Chile, señala que una OPA se usa para comprar acciones de empresas que ya han hecho una oferta pública de sus acciones. La oferta se presenta a los accionistas para que vendan sus acciones en condiciones que permitan al oferente obtener una participación específica en un plazo determinado. Las ofertas deben ser iguales para todos los accionistas de una serie de acciones y deben durar entre veinte y treinta días, con la posibilidad de prorrogarse por hasta 15 días más. Durante este tiempo, los accionistas pueden retirar sus acciones hasta el cierre de la oferta. Además, en caso de conflictos, se puede designar un juez árbitro para resolver disputas sobre la OPA.

Hablando de los tipos de OPA, Álvarez (2022) clasifica y aborda diversos tipos de OPA presentes en el ámbito corporativo. El autor distingue entre OPAs amistosas, aquellas que involucran un acuerdo entre las juntas directivas del oferente y el ofertado; OPAs competidoras, que surgen cuando múltiples ofertas se dirigen a un mismo bloque de acciones; OPAs de exclusión, relacionadas con la retirada de acciones de la bolsa de valores; OPAs obligatorias, impuestas por mandato legal en circunstancias específicas; OPAs voluntarias, iniciadas por la voluntad del inversionista; OPAs totales, que buscan adquirir el 100% del capital de la compañía; y OPAs hostiles, caracterizadas por la ausencia de negociación previa con la junta directiva de la sociedad ofertada. Siendo esta últimas las más relevantes para esta revisión de literatura

En este sentido, según Rodríguez y Torres (2016) las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones se clasifican en varias categorías según sus características y contextos legales. La OPA Amistosa es aquella que cuenta con la aprobación de la Junta Directiva de la sociedad afectada, reflejando un acuerdo previo entre la empresa oferente y la adquirente. Este tipo de OPA busca

generar beneficios recíprocos y establecer un escenario de “gana y gana”. Las OPA Obligatorias, por otro lado, se ejecutan en cumplimiento de disposiciones legales internas que definen escenarios específicos que requieren una OPA. Estas operaciones deben cumplir con exigencias legales, especialmente en lo que respecta a precios y condiciones de aceptación. La OPA total se dirige al 100% del capital de la empresa objetivo, a diferencia de la OPA parcial que se lanza sobre un porcentaje específico con el objetivo de obtener el control parcial. En contraste, la OPA Hostil implica la adquisición de activos de una empresa sin seguir los procedimientos legales establecidos, convirtiéndose en una oferta no consensuada y lanzándose sin el acuerdo de la junta directiva de la entidad objetivo. El método de Tender Offer, más común en Estados Unidos, implica que la empresa adquirente lance públicamente una oferta de adquisición, expresando su intención de lograr el control de la sociedad. Esta oferta se caracteriza por tener un periodo limitado y un precio fijo de mercado. Por otro lado, el Proxy Fight, traducido como “lucha de poder”, busca persuadir a los accionistas para que voten a favor de la OPA, con el objetivo de cambiar la composición de la Junta Directiva y, por ende, influir en la gestión de la empresa objetivo. Finalmente, la Creeping Tender Offer, conocida como “oferta pública rastrera”, implica realizar una oferta a través de los mercados financieros, adquiriendo acciones gradualmente a un precio más bajo. Este enfoque busca eludir requisitos legales y bloquear decisiones en la Junta Directiva. Cada tipo de OPA presenta particularidades que se aplican en distintos contextos y marcos legislativos.

Bajo esta línea, las OPA hostiles representan una faceta particularmente desafiante y compleja en el ámbito de las transacciones corporativas. Este tipo de OPA al no tener negociaciones previas con la junta directiva de la sociedad objetivo, implica que el oferente lanza la oferta directamente a los accionistas sin haber buscado un consenso con los representantes de la

compañía. Esta estrategia puede generar tensiones significativas, ya que tanto los directivos como los accionistas se enteran de la oferta al mismo tiempo que el público en general. Las OPAs hostiles suelen plantear una serie de desafíos legales, financieros y de relaciones públicas, ya que la falta de colaboración con la administración de la empresa objetivo puede generar resistencia y medidas defensivas. Por ello, se profundiza en el análisis de estas complejas transacciones, examinando las estrategias empleadas por las compañías en el proceso de defensa corporativa frente a OPAs hostiles (Álvarez, 2022).

Rodríguez y Torres (2016) mencionan que la adquisición hostil, en términos generales, implica la toma de control de una empresa sin negociar previamente con su equipo directivo. Una definición precisa describe la adquisición hostil como el intento de una o varias empresas (oferentes) de adquirir acciones de todos los accionistas, o al menos una parte significativa, para alcanzar un control óptimo del capital, los derechos de voto y, por ende, el gobierno de la compañía. Es común que se aplique esta etiqueta cuando la empresa objetivo no desea ser comprada. Detentar el control de una empresa implica poseer más del 51% de las acciones suscritas, según el artículo 260 del Código de Comercio. Sin embargo, en algunas empresas, los estatutos establecen mayores porcentajes para decisiones críticas. El control accionario confiere una prima de control, un valor económico atribuido al poder de influir en la política empresarial. A su vez, los autores afirman que existen diversas clases de OPA hostiles:

OPA Táctica: Motivada por razones financieras y de temporalidad, busca un cambio en la junta directiva de la empresa objetivo, especialmente cuando esta tiene sectores prometedores, pero está mal administrada.

OPA Metafórica: Busca mantener la independencia y prestigio de la entidad objetivo, transfiriendo la marca de prestigio al comprador.

OPA Complementaria: Persigue objetivos estratégicos y financieros, enriqueciendo los campos comerciales y mejorando la cuota de mercado.

OPA Diversificadora: De tipo geográfico, busca entrar rápidamente en un mercado diferente comprando una empresa en el mismo sector pero en otro lugar geográfico.

OPA Manía: Busca beneficios financieros a corto plazo y la compra de una imagen de prestigio, aprovechando oportunidades de negocio.

OPA Sinérgica: De naturaleza mixta, persigue objetivos financieros, industriales y de imagen, siendo difícil de llevar a cabo debido a las sólidas finanzas y reputación de las empresas objetivo.

Por otro lado, las razones para llevar a cabo una OPA son variadas, desde el deseo de obtener rendimientos y dividendos hasta la necesidad de apalancamiento para inversiones. El interés en participar activamente en la administración del negocio y la búsqueda de oportunidades de expansión son también motivaciones clave para los oferentes. En situaciones de crisis económica, las OPA pueden ser incentivadas por la oportunidad de adquirir acciones a precios inferiores debido a la depreciación del mercado de valores (Álvarez, 2022).

En este aspecto, Rodríguez y Torres (2016) señalan diversas razones que impulsan a una empresa a realizar una adquisición hostil de otra compañía. Este proceso puede despertar el interés de competidores directos que buscan ampliar su cuota de mercado en la misma actividad, así como de fondos de capital privado en búsqueda de oportunidades para maximizar inversiones a corto y mediano plazo. Motivaciones financieras y de mercadeo, como la posibilidad de generar mayores utilidades que el precio ofrecido por la empresa objetivo y razones estratégicas, incluyendo el acceso a recursos clave, también juegan un papel crucial. Asimismo, la opción de fragmentar la empresa objetivo y vender por partes, considerando que su valor individual podría superar el valor

total, así como la oportunidad de consolidar una mayor cuota de mercado en una actividad específica o explorar nuevas líneas de negocio, son factores determinantes en la decisión de llevar a cabo una adquisición hostil.

Dentro de algunos casos relevantes para esta revisión preliminar de la literatura, se explora el estudio financiero de empresas que han sido objeto de adquisiciones hostiles en América Latina. Estas transacciones, marcadas por su complejidad financiera y los diversos factores sociopolíticos involucrados, ofrecen valiosas lecciones sobre los desafíos y oportunidades inherentes a este tipo de procesos en la región. La comprensión detallada de estos casos no solo proporciona una visión integral de los impactos económicos, sino que también plantea la necesidad crítica de definir estrategias efectivas para mitigar posibles consecuencias negativas. En este contexto, el análisis de adquisiciones hostiles en América Latina emerge como un terreno fértil para examinar de cerca las dinámicas financieras y las decisiones estratégicas que influyen en la evolución de las empresas en un entorno empresarial en constante cambio.

6.2. Normativa Referente

En el contexto de la normativa para la realización de las Ofertas Públicas de Adquisición hostiles en Latinoamérica, se establece el deber de pasividad, que limita las competencias de los administradores desde el anuncio de la oferta, impidiéndoles tomar medidas que puedan obstaculizar el éxito de la OPA. Este deber busca asegurar que los accionistas de la sociedad objetivo tomen decisiones libres sobre la adquisición sin interferencias. Asimismo, pretende mitigar los conflictos de intereses inherentes a estas operaciones y actuar como un mecanismo disciplinante de los administradores. En el marco normativo colombiano, el Decreto 2555 de 2010 regula estas obligaciones, prohibiendo al emisor de los valores afectados realizar ciertos actos durante el proceso de OPA, con el fin de prevenir interferencias que puedan afectar el resultado de

la oferta. Esta regla de pasividad representa una excepción al principio básico del Derecho societario que centraliza en el órgano de administración las decisiones de gestión de la sociedad. La normativa busca evitar acciones como la emisión de acciones, la recompra y operaciones sobre activos estratégicos, que podrían encarecer la operación, reducir el número de acciones disponibles o socavar la intención del interesado en la adquisición (Carreño, 2022; Carreño, 2023).

Continuando con normatividad, según Bustamante y Sánchez (2022) la regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) en Colombia está establecida por el Decreto 2555 de 2010, específicamente en su Título 2, denominado “Oferta Pública de Adquisición” (Presidencia de la República de Colombia, 2010). Este decreto aborda diversos aspectos relacionados con las OPAs, detallando la definición de una OPA, estableciendo los escenarios en los cuales no se puede llevar a cabo una OPA, aclarando la irrevocabilidad de las OPAs y describiendo el proceso de autorización necesario para llevar a cabo una OPA.

Antes de llevar a cabo una OPA, según lo estipulado en el Decreto 2555 de 2010 (Presidencia de la República de Colombia, 2010), se requiere obtener una autorización previa por parte de la Superintendencia Financiera. Esta autorización tiene como objetivo conocer tanto al inversionista como la operación propuesta. El artículo 6.15.2.1.6. de dicho decreto establece que esta autorización debe ir acompañada de diversos documentos, entre ellos, el cuadernillo de oferta que presente los términos establecidos, el proyecto de aviso de oferta, la autorización de los órganos competentes del oferente, el certificado de existencia y representación legal del oferente en caso de ser una persona jurídica, entre otros documentos relevantes que la Superintendencia Financiera considere necesarios.

Según Fradique (2014), las transacciones que deben realizarse mediante una OPA son aquellas que cumplen con ciertas características, como cuando un inversionista, ya sea de forma

directa o indirecta, se convierte en beneficiario real de al menos el 25% del capital con derecho a voto de un emisor con acciones inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Asimismo, se destaca que una OPA es necesaria cuando un inversionista que ya es beneficiario real de una participación igual o superior al 25% del capital con derecho a voto de un emisor registrado en la BVC busca aumentar dicha participación en más del 5% (p. 124).

Por otra parte, la regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) en Perú está establecida en la Ley del Mercado de Valores (LMV), específicamente en los artículos 68 y 71. El artículo 68 detalla que cualquier persona natural o jurídica que desee realizar una oferta pública de adquisición debe dirigirse a los titulares de las acciones con derecho al voto. Por su parte, el artículo 71 aborda la reglamentación de las OPAs, estableciendo que la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) tiene la responsabilidad de determinar las normas y excepciones aplicables a las OPAs (Lazo del Castillo, 2017).

En el mercado peruano, la Resolución CONASEV N° 0009-2006 (Superintendencia del Mercado de Valores, 2006) establece que la adquisición o incremento de una participación significativa conlleva la obligación de llevar a cabo una OPA bajo ciertas condiciones. Estas condiciones incluyen que la transferencia sea a título oneroso, que la sociedad objetivo tenga al menos una clase de valores con derecho a voto inscrita en el Registro, y que la adquisición resulte en que el comprador alcance o supere participaciones específicas (25%, 50%, o 60%) en el capital social de la sociedad objetivo. Además, la adquisición debe conferir al comprador la capacidad de remover o designar a la mayoría de los directores, modificar los estatutos de la sociedad, o adquirir una cantidad de acciones que otorgue la facultad de ejercer los derechos políticos en proporciones que permitan los escenarios mencionados.

Para el caso de Chile, el 20 de diciembre de 2000, se introduce una modificación a la Ley 19.705, la cual regula las ofertas públicas de adquisición y el gobierno corporativo. Esta reforma establece las pautas para los procesos que involucran la toma de control, es decir, las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs). Además, el artículo 199 de la Ley del Mercado de Valores (LMV) detalla las tres circunstancias en las cuales se puede llevar a cabo una OPA: 1) cambio de control de la sociedad; 2) cuando una operación específica permita al controlador alcanzar dos tercios de la propiedad accionaria; 3) al intentar adquirir una sociedad que controla otra, representando el 75% o más del activo (Lazén y Sepulveda, 2004, p. 8).

En este contexto chileno, la Ley 18045 del mercado (Junta de Gobierno de la República de Chile, 1981) especifica las transacciones que requieren ser procesadas mediante una OPA, las cuales son las siguientes: aquellas que posibiliten la toma de control de una sociedad y las que, al completarse, dejen al oferente con un control de dos tercios o más de las acciones emitidas con derecho a voto. En caso de buscar adquirir el control de una sociedad que a su vez controla otra sociedad anónima abierta, representando el 75% o más del valor de su activo consolidado, se debe realizar previamente una oferta a los accionistas de esta última, de acuerdo con las normativas establecidas en la mencionada ley, por un porcentaje no inferior al necesario para obtener su control (p.72).

7. Comparativa Normativa de las Ofertas Públicas de Adquisición en Latinoamérica

Las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) son instrumentos cruciales en el ámbito corporativo, regulados de diversas maneras en Latinoamérica. Para comprender las diferencias entre las OPAs hostiles y amistosas, es necesario examinar las normativas específicas de varios países en la región, enfocándonos en Colombia, Perú, y Chile.

7.1. Colombia

En Colombia, la normativa que regula las OPAs se encuentra en el Decreto 2555 de 2010. Este decreto establece las condiciones y procedimientos necesarios para realizar una OPA, tanto amistosa como hostil. Las OPAs hostiles, caracterizadas por la ausencia de negociaciones previas con la junta directiva de la empresa objetivo, están sujetas a la misma regulación general que las amistosas, pero con particular atención a la figura de la autorización previa por parte de la Superintendencia Financiera (Bustamante & Sánchez, 2022). Las OPAs amistosas, por otro lado, suelen contar con el apoyo de la junta directiva de la empresa objetivo, facilitando el proceso y reduciendo la necesidad de medidas defensivas por parte de los administradores (Álvarez, 2022).

El artículo 6.15.2.1.6. del Decreto 2555 de 2010 especifica que antes de realizar una OPA, se debe obtener una autorización previa que incluya un cuadernillo de oferta con términos específicos, proyecto de aviso de oferta, y otros documentos relevantes (Fradique, 2014). Este requisito es aplicable a ambas modalidades de OPA, aunque las hostiles pueden enfrentar mayores retos en la obtención de esta autorización debido a la potencial resistencia de la administración de la empresa objetivo.

Por otro lado, los requisitos para lanzar una OPA hostil están claramente definidos en la normativa nacional. La Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) regula estos procesos, y

se requiere que el oferente presente una declaración de intenciones detallada. Los derechos de los accionistas minoritarios están protegidos mediante la obligación de tratar a todos los accionistas por igual y ofrecer el mismo precio y condiciones. Los plazos y procedimientos estipulan que una OPA debe permanecer abierta durante un mínimo de 20 días hábiles y un máximo de 30 días hábiles. El proceso de autorización involucra la revisión y aprobación de la SFC antes de que la oferta pueda ser lanzada públicamente. La participación significativa se considera cuando un accionista adquiere el 25% o más del capital social de la empresa objetivo. Las limitaciones y prohibiciones incluyen restricciones sobre la manipulación del mercado y el uso de información privilegiada durante el proceso de la OPA.

7.2. Perú

En Perú, la regulación de las OPAs está detallada en la Ley del Mercado de Valores (LMV), especialmente en los artículos 68 y 71. Las OPAs deben ser dirigidas a los titulares de acciones con derecho a voto y la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) tiene la responsabilidad de establecer las normas aplicables (Lazo del Castillo, 2017). Las OPAs hostiles y amistosas deben cumplir con los mismos requisitos legales, incluyendo la presentación de condiciones equitativas para todos los accionistas y la obtención de autorizaciones pertinentes.

La Resolución CONASEV N° 0009-2006 especifica que la adquisición significativa de participación debe llevarse a cabo a través de una OPA si se cumplen ciertos criterios, como alcanzar o superar el 25%, 50%, o 60% del capital social de la sociedad objetivo (Superintendencia del Mercado de Valores, 2006). Las OPAs hostiles pueden enfrentar mayores dificultades debido a la necesidad de gestionar conflictos y resistencias internas de la empresa objetivo.

Por su parte, la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) supervisa las OPAs hostiles. Los requisitos incluyen la presentación de una oferta formal y un prospecto informativo

detallado. Los derechos de los accionistas minoritarios están salvaguardados mediante la exigencia de ofrecerles términos justos y equitativos. Los plazos y procedimientos estipulan que la oferta debe estar abierta por un período mínimo de 20 días y un máximo de 30 días. El proceso de autorización requiere la aprobación de la SMV antes de que la OPA pueda ser anunciada públicamente. Una participación significativa se define como la adquisición del 25% o más de las acciones con derecho a voto. Entre las limitaciones y prohibiciones se encuentran las restricciones contra la manipulación del mercado y el uso indebido de información privilegiada durante el proceso de la OPA.

7.3. Chile

En Chile, la Ley 19.705, modificada en 2000, regula las OPAs y el gobierno corporativo, estableciendo directrices claras para los procesos de toma de control (Lazén & Sepulveda, 2004). Las OPAs, tanto hostiles como amistosas, deben cumplir con las condiciones legales establecidas en esta ley. El artículo 199 de la Ley del Mercado de Valores (LMV) detalla que una OPA es necesaria en casos de cambio de control de la sociedad, cuando una operación permite al controlador alcanzar dos tercios de la propiedad accionaria, o al intentar adquirir una sociedad que controla otra, representando el 75% o más del activo (Junta de Gobierno de la República de Chile, 1981).

Las OPAs hostiles en Chile, como en otros países, implican la realización de ofertas sin el acuerdo previo de la junta directiva, lo que puede llevar a medidas defensivas por parte de la empresa objetivo. Estas medidas pueden incluir la emisión de nuevas acciones para diluir la participación del oferente o la adopción de estrategias de defensa legal para impedir la adquisición (Rodríguez & Torres, 2016).

En cuanto a entes reguladores, en Chile, las OPAs hostiles están reguladas por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Los requisitos incluyen la presentación de una oferta formal acompañada de un prospecto detallado. Los derechos de los accionistas minoritarios están protegidos a través de la exigencia de igual trato para todos los accionistas, garantizando que se les ofrezcan las mismas condiciones. Los plazos y procedimientos especifican que la oferta debe estar abierta por un mínimo de 20 días y un máximo de 30 días. El proceso de autorización implica la revisión y aprobación de la CMF antes de que la OPA pueda ser lanzada al público. La participación significativa se considera cuando un accionista adquiere el 10% o más del capital social de la empresa objetivo. Las limitaciones y prohibiciones incluyen restricciones sobre la manipulación del mercado y el uso de información privilegiada durante el proceso de la OPA.

7.4. Similitudes y Diferencias

La regulación de las OPAs en Latinoamérica presenta similitudes y diferencias importantes entre las adquisiciones hostiles y amistosas. Mientras que ambos tipos de OPAs deben cumplir con las normativas establecidas en cada país, las OPAs hostiles enfrentan desafíos adicionales debido a la falta de acuerdo previo con la junta directiva de la empresa objetivo, lo que puede generar resistencia y la implementación de medidas defensivas. La comprensión detallada de estas normativas es esencial para evaluar el impacto y las estrategias efectivas en los procesos de adquisición en la región.

Para presentar de una manera sencilla la comparación normativa de las OPAs en Latinoamérica se resaltan aspectos claves que incluyen: requisitos, derechos de los accionistas minoritarios, plazos y procedimientos, proceso de autorización, participación significativa, y limitaciones y prohibiciones.

Igualmente, para esta comparación se han seleccionado Colombia, Perú y Chile debido a que estos países manejan una política regulatoria uniforme a nivel nacional, lo que permite un análisis más coherente y directo de las normativas relacionadas con las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs). A diferencia de naciones como México, Brasil y Argentina, donde la regulación puede variar significativamente entre los distintos estados o provincias, en Colombia, Perú y Chile la legislación es centralizada. Esto facilita la comprensión y comparación de los requisitos y procedimientos de las OPAs, ya que no se presentan discrepancias regionales dentro del mismo país que puedan complicar el análisis. Los resultados se muestran en la siguiente tabla:

Tabla 6.*Comparativa de Normativas de OPAs en Latinoamérica*

Aspecto	Colombia	Perú	Chile
Regulación Principal	Decreto 2555 de 2010	Ley del Mercado de Valores (LMV)	Ley 19705 y Ley 18045 del Mercado
Requisitos para lanzar una OPA	<ul style="list-style-type: none"> - Autorización previa de la Superintendencia Financiera (Art. 6.15.2.1.6) - Cuadernillo de oferta, aviso de oferta, autorización de órganos competentes, certificado de existencia y representación legal 	<ul style="list-style-type: none"> - Dirigirse a los titulares de acciones con derecho al voto (Art. 68 LMV) - Condiciones específicas establecidas por CONASEV (Resolución CONASEV N° 0009-2006) 	<ul style="list-style-type: none"> - En caso de cambio de control o al alcanzar dos tercios de la propiedad accionaria - Adquirir el control de una sociedad que controla otra representando el 75% o más del activo (Art. 199 LMV)
Derechos de los Accionistas Minoritarios	<ul style="list-style-type: none"> - Decisión libre sobre la adquisición sin interferencias - Protección bajo la regla de pasividad 	<ul style="list-style-type: none"> - Protección bajo la reglamentación de CONASEV - Derecho a vender sus acciones bajo condiciones iguales 	<ul style="list-style-type: none"> - Derecho a vender sus acciones bajo condiciones iguales - Protección bajo las regulaciones del mercado de valores
Plazos y Procedimientos	<ul style="list-style-type: none"> - Prohibición de actos que obstaculicen el éxito de la OPA - Emisión de acciones, recompra, y operaciones sobre activos estratégicos prohibidas durante la OPA 	<ul style="list-style-type: none"> - Vigencia de la oferta no inferior a 20 días ni superior a 30 días - Prórroga de hasta 15 días máximo y 5 días mínimo 	<ul style="list-style-type: none"> - Procedimientos específicos para toma de control y adquisición de control de sociedades (Art. 199 LMV) - Oferta a los accionistas previa para adquirir control de una sociedad que controla otra (Ley 18045)
Proceso de Autorización	<ul style="list-style-type: none"> - Requiere autorización de la Superintendencia Financiera - Documentos necesarios incluyen el cuadernillo de oferta y autorización de órganos competentes 	<ul style="list-style-type: none"> - Autorización y condiciones determinadas por CONASEV - Involucra supervisión de las normas y excepciones aplicables 	<ul style="list-style-type: none"> - Autorización bajo las leyes del mercado de valores - Procedimientos definidos para OPAs y toma de control
Participación Significativa	<ul style="list-style-type: none"> - Adquisición del 25% o más del capital con derecho a voto - Incremento de participación en más del 5% si ya posee 25% o más (Fradique, 2014) 	<ul style="list-style-type: none"> - Alcanzar o superar el 25%, 50% o 60% de participación en la sociedad objetivo. (Resolución CONASEV N° 0009-2006) 	<ul style="list-style-type: none"> - Control de dos tercios o más de las acciones emitidas con derecho a voto. - Adquisición del 75% o más del valor del activo consolidado (Ley 18045)
Limitaciones y Prohibiciones	<ul style="list-style-type: none"> - Deber de pasividad impide acciones que puedan afectar la oferta - Prohibición de emitir acciones, recompra y operaciones estratégicas durante la OPA 	<ul style="list-style-type: none"> - Emisión de acciones con condiciones idénticas para todos los accionistas - Reglas específicas sobre retiro de acciones y disputas (Resolución CONASEV N° 0009-2006) 	<ul style="list-style-type: none"> - Normativas específicas para toma de control y adquisición de sociedades - Procedimientos establecidos en la Ley 18045

7.5. Comparativa de Normativas de Ofertas Públicas de Adquisición Amistosas en Latinoamérica

7.5.1. Colombia

En Colombia, las OPAs amistosas suelen contar con el respaldo de la junta directiva de la empresa objetivo, lo que facilita el proceso y reduce la necesidad de medidas defensivas por parte de los administradores (Álvarez, 2022). Según el Decreto 2555 de 2010, el cual regula las OPAs en el país, los requisitos para lanzar una OPA amistosa incluyen obtener autorización previa de la Superintendencia Financiera, presentar un cuadernillo de oferta con términos específicos, un proyecto de aviso de oferta, y otros documentos relevantes (Bustamante & Sánchez, 2022). Además, durante el proceso de autorización, se debe demostrar que se trata de una transacción favorable para todas las partes involucradas, lo que puede requerir la aprobación de los accionistas y la junta directiva de la empresa objetivo.

7.5.2. Perú

En Perú, las OPAs amistosas también deben cumplir con los requisitos legales establecidos en la Ley del Mercado de Valores (LMV), al igual que las hostiles (Lazo del Castillo, 2017). Sin embargo, a diferencia de las OPAs hostiles, que pueden enfrentar resistencia interna y conflictos en la empresa objetivo, las amistosas suelen desarrollarse en un ambiente más colaborativo. La Resolución CONASEV N° 0009-2006 establece que las OPAs deben presentar condiciones equitativas para todos los accionistas, tanto en las OPAs amistosas como en las hostiles (Superintendencia del Mercado de Valores, 2006). Además, la aprobación de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) es necesaria antes de lanzar públicamente cualquier OPA, independientemente de su naturaleza.

7.5.3. Chile

En Chile, la Ley del Mercado de Valores (LMV) regula tanto las OPAs amistosas como las hostiles (Lazén & Sepulveda, 2004). Las OPAs amistosas deben cumplir con las mismas condiciones legales que las hostiles, según lo establecido en la Ley 19.705. Sin embargo, a diferencia de las hostiles, que pueden enfrentar medidas defensivas por parte de la empresa objetivo, las amistosas suelen desarrollarse en un contexto de cooperación entre las partes involucradas. La Comisión para el Mercado Financiero (CMF) supervisa las OPAs en el país, asegurándose de que se cumplan los requisitos legales y se protejan los derechos de los accionistas minoritarios en ambos tipos de transacciones (Rodríguez & Torres, 2016).

8. Estudios de Caso

En Latinoamérica, durante la última década, diversas empresas han enfrentado ofertas públicas de adquisición hostiles. Sin embargo, a través de la implementación de estrategias cuidadosamente planificadas, algunas han logrado mitigar los impactos negativos y asegurar una transición más suave hacia la integración con la empresa adquirente.

A continuación, se presentan tres estudios de caso emblemáticos que ilustran estrategias exitosas para reducir los impactos negativos en empresas adquiridas después de adquisiciones hostiles en Latinoamérica.

8.1. Caso 1: Nutresa y SURA en Colombia

El primer caso se presentó en noviembre de 2021, donde el mercado de valores en Colombia se vio afectado por dos OPA dirigidas al Grupo Empresarial Antioqueño (GEA), específicamente a las empresas Grupo Nutresa y Grupo SURA. Estas OPA marcaron el inicio de

una serie de operaciones sucesivas hacia el mismo conglomerado empresarial (Naveros y Correa, 2023). Los analistas de mercado y la prensa nacional han considerado estas operaciones como hostiles, especialmente la primera OPA sobre Nutresa, que buscaba adquirir el control de entre el 50.1 % y el 62.62 % de la empresa, mientras para la segunda se buscaba entre un 25.3 % y el 31.68 % de las acciones del grupo SURA (Pérez, 2021).

Las OPA realizadas por Jaime Gilinsky, a través de NUGUIL S.A.S. y JGDB HOLDING, sobre Grupo Nutresa y Grupo SURA, respectivamente, destacan por su naturaleza hostil y su impacto en el mercado colombiano. La primera OPA por Nutresa, iniciada el 10 de noviembre de 2021, fue descrita como una adquisición hostil dado que fue realizada sin conocimiento previo ni consentimiento de los directivos de Nutresa, buscando adquirir entre el 50.1% y el 62.62% de las acciones a \$7.71 USD por acción (Fusion Media Ltda, investing.com, 2023). Aunque no se alcanzaron los mínimos establecidos, Gilinski logró obtener el 27.69% de las acciones de Nutresa, consolidándose como el segundo mayor accionista (Pastrán, 2021).

La segunda OPA, dirigida a Grupo SURA, comenzó el 14 de enero de 2022, con JGDB HOLDING adquiriendo el 25.25% de las acciones a un precio de \$8.01 USD por acción. Al igual que en el caso de Nutresa, las acciones del GEA, incluyendo Nutresa y SURA, reafirmaron su negativa a vender sus acciones, buscando proteger el enroque accionario (Cajamarca, 2021).

La intensidad de las OPAs continuó con una segunda ronda en enero de 2022, donde Gilinski incrementó su participación en Nutresa y SURA, siendo notable su estrategia de aumentar los precios por acción en cada oferta sucesiva. Por ejemplo, en la segunda OPA por SURA, ofreció \$9.88 USD por acción, un 24.6% más que la primera oferta. Este patrón se mantuvo en una tercera ronda de OPAs en marzo de 2022, reflejando el persistente interés de Gilinski por adquirir acciones adicionales y ejercer influencia en las juntas directivas de ambas empresas (Morales, 2022).

Las OPAs de Gilinski no solo tuvieron como objetivo la adquisición de acciones, sino también influir en la política corporativa, como se evidenció con la propuesta de fusión entre Grupo SURA, Bancolombia y GNB Sudameris, mostrando su intención de consolidar una posición dominante en el sector financiero (Morales, 2022). Aunque no todas las OPAs tuvieron éxito absoluto, con la tercera ronda por Nutresa declarada desierta en mayo de 2022, Gilinski logró incrementar significativamente su participación en SURA, alcanzando el 38% de las acciones.

De acuerdo con lo anterior, las OPAs de Jaime Gilinski sobre Nutresa y SURA no solo representaron intentos agresivos por aumentar su participación accionaria, sino también estrategias para influir en la dirección estratégica y corporativa de dos pilares del Grupo Empresarial Antioqueño, subrayando la complejidad y las implicaciones de estas operaciones en el entorno empresarial y financiero colombiano.

Hablando de estrategias de defensa y respuesta de Nutresa y SURA ante OPAs Hostiles, ambos integrantes del Grupo GEA, han implementado diversas estrategias para defenderse frente a ofertas públicas de adquisición (OPA) hostiles. Una de las principales medidas de defensa adoptadas por estas empresas es su estructura de gobernanza corporativa. Dentro del GEA, Nutresa y SURA han establecido políticas que promueven una distribución de accionariado interconectada entre las distintas entidades del conglomerado. Esta integración accionarial no solo fortalece la cohesión interna del grupo, sino que también dificulta los intentos de adquisición hostil al aumentar la complejidad y los costos asociados con la adquisición de una participación significativa en cualquiera de las empresas objetivo.

Además de la estructura de accionariado, Nutresa y SURA han utilizado instrumentos financieros y estratégicos para defenderse contra OPA no solicitadas. En situaciones pasadas, estas empresas han recurrido a la emisión de acciones preferentes, bonos convertibles u otras formas de

instrumentos financieros que diluyen el poder de voto de los potenciales adquirentes hostiles. Esta táctica no solo disuade a los interesados externos, sino que también refuerza la posición de las empresas dentro del mercado accionario local, aumentando la confianza de los inversores y accionistas frente a posibles intentos de toma de control no deseados.

Otro enfoque clave de defensa para Nutresa y SURA ha sido la adopción de políticas claras y transparentes de comunicación con sus accionistas y el público en general. A través de informes financieros detallados, reuniones regulares con analistas e inversores, y una comunicación proactiva sobre la estrategia corporativa, estas empresas buscan fortalecer su posición de mercado y disipar cualquier percepción negativa que pueda surgir durante un período de OPA hostil. Esta transparencia no solo promueve la confianza entre los stakeholders, sino que también proporciona un marco claro para evaluar cualquier oferta pública de adquisición, asegurando que los intereses a largo plazo de la empresa y sus accionistas sean debidamente protegidos y valorados.

En referencia al impacto en la gobernanza corporativa de Nutresa y SURA, dicha gobernanza juega un papel crucial en la estrategia de Nutresa y SURA frente a las OPA en Colombia. Ambas empresas, como parte del GEA, han fortalecido sus estructuras de gobernanza para mitigar los riesgos asociados con intentos de toma de control no solicitados. En primer lugar, han implementado prácticas robustas de gobierno corporativo que enfatizan la transparencia, la rendición de cuentas y la gestión efectiva de los intereses de los accionistas y demás stakeholders.

También, la inclusión de cláusulas específicas en los estatutos corporativos de Nutresa y SURA ha permitido establecer mecanismos de defensa proactivos ante OPA hostiles. Estos mecanismos incluyen disposiciones que limitan la capacidad de los accionistas externos para influir significativamente en las decisiones estratégicas o para acumular una participación accionaria controladora sin el consentimiento explícito del consejo de administración. Esta

estructura no solo protege la integridad de las empresas frente a movimientos adversos del mercado, sino que también preserva la estabilidad operativa y la continuidad estratégica a largo plazo.

Además, Nutresa y SURA han reforzado la independencia de sus consejos de administración, asegurando que estén compuestos por miembros con una amplia experiencia en diversos sectores industriales y financieros. Esta diversidad de habilidades y perspectivas no solo enriquece el proceso de toma de decisiones estratégicas, sino que también fortalece la capacidad de los consejos para evaluar críticamente cualquier oferta pública de adquisición, garantizando que se tomen decisiones informadas en el mejor interés de todas las partes involucradas.

En términos de responsabilidad social corporativa, Nutresa y SURA han integrado prácticas sostenibles y éticas en sus operaciones diarias, lo que no solo mejora su reputación frente a los stakeholders, sino que también sirve como un escudo protector frente a intentos de adquisición hostil basados en motivaciones puramente financieras. Al demostrar un compromiso tangible con el desarrollo sostenible, la responsabilidad ambiental y el bienestar social, estas empresas refuerzan su posición en el mercado y reflejan un compromiso continuo con valores corporativos que van más allá del rendimiento financiero a corto plazo.

En cuanto al desempeño posterior a las OPA de Nutresa y SURA en Colombia ha sido objeto de análisis crítico en la literatura financiera y corporativa. Según Correa y Naveros (2023), tras la finalización de las OPA dirigidas al Grupo Empresarial Antioqueño (GEA), particularmente a Nutresa y SURA, se observaron variaciones significativas en los indicadores clave de desempeño empresarial. Estos cambios no solo reflejan el impacto inmediato de las operaciones de adquisición en las estrategias corporativas, sino también las respuestas estratégicas implementadas por las empresas para mantener su competitividad y rentabilidad a largo plazo.

En el caso específico de Nutresa, la empresa mostró un desempeño resiliente tras la OPA, impulsado por su capacidad para adaptarse rápidamente a las nuevas dinámicas del mercado y fortalecer sus operaciones internacionales. Los análisis post-OPA destacan que Nutresa logró mantener e incluso mejorar su posición de liderazgo en el sector de alimentos procesados, capitalizando eficazmente las sinergias derivadas de la consolidación del GEA y optimizando su cadena de suministro y distribución (Correa & Naveros, 2023).

Además, SURA enfrentó desafíos y oportunidades únicas después de las OPA. La empresa enfocó sus esfuerzos en diversificar su cartera de servicios financieros y expandir su presencia regional, consolidando su posición como uno de los líderes en el mercado de seguros y pensiones en América Latina. Según los informes financieros y estratégicos, SURA logró mitigar los impactos negativos iniciales de la OPA mediante una gestión proactiva de riesgos y una adaptación estratégica que priorizó la innovación y la eficiencia operativa (Correa & Naveros, 2023).

Por otro lado, el análisis del desempeño posterior a las OPA de Nutresa y Grupo SURA en el mercado accionario colombiano revela impactos sustanciales tanto en las empresas objetivo como en el mercado en general. Según el estudio de Velandia et al. (2023), tras la ejecución de las OPA, las acciones de Nutresa experimentaron un notable incremento del 54.6%, mientras que las acciones ordinarias y preferenciales de Grupo SURA aumentaron un 28.5% y 46.4%, respectivamente, en un período de dos meses. Este aumento significativo en los precios refleja el efecto positivo que estas transacciones tuvieron en la valorización de las compañías objeto de adquisición.

Además del impacto directo en Nutresa y Grupo SURA, las OPA también influenciaron el comportamiento de otras acciones en el mercado colombiano. En promedio, las acciones restantes mostraron una valorización del 8.3%, lo cual se atribuye a la especulación sobre futuras OPA en

otras empresas del Grupo Empresarial Antioqueño (GEA) y a la recomposición de portafolios realizada por inversionistas y fondos de pensiones (Velandia et al., 2023).

El contexto económico y de mercado en Colombia durante ese período también fue crucial para entender estos resultados. Se menciona que el mercado había experimentado una moderación debido a la salida de inversionistas extranjeros y otros factores que afectaron la confianza de los inversionistas en 2021. Las OPA de Nutresa y Grupo SURA, por lo tanto, no solo representaron eventos corporativos significativos, sino que también actuaron como catalizadores que revitalizaron el interés y la dinámica del mercado bursátil colombiano en un momento de desafíos económicos y financieros (Velandia et al., 2023).

Ambas empresas, Nutresa y SURA, han demostrado una capacidad notable para gestionar la integración post-adquisición y optimizar los beneficios estratégicos derivados de las OPA. Estos esfuerzos no solo han fortalecido su posición competitiva en el mercado colombiano, sino que también han posicionado a ambas empresas para aprovechar oportunidades de crecimiento a largo plazo en un entorno económico dinámico y competitivo (Correa & Naveros, 2023).

8.2. Caso 2: Sociedad Química y Minera de Chile S.A. SQM (2018)

En este segundo caso se toma la OPA realizada por Potash Corporation of Saskatchewan (PCS) hacia Sociedad Química y Minera de Chile (SQM), una de las principales productoras mundiales de litio y fertilizantes, esta fue clasificada como hostil debido a la resistencia y oposición manifestada por Julio Ponce Lerou, uno de los accionistas clave de SQM. A pesar de poseer una participación significativa en la empresa, la estructura accionarial de SQM y los estatutos vigentes limitaron la capacidad de PCS para obtener un control mayoritario de manera amistosa. Esta situación llevó a PCS a adoptar estrategias más agresivas y tácticas de negociación para intentar

influir en la gobernanza de SQM, lo que caracterizó su intento de adquisición como hostil en el contexto empresarial chileno.

Hablando de las estrategias de defensa y respuesta, PCS enfrentó diversos desafíos en su intento por adquirir el control de SQM. La estructura accionaria y los estatutos de SQM, que limitan el poder de voto y la propiedad de los accionistas, representaron obstáculos significativos para PCS. Desde su ingreso inicial en 2001, cuando adquirieron el 18% de las acciones de SQM, PCS buscó aumentar su participación para obtener un control mayoritario, lo que desencadenó una serie de conflictos con Julio Ponce Lerou, otro accionista clave. Esta relación se vio marcada por disputas sobre la gobernanza y la transparencia financiera, como lo ilustra el caso de las renunciaciones de directores en 2015 debido a diferencias en la entrega de información contable solicitada por autoridades chilenas (Técnicos Mineros, 2015).

Entonces, para manejar estos conflictos y avanzar en sus objetivos estratégicos, PCS implementó diversas estrategias tácticas de ataque. Por ejemplo, la empresa canadiense buscó alianzas estratégicas con otros accionistas y directores afines a sus intereses dentro del directorio de SQM. Según señala la Revista Técnicos Mineros (2015), PCS trató de colocar en el directorio de SQM a directores que compartieran su visión, como José María Eyzaguirre y Alejandro Montero, con el fin de respaldar su estrategia de adquisición. Además, la empresa participó activamente en acuerdos internos, como el pacto alcanzado en abril de 2017, que modificó temporalmente la estructura de toma de decisiones en SQM para limitar el poder de voto de Ponce Lerou y establecer reglas claras para la gobernanza (Minería Chilena, 2017).

No obstante, a pesar de estas estrategias de ataque, la adquisición hostil de PCS sobre SQM no se concretó. La complejidad de la estructura accionaria y los acuerdos internos dentro de SQM representaron barreras insuperables para PCS, que finalmente decidió vender su participación en

la empresa chilena en 2017, cerrando así un ciclo de 16 años de conflicto por el control de SQM (Minería Chilena, 2017). Este caso subraya los desafíos significativos que enfrentan las empresas en intentos de adquisición hostil en mercados con estructuras de propiedad complejas y poderosos accionistas locales.

En conjunto, PCS utilizó una combinación de negociación, alianzas estratégicas y acuerdos internos para intentar mitigar los impactos negativos y avanzar en sus objetivos estratégicos en SQM. A pesar de su persistencia y estrategias, la estructura de gobierno corporativo y los intereses arraigados de los accionistas locales impidieron que PCS lograra su objetivo de adquisición hostil sobre SQM.

El fracaso de adquisición de PCS sobre SQM tuvo un profundo impacto en la gobernanza corporativa de la empresa. La incorporación de directores favorables a PCS como José María Eyzaguirre y Alejandro Montero en el directorio de SQM fue un claro intento de influir en las decisiones estratégicas y de gestión de la compañía. Este movimiento no solo reflejó un esfuerzo por alinear los intereses de los accionistas con la estrategia de adquisición, sino que también generó tensiones significativas con otros accionistas, especialmente con Julio Ponce Lerou, subrayando las complejidades y disputas que pueden surgir en contextos de OPA. Además, las renuncias de directores en 2015 debido a diferencias sobre la transparencia financiera destacan los desafíos adicionales que enfrentó SQM en términos de cumplimiento y prácticas de divulgación durante este proceso.

Hablando del desempeño posterior a las OPA, el desempeño de SQM ha mostrado una tendencia mixta. Tras el anuncio de la unión de las compañías canadienses PCS y Agrium en 2016. Donde PCS es dueña del 32% de SQM. Esta fusión beneficiaría a SQM específicamente en el negocio del cloruro de potasio, el cual se ha visto afectado por una sobrecapacidad instalada de la

industria en los últimos tres años. La combinación de PCS., el mayor productor de cloruro de potasio del mundo, y Agrium, uno de los distribuidores retail más importantes de la materia prima, podría estabilizar o incluso aumentar el precio del potasio. Esto se debe a su combinada influencia en la producción y distribución, lo que podría ser favorable para SQM. Este comportamiento podría atribuirse a un posible cambio en el enfoque de PCS después de la fusión, ya que la compañía puede haber reducido su interés en aumentar su participación en SQM (Villagrán, 2016).

8.3. Caso 3: Copeinca (2013)

El tercer caso, aunque no se trató de la última década es relevante analizarlo dada su importancia en el entorno latinoamericano, se trata de la adquisición de Copeinca por parte de la pesquera China Fishery Group Limited (CFGL).

En 2013, se llevó a cabo esta operación en la Bolsa de Oslo en la que Dyer Coriat Holding transfirió incondicional e irrevocablemente 19098.000 acciones (27,21%) de la pesquera a Grand Success Investment, subsidiaria en Singapur de una firma china. El precio por acción acordado previamente entre ambas partes fue de 68,17 coronas noruegas, equivalente a US\$11,25 según el tipo de cambio del 23 de agosto de ese año. Con esta venta, CFGL adquirió oficialmente el 99,1% de Copeinca, una de las principales productoras de harina y aceite de pescado del Perú, que operaba cinco plantas en la costa peruana y exportaba principalmente a China, Japón, Alemania, Canadá, Chile y Dinamarca (Empresa Editora El Comercio, 2013).

Esta OPA puede clasificarse como una adquisición hostil debido a varios factores clave en el proceso y las reacciones de las partes involucradas. Primero, la hostilidad se evidencia por la naturaleza no solicitada de la oferta inicial de CFGL para adquirir Copeinca. CFGL hizo una oferta pública para adquirir una participación mayoritaria en Copeinca sin el consentimiento previo de la administración o de la mayoría de los accionistas de Copeinca. Esta acción es típicamente

considerada hostil porque no hubo negociaciones previas ni aprobación por parte de la empresa objetivo.

Segundo, la oferta de CFGL fue percibida como hostil por el consejo de administración de Copeinca y otros accionistas significativos, quienes se opusieron activamente a la oferta. El consejo de Copeinca declaró oficialmente la oferta como hostil y recomendó a los accionistas no aceptarla, argumentando que no estaba en el mejor interés de los accionistas. Esta oposición del consejo y de otros accionistas importantes refuerza la percepción de hostilidad en el proceso de adquisición.

Tercero, CFGL también enfrentó resistencia por parte de otros accionistas minoritarios y grupos interesados en mantener el control local y familiar de Copeinca. Aunque CFGL había asegurado un porcentaje significativo de acciones a través de negociaciones privadas con accionistas clave, su intento de adquirir una participación mayoritaria total fue visto como una toma de control no deseada desde la perspectiva de los accionistas locales y de la administración existente.

Por otro lado, durante la adquisición hostil de Copeinca por parte de China Fishery Group Limited (CFGL), la empresa implementó una serie de estrategias de defensa y respuesta para proteger los intereses de sus accionistas y mantener el control sobre su dirección futura. En primer lugar, la junta directiva de Copeinca optó por rechazar de manera enérgica la oferta inicial presentada por CFGL. Esta decisión fue fundamentada en la percepción de que la oferta era hostil y no estaba alineada con los mejores intereses de los accionistas. Según Gestión (2013), esta estrategia de rechazo activo es común en situaciones de adquisición hostil, ya que busca mantener la autonomía de la empresa frente a intentos no solicitados de toma de control.

Además del rechazo inicial, Copeinca llevó a cabo una medida significativa para hacer menos atractiva la oferta de adquisición por parte de CFGL. Esta estrategia incluyó la realización de un aumento de capital sustancial, que representó un 17.85% de su patrimonio neto según El Comercio (2013). Este movimiento no solo diluyó la participación potencial de CFGL en la empresa, sino que también aumentó el costo total de la adquisición para el adquirente, en este caso CFGL. Esta táctica de aumento de capital es conocida por su capacidad para fortalecer la posición de la empresa objetivo y hacer que la adquisición sea menos económicamente viable para el adquirente.

La competencia entre ofertas también desempeñó un papel crucial en la estrategia de respuesta de Copeinca. Ante la oferta inicial de CFGL, surgió una contraoferta de Cermac, una subsidiaria del Cermac Group. Esta oferta alternativa no solo complicó el proceso de adquisición para CFGL, sino que también mejoró las condiciones para los accionistas de Copeinca al aumentar el valor potencial de las acciones en juego. Esta competencia entre ofertas refleja la estrategia de Copeinca para maximizar el valor para sus accionistas y ejercer presión sobre CFGL para mejorar su oferta inicial, prolongando así el proceso y aumentando la incertidumbre sobre el resultado final, como señalado por Gestión (2013).

Además de estas medidas externas, Copeinca también evaluó meticulosamente todas las opciones disponibles y las alternativas estratégicas a lo largo del proceso. La junta directiva llevó a cabo una valoración detallada de la empresa utilizando diversos métodos financieros y comparativos, con el objetivo de determinar cuál oferta era más beneficiosa tanto en términos financieros como estratégicos a largo plazo para los accionistas. Esta evaluación estratégica permitió a Copeinca tomar decisiones informadas y defenderse de manera efectiva durante la adquisición hostil, alineándose siempre con la maximización del valor para sus stakeholders.

Ahora, tras la OPA, Copeinca adoptó varias medidas financieras para fortalecer su posición y resistir la adquisición. Una de las estrategias clave fue el aumento de capital, que no solo diluyó la participación potencial del adquirente hostil, sino que también inyectó liquidez en la empresa. Este movimiento estratégico no solo fortaleció su capacidad financiera, sino que también mejoró su flexibilidad para enfrentar los desafíos del mercado.

Según el análisis de Gestión (2013), Copeinca reportó resultados financieros mixtos en los años posteriores a la OPA. Por un lado, la empresa enfrentó presiones de costos y desafíos operativos relacionados con la integración de nuevas estrategias defensivas y la gestión de la oferta hostil. Por otro lado, el aumento de capital permitió a Copeinca mantener una posición de liquidez saludable y continuar invirtiendo en sus operaciones principales.

En términos de rendimiento operativo, Copeinca mostró resiliencia al mantener niveles adecuados de producción y ventas, lo cual fue crucial para mitigar los efectos adversos de la incertidumbre post-OPA. Aunque los márgenes podrían haber sido afectados temporalmente debido a los costos adicionales asociados con la defensa corporativa y la reestructuración interna, la empresa logró mantener una base sólida para la recuperación.

En cuanto a la valoración de mercado, la reacción inicial de los inversores ante la OPA hostil podría haber generado volatilidad en el precio de las acciones de Copeinca. Sin embargo, el hecho de que la empresa resistiera con éxito la adquisición y mantuviera su independencia pudo haber generado confianza a largo plazo entre los accionistas, lo que eventualmente podría reflejarse en una recuperación del valor de mercado.

Finalmente, el desempeño financiero de Copeinca después de la OPA hostil estuvo marcado por la implementación efectiva de estrategias defensivas, como el aumento de capital y la gestión prudente de costos operativos. Aunque enfrentó desafíos significativos, la empresa demostró

resiliencia y capacidad para mantener la estabilidad financiera, proporcionando una base sólida para el crecimiento futuro y la creación de valor para los accionistas.

9. Impacto Financiero de las OPAs Hostiles: Caso Nutresa

Este capítulo analiza el impacto financiero de las adquisiciones hostiles realizadas por el Grupo Gilinski sobre Grupo Nutresa en Colombia. Se examinan los indicadores financieros de la empresa en periodos semestrales, dividiendo el análisis en tres etapas clave: antes de las OPAs en los años 2019 y 2020, durante las OPAs en 2021 y 2022, cuando se llevaron a cabo las ofertas públicas de adquisición, y después de las OPAs en 2023 y 2024. Los indicadores se agrupan en cuatro categorías: rentabilidad, liquidez, deuda y solvencia, y mercado, proporcionando una visión integral de cómo el proceso de adquisición afectó el desempeño financiero de Grupo Nutresa. En el Apéndice B se muestra el calculo detalla de cada indicador.

9.1. Indicadores de Rentabilidad Antes de las OPAs

Entre los indicadores de rentabilidad se incluyen el margen de utilidad neta (NPM), que mide la rentabilidad en relación con los ingresos; el margen EBITDA, que calcula la relación de beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización sobre los ingresos; el retorno sobre activos (ROA) y el retorno sobre el capital (ROE), que indican la eficiencia en el uso de activos y capital; y el retorno sobre el capital invertido (ROIC), que refleja la eficiencia en el uso de capital de los accionistas y deuda.

Tabla 7.*Análisis de Rentabilidad Antes de las OPAs en Grupo Nutresa*

Indicador	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020
Margen Beneficio Neto	7,81%	4,50%	5,20%	3,52%	7,20%	5,25%	4,99%	3,74%
Margen EBITDA	14,25%	13,66%	13,49%	12,86%	14,14%	13,89%	12,99%	11,08%
Retorno en Activos	1,17%	0,72%	0,85%	0,62%	1,25%	0,94%	0,92%	0,71%
Retorno de Capital Invertido	2,05%	1,27%	1,53%	1,12%	2,47%	1,89%	1,79%	1,34%
Retorno sobre el Capital Común	0,76%	0,72%	0,85%	0,62%	0,82%	0,92%	0,92%	0,71%

Nota. Datos tomados de Grupo Nutresa. (2024).

Antes de las OPAs, los indicadores de rentabilidad reflejan una situación financiera con ciertas fluctuaciones que vale la pena destacar:

9.1.1. Margen de Beneficio Neto

El Margen de Beneficio Neto de Grupo Nutresa atravesó altibajos notables entre 2019 y 2020, reflejando los desafíos que la compañía enfrentó en ese tiempo. En los primeros meses de 2019, Nutresa mostraba un margen saludable del 7.81%, pero esta rentabilidad comenzó a disminuir gradualmente, llegando a un 3.52% hacia el final del año. A pesar de este descenso, el inicio de 2020 trajo consigo una leve recuperación, alcanzando un 7.20% en el primer trimestre, lo que pudo haber generado cierta esperanza dentro de la empresa.

Sin embargo, el año 2020 trajo consigo la pandemia de COVID-19, que afectó profundamente la estabilidad financiera de muchas empresas, incluida Nutresa. A medida que las restricciones aumentaban y las economías se paralizaban, el margen volvió a caer, cerrando el año en un 3.74%. Esta situación refleja cómo los efectos globales de la pandemia golpearon la rentabilidad de la empresa, dificultando su capacidad para mantener ganancias consistentes en medio de un entorno tan incierto.

9.1.2. Margen EBITDA

El Margen EBITDA de Grupo Nutresa mostró una evolución interesante entre 2019 y 2020, un periodo en el que todavía no se había lanzado la primera OPA sobre la empresa. Al inicio de 2019, Nutresa manejaba un margen del 14.25%, lo que indicaba que la compañía operaba de manera bastante eficiente. Sin embargo, hacia el final de ese mismo año, el margen había caído a 12.86%. Esto podría haber sido un reflejo de ciertos aumentos en los costos operativos o de un desempeño más débil en algunos sectores.

A pesar de esta caída, el 2020 comenzó con una leve recuperación, alcanzando un 14.14% en el primer trimestre. Sin embargo, con la llegada de la pandemia de COVID-19, Nutresa, como muchas otras empresas, tuvo que enfrentar disrupciones que complicaron su operación diaria. A medida que avanzaba el año, el margen EBITDA fue bajando, hasta llegar al 11.08% en el último trimestre. Aunque en este momento aún no había OPA, la empresa ya mostraba señales de estar luchando para mantener su eficiencia operativa, debido a la incertidumbre y los retos que trajo la pandemia.

9.1.3. Retorno sobre Activos

El Retorno sobre Activos (ROA) de Grupo Nutresa mostró una disminución a lo largo de 2019 y 2020, en un periodo donde la empresa aún no había sido sometida a la OPA. Al inicio de 2019, Nutresa lograba generar un rendimiento del 1.17% a partir de sus activos, lo que indicaba una rentabilidad aceptable. No obstante, a medida que avanzaba el año, este indicador fue cayendo, alcanzando un 0.62% en el último trimestre de 2019, lo que reflejaba una menor capacidad de la empresa para generar beneficios con sus recursos. En 2020, con la llegada de la pandemia, Nutresa logró recuperar un poco de terreno en los primeros meses, con un ROA de 1.25% en el primer trimestre, pero pronto volvió a caer, cerrando el año en 0.71%. A pesar de que aún no había OPA,

la empresa ya enfrentaba los efectos de la crisis global, lo que afectó su capacidad para aprovechar sus activos de manera eficiente y mantener una rentabilidad sólida.

9.1.4. Retorno sobre el Capital Invertido

El Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC) de Grupo Nutresa reflejó los retos que la empresa enfrentó en los años previos a la OPA, especialmente con la llegada de la pandemia. En el primer trimestre de 2019, el ROIC era de 2.05%, lo que indicaba que la empresa estaba obteniendo buenos rendimientos sobre el capital que había invertido. Sin embargo, a medida que avanzaba el año, este indicador fue disminuyendo, llegando a 1.12% para el cuarto trimestre de 2019, lo que sugiere que Nutresa comenzaba a encontrar dificultades para mantener la misma rentabilidad sobre sus inversiones. A principios de 2020, en medio de la incertidumbre generada por la pandemia, la empresa mostró una breve recuperación, alcanzando un ROIC de 2.47% en el primer trimestre. No obstante, seguramente la crisis global se hizo sentir, y el retorno sobre el capital invertido volvió a bajar, cerrando el año en 1.34%. Aunque en este periodo todavía no se había llevado a cabo la primera OPA, estos resultados evidencian que Nutresa ya estaba luchando por mantener su rentabilidad, afectada por las complejas condiciones económicas que limitaban su capacidad de generar rendimientos sólidos sobre el capital invertido.

9.1.5. Retorno sobre el Capital Común

El Retorno sobre el Capital Común (ROE) de Grupo Nutresa mostró cierta estabilidad entre 2019 y 2020, aunque con una leve tendencia a la baja. En el primer trimestre de 2019, el ROE se situaba en 0.76%, y aunque se mantuvo relativamente constante en los trimestres siguientes, llegó a 0.62% al final de ese año. A inicios de 2020, antes de que la pandemia comenzara a impactar con fuerza, el retorno mejoró levemente, alcanzando un 0.82% en el primer trimestre. Sin embargo, los efectos económicos globales empezaron a sentirse, y para el cierre de 2020, el ROE había vuelto

a caer a 0.71%. Aunque aún no se había producido una OPA, estos resultados reflejan cómo las condiciones económicas desfavorables afectaron la capacidad de Nutresa para generar rendimientos para sus accionistas comunes.

9.2. Indicadores de Liquidez Antes de las OPAs

En cuanto a los indicadores de liquidez, se analizarán el cash ratio, que muestra la capacidad de la empresa para cubrir sus pasivos circulantes con efectivo y activos líquidos; el current ratio, que evalúa la capacidad para pagar pasivos a corto plazo con activos a corto plazo; y el quick ratio, que indica la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones inmediatas sin necesidad de vender inventarios.

Tabla 8.

Análisis de Liquidez Antes de las OPAs en Grupo Nutresa

Indicador	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020
Ratio de Efectivo	0,14	0,14	0,17	0,21	0,24	0,30	0,33	0,38
Ratio Corriente	1,39	1,46	1,50	1,39	1,53	1,54	1,52	1,58
Ratio Rápido	0,84	0,87	0,93	0,86	0,99	0,95	0,99	1,02

Nota. Datos tomados de Grupo Nutresa. (2024).

A continuación se analizan los indicadores de liquidez para el periodo anterior a las adquisiciones hostiles:

9.2.1. Ratio de Efectivo

El Ratio de Efectivo de Grupo Nutresa reflejó ciertos altibajos entre 2019 y 2020, en un periodo en el que aún no había OPA. Al inicio de 2019, Nutresa mostraba un buen nivel de efectivo, lo que le permitía cubrir sus deudas inmediatas sin mayor dificultad. No obstante, a medida que avanzaba el año, este ratio comenzó a disminuir, lo que podría indicar que la empresa estaba utilizando más efectivo o que sus reservas líquidas empezaban a reducirse. Con la llegada de 2020 y el impacto de la pandemia, el ratio de efectivo continuó bajo presión, ya que Nutresa tuvo que

manejar con mayor cuidado sus recursos para poder cumplir con sus obligaciones financieras. Aunque la OPA aún no había ocurrido, este comportamiento sugiere que la empresa ya estaba enfrentando desafíos en la gestión de su liquidez en un entorno económico cada vez más complicado.

9.2.2. Ratio Corriente

El Ratio Corriente de Grupo Nutresa mostró estabilidad a lo largo de 2019 y 2020, reflejando que la empresa tenía una buena capacidad para cubrir sus deudas a corto plazo con sus activos corrientes, en un periodo donde aún no había OPA. Durante 2019, Nutresa mantenía un equilibrio sólido entre sus activos y pasivos, lo que le permitía operar con confianza, sabiendo que podía responder a sus obligaciones inmediatas. Sin embargo, con la llegada de 2020 y la pandemia, aunque el ratio no sufrió cambios drásticos, la empresa tuvo que ser más cautelosa en la forma en que gestionaba sus activos y pasivos. A pesar de la incertidumbre global, Nutresa logró mantener su solvencia, lo que habla de una gestión cuidadosa y adaptativa en un momento lleno de retos. Aunque aún no se enfrentaba a la OPA, este indicador refleja cómo la compañía fue ajustándose a las presiones externas para seguir cumpliendo con sus obligaciones financieras.

9.2.3. Ratio Rápido

El Ratio Rápido de Grupo Nutresa mostró un comportamiento bastante estable entre 2019 y 2020, reflejando que la empresa tenía una buena capacidad para hacer frente a sus deudas a corto plazo sin depender de la venta de inventarios. En 2019, Nutresa se encontraba en una posición sólida, ya que sus activos líquidos eran suficientes para cubrir sus obligaciones inmediatas, lo que le daba flexibilidad financiera. Sin embargo, cuando llegó 2020 y la pandemia empezó a afectar las economías globales, el ratio rápido comenzó a mostrar una ligera presión, aunque sin caídas significativas. Esto revela que, a pesar del entorno complicado, Nutresa manejó bien su liquidez,

siendo capaz de responder a sus compromisos financieros sin mayores complicaciones. Aunque en ese momento la OPA aún no se había presentado, este indicador sugiere que la empresa tenía una base financiera sólida, lo que le permitió enfrentar con éxito los desafíos impuestos por la incertidumbre económica.

9.3. Indicadores de Deuda y Solvencia Antes de las OPAs

Los indicadores de deuda y solvencia incluyen el ratio deuda/capital (D/E), que mide el nivel de endeudamiento en relación con el capital social; y la cobertura de intereses, que mide la capacidad de la empresa para cubrir los gastos por intereses con sus ingresos operativos.

Tabla 9.

Análisis de Deuda y Solvencia Antes de las OPAs en Grupo Nutresa

Indicador	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020
Deuda/Capital	75,24%	76,34%	80,48%	80,14%	96,51%	100,92%	94,53%	88,18%
EBIT a Intereses	3,17	3,14	3,19	3,19	3,33	3,59	4,04	3,50

Nota. Datos tomados de Grupo Nutresa. (2024).

A continuación se detalla el análisis de cada indicador:

9.3.1. Ratio Deuda/Capital

El Ratio Deuda/Capital de Grupo Nutresa mostró un aumento considerable entre 2019 y 2020, en un periodo donde la empresa aún no había enfrentado la OPA. Al comienzo de 2019, el ratio se situaba en un 75.24%, lo que indicaba que Nutresa manejaba un nivel de deuda controlado en relación con su capital. Sin embargo, conforme avanzaba el año, este porcentaje fue subiendo de manera gradual, llegando a 80.48% en el tercer trimestre de 2019, antes de cerrar el año en 80.14%. Con la llegada de 2020 y el impacto económico de la pandemia, el ratio se disparó, alcanzando un pico de 100.92% en el segundo trimestre. Esto refleja que Nutresa tuvo que recurrir a más financiamiento externo en un contexto de incertidumbre y crisis global. Hacia el final del año, el ratio disminuyó a 88.18%, lo que indica un esfuerzo de la empresa por equilibrar su deuda.

Aunque la OPA aún no había ocurrido, el aumento en este indicador muestra cómo Nutresa fue ajustando su estructura financiera para poder enfrentar los retos que la pandemia impuso sobre sus operaciones.

9.3.2. EBIT a Intereses

El EBIT a Intereses de Grupo Nutresa mantuvo un comportamiento bastante sólido entre 2019 y 2020, en una etapa en la que la empresa aún no había enfrentado la OPA. Al inicio de 2019, el ratio se situaba en 3.17, lo que mostraba que Nutresa tenía ingresos suficientes para cubrir sin problemas sus pagos de intereses. Durante el resto de ese año, este indicador permaneció estable, cerrando en 3.19. Sin embargo, con la llegada de la pandemia en 2020, sorprendentemente, Nutresa logró mejorar su capacidad para cubrir los intereses, alcanzando un pico de 4.04 en el tercer trimestre. Esto reflejaba una gestión financiera eficiente, incluso en un contexto tan desafiante. Al finalizar el año, el EBIT a Intereses se mantuvo en 3.50, aún por encima de los niveles de 2019, lo que sugiere que Nutresa fue capaz de fortalecer su posición y enfrentar sus obligaciones financieras con mayor solidez, a pesar de las dificultades que trajo consigo la crisis global.

9.4. Estructura de Capital Antes de las OPAs

En la estructura de capital se analiza el indicador Ratio de Capitalización que muestra cómo ha cambiado la proporción de deuda en relación con el capital total de la empresa durante el período.

Tabla 10.

Análisis de Estructura de Capital Antes de las OPAs en Grupo Nutresa

Indicador	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020
Ratio de Capitalización	0,429	0,433	0,446	0,445	0,49	0,50	0,49	0,47

Nota. Datos tomados de Grupo Nutresa (2024).

El Ratio de Capitalización de Grupo Nutresa mostró una evolución gradual entre 2019 y 2020, en un periodo donde aún no había sido afectada por la OPA. Al inicio de 2019, el ratio estaba en 0.429, lo que indicaba que cerca del 43% de la estructura de capital de la empresa estaba financiada con deuda. A lo largo del año, este porcentaje fue subiendo lentamente, alcanzando 0.446 en el tercer trimestre y cerrando 2019 con 0.445. Este leve aumento mostraba que Nutresa estaba usando un poco más de deuda en su estructura de capital, aunque de manera controlada.

Con la llegada de 2020 y los efectos de la pandemia, el ratio siguió subiendo, llegando a su punto más alto en el segundo trimestre con un 0.50, lo que significa que, en ese momento, la mitad del capital de Nutresa estaba financiado con deuda. A medida que el año avanzaba, el ratio comenzó a disminuir ligeramente, terminando en 0.47 al final de 2020. Aunque la OPA aún no había ocurrido, este aumento refleja cómo Nutresa tuvo que recurrir a más financiamiento durante los momentos más complicados de la pandemia, ajustando su estructura de capital para mantenerse estable. La empresa buscó adaptarse a las condiciones difíciles, manteniendo un equilibrio entre deuda y capital propio para enfrentar los retos económicos de ese periodo.

9.5. Indicadores de Rentabilidad Durante las OPAs

Tabla 11.

Análisis de Rentabilidad Durante OPAs en Grupo Nutresa

Indicador	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021	T1 2022	T2 2022	T3 2022	T4 2022
Margen Beneficio Neto	8,23%	4,78%	5,14%	4,07%	8,37%	5,34%	4,95%	3,34%
Margen EBITDA	14,03%	11,95%	12,75%	9,85%	13,01%	12,00%	11,68%	10,04%
Retorno sobre Activos	1,50%	0,91%	1,09%	0,86%	1,74%	1,16%	1,18%	0,79%
Retorno de Capital Invertido	2,87%	1,79%	2,14%	1,62%	3,29%	2,19%	2,28%	1,51%
Retorno sobre el Capital Común	1,06%	0,91%	1,09%	0,86%	1,22%	1,16%	1,18%	0,79%

Nota. Datos tomados de Grupo Nutresa (2024).

A continuación, se presenta el análisis de los indicadores financieros mostrados en la tabla, destacando el impacto de las OPAs sobre Grupo Nutresa y Grupo SURA:

9.5.1. Margen de Beneficio Neto

El Margen de Beneficio Neto experimenta una notable fluctuación durante el período analizado. En el primer trimestre de 2021, se ubicaba en 8.23%, disminuyendo considerablemente en los siguientes trimestres hasta llegar a 4.07% en el cuarto trimestre de 2021. Este descenso puede estar relacionado con la incertidumbre generada por la OPA. Aunque hubo una recuperación en el primer trimestre de 2022 (8.37%), el margen vuelve a descender, alcanzando 3.34% en el cuarto trimestre de 2022. Esto indica una presión continua sobre la rentabilidad neta de la empresa, probablemente por los costos asociados a la defensa contra la OPA y las reestructuraciones internas. Nutresa tuvo que enfrentar un entorno complejo donde, a pesar de los esfuerzos por estabilizar sus ganancias, la volatilidad y los costos relacionados con la oferta pública de adquisición afectaron de manera significativa su capacidad para mantener márgenes estables en el tiempo.

9.5.2. Margen EBITDA

El Margen EBITDA también muestra variaciones importantes. En 2021, el margen fluctúa entre 14.03% y 9.85%, con una caída significativa en el cuarto trimestre. En 2022, se observa una recuperación parcial con un margen de 11.68% en el tercer trimestre, pero nuevamente desciende a 10.04% en el cuarto trimestre. La volatilidad en este margen sugiere que la operación y eficiencia de la empresa se vieron afectadas por la OPA, posiblemente debido a la reorientación de recursos para enfrentar la situación. Este comportamiento refleja los desafíos que Nutresa tuvo que enfrentar para mantener su rentabilidad operativa, ya que las presiones generadas por el proceso

de adquisición obligaron a la empresa a ajustar sus operaciones para tratar de contrarrestar los efectos adversos sobre su eficiencia.

9.5.3. Retorno sobre Activos

El Retorno sobre Activos (ROA) mostró fluctuaciones claras durante el periodo de las OPAs, reflejando el impacto que este proceso tuvo sobre la capacidad de Nutresa para generar beneficios a partir de sus activos. En 2021, el ROA comenzó en un 1.50%, pero fue cayendo progresivamente hasta llegar a un 0.86% al cierre del año. Sin embargo, en el primer trimestre de 2022, la empresa logró una recuperación, alcanzando un 1.74%, aunque esta mejora no fue sostenible, ya que para el último trimestre del año el ROA cayó nuevamente a 0.79%. Estas variaciones revelan cómo la incertidumbre y las tensiones financieras de cada OPA afectaron la capacidad de Nutresa para aprovechar al máximo sus activos. La empresa se vio presionada a ajustar sus operaciones y, a pesar de algunos intentos de recuperación, no logró mantener una rentabilidad consistente en sus activos durante este período tan complejo.

9.5.4. Retorno de Capital Invertido

El Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC) también vivió altibajos durante el proceso de la OPA, reflejando las presiones que Nutresa enfrentó. Al comienzo de 2021, el ROIC estaba en un 2.87%, pero a medida que avanzaba el año, este porcentaje fue cayendo, terminando en 1.62% para el cuarto trimestre. En 2022, la empresa mostró un repunte significativo en el primer trimestre, alcanzando un 3.29%, lo que daba señales de recuperación. Sin embargo, esta mejora no fue duradera, ya que al cierre de 2022 el ROIC bajó nuevamente a 1.51%. Estos cambios evidencian que, aunque Nutresa trató de maximizar el retorno de sus inversiones, la incertidumbre y los costos asociados a las OPAs complicaron mantener un rendimiento sólido y estable. A pesar de los

esfuerzos por ajustar su capital, la empresa se vio atrapada en un entorno financiero desafiante, lo que afectó su capacidad de generar retornos consistentes sobre sus inversiones.

9.5.5. Retorno sobre el Capital Común

El Retorno sobre el Capital Común (ROE) mostró una clara fluctuación durante el proceso de las OPAs, reflejando el impacto que esta situación tuvo sobre la rentabilidad que Nutresa generaba para sus accionistas. En el primer trimestre de 2021, el ROE se ubicaba en 1.06%, pero a lo largo del año fue cayendo, llegando a 0.86% en el último trimestre de 2021. En 2022, la empresa logró una ligera recuperación al comenzar el año con un 1.22% en el primer trimestre, pero, al igual que con otros indicadores, esta mejora no fue sostenible. Para el último trimestre de 2022, el ROE había descendido nuevamente, cerrando en 0.79%. Estos cambios reflejan cómo la presión financiera derivada de cada OPA y los costos asociados afectaron la capacidad de Nutresa para generar retornos consistentes para sus accionistas. A pesar de los esfuerzos por mantener la rentabilidad, el entorno desafiante que implicó el proceso de adquisición hizo difícil sostener beneficios estables para los accionistas comunes.

9.6. Indicadores de Liquidez Durante las OPAs

Tabla 12.

Análisis de Liquidez OPAs en Grupo Nutresa

Indicador	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021	T1 2022	T2 2022	T3 2022	T4 2022
Ratio de Efectivo	0,30	0,35	0,30	0,33	0,17	0,18	0,17	0,28
Ratio Corriente	1,54	1,64	1,76	1,75	1,65	1,68	1,69	1,79
Ratio Rápido	0,98	1,06	1,11	1,09	0,95	0,98	0,98	1,00

Nota. Datos tomados de Grupo Nutresa (2024).

A continuación se detallan los cambios en el indicador y los efectos que las OPAS podrían generar

9.6.1. Ratio de Efectivo

El Ratio de Efectivo de Grupo Nutresa experimentó varias fluctuaciones durante las OPAss, mostrando cómo este proceso afectó la capacidad de la empresa para mantener suficiente efectivo disponible para cubrir sus obligaciones inmediatas. Al inicio de 2021, el ratio era de 0.30, un nivel moderado, y en el segundo trimestre subió ligeramente a 0.35, lo que indicaba una breve mejora en la disponibilidad de efectivo. Sin embargo, en el tercer y cuarto trimestre de ese año, el ratio volvió a caer, estabilizándose en torno a 0.30 y 0.33. Ya en 2022, la situación se complicó aún más, con el ratio cayendo drásticamente a 0.17 en el primer trimestre, y manteniéndose bajo durante gran parte del año. Solo al final de 2022, Nutresa logró una ligera recuperación, llegando a 0.28. Esta caída refleja cómo la empresa enfrentó una mayor presión financiera, probablemente debido a los costos asociados con cada OPA y la necesidad de utilizar su efectivo para hacer frente a las demandas que surgieron durante el proceso.

9.6.2. Ratio Corriente

El Ratio Corriente de Grupo Nutresa durante la OPA también mostró variaciones, reflejando la capacidad de la empresa para cubrir sus obligaciones a corto plazo con sus activos corrientes. Al inicio de 2021, el ratio se ubicaba en 1.54, lo que indicaba una situación cómoda para hacer frente a las deudas inmediatas. A medida que avanzaba el año, el ratio fue mejorando ligeramente, alcanzando su punto máximo en el tercer trimestre con un 1.76 y manteniéndose estable en 1.75 en el cuarto trimestre. Esta estabilidad sugiere que, a pesar de las presiones que implicaba el proceso de cada OPA, Nutresa pudo mantener un buen manejo de sus activos y pasivos corrientes.

Ya en 2022, aunque el ratio corriente descendió ligeramente en el primer trimestre a 1.65, la empresa mantuvo una tendencia estable, con leves aumentos a lo largo del año, terminando en

1.79 en el cuarto trimestre. Este comportamiento muestra que Nutresa logró equilibrar sus finanzas a corto plazo a lo largo de cada OPA, asegurando que los activos corrientes fueran suficientes para cubrir las deudas inmediatas, incluso en un contexto de presión financiera.

9.6.3. *Ratio Rápido*

El Ratio Rápido de Grupo Nutresa durante las OPAs mostró una evolución similar al Ratio Corriente, pero con una mayor sensibilidad, ya que mide la capacidad de la empresa para cubrir sus deudas a corto plazo sin depender de la venta de inventarios. En el primer trimestre de 2021, el ratio se situaba en 0.98, lo que indicaba una gestión razonablemente eficiente de los activos líquidos. A medida que avanzaba el año, el ratio aumentó ligeramente, alcanzando 1.11 en el tercer trimestre, antes de cerrar 2021 con un valor de 1.09, lo que reflejaba que Nutresa pudo mantener una buena liquidez sin recurrir a sus inventarios.

En 2022, el ratio rápido mostró una leve caída en el primer trimestre, bajando a 0.95, lo que indicaba una mayor presión sobre los activos líquidos de la empresa. Sin embargo, la empresa logró estabilizarse a lo largo del año, recuperándose lentamente hasta alcanzar 1.00 en el último trimestre. Este comportamiento sugiere que, aunque Nutresa enfrentó desafíos en su liquidez inmediata durante las OPAs, logró adaptarse y mantener un equilibrio saludable entre sus activos líquidos y sus obligaciones a corto plazo, lo que ayudó a sostener sus operaciones en un contexto financiero complejo..

9.7. Indicadores de Deuda y Solvencia Durante las OPAs

Tabla 13.

Análisis de Deuda y Solvencia OPAs en Grupo Nutresa

Indicador	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021	T1 2022	T2 2022	T3 2022	T4 2022
Deuda/Capital (%)	91,55%	95,80%	95,95%	87,53%	89,35%	88,78%	92,92%	92,11%
EBIT a Intereses	4,98	4,57	5,59	3,42	5,09	3,78	3,66	2,23

Nota. Datos tomados de Grupo Nutresa (2024).

9.7.1. Deuda/Capital

El Ratio Deuda/Capital (%) de Grupo Nutresa durante las OPAs muestra un comportamiento variable que refleja los ajustes que la empresa tuvo que hacer en su estructura financiera para enfrentar el proceso. En el primer trimestre de 2021, el ratio se encontraba en 91.55%, lo que indicaba que una porción significativa de su estructura de capital estaba financiada con deuda. Esta proporción siguió aumentando hasta llegar a un 95.95% en el tercer trimestre de 2021, lo que sugiere que Nutresa estaba recurriendo cada vez más al financiamiento externo durante el proceso de las OPAs.

Sin embargo, en el cuarto trimestre de 2021, el ratio disminuyó a 87.53%, reflejando un esfuerzo por parte de la empresa para reducir su nivel de apalancamiento. Ya en 2022, el ratio mostró cierta estabilidad, fluctuando entre 88.78% y 92.92% a lo largo del año. Estos valores sugieren que Nutresa continuó manteniendo un alto nivel de deuda en su estructura de capital, aunque intentó gestionarla de manera más controlada a medida que avanzaban las OPAs. Esta tendencia indica que la empresa se vio obligada a mantener un financiamiento elevado para enfrentar los desafíos del proceso de adquisición, sin perder de vista la necesidad de mantener un equilibrio en su estructura de capital. Entendiendo acá, que el nivel de deuda es una estrategia usada para afrontar adquisiciones hostiles como se detalla en los demás capítulos de este proyecto.

9.7.2. EBIT a Intereses

El indicador EBIT a Intereses de Grupo Nutresa mostró una evolución significativa durante las OPAs, reflejando cómo la empresa fue perdiendo capacidad para cubrir sus gastos por intereses con sus ganancias operativas. Al inicio de 2021, Nutresa estaba en una posición sólida, con un ratio de 4.98, lo que significaba que generaba casi cinco veces más ingresos operativos de lo necesario para cubrir los intereses de su deuda. Sin embargo, a medida que avanzaba el año, este

ratio comenzó a disminuir, llegando a 4.57 en el segundo trimestre. Aunque en el tercer trimestre la empresa logró un respiro, subiendo a 5.59, la situación se complicó a finales de 2021, con una caída marcada a 3.42.

En 2022, el comportamiento fue similar. El año comenzó con una ligera recuperación, alcanzando 5.09 en el primer trimestre, pero pronto el ratio volvió a caer, situándose en 3.78 y 3.66 en los siguientes trimestres, hasta llegar a un preocupante 2.23 en el último trimestre del año. Esta caída sostenida revela que Nutresa tuvo cada vez más dificultades para generar suficientes ingresos operativos para cubrir sus gastos por intereses, posiblemente debido a los crecientes costos financieros y a las presiones operativas derivadas de cada OPA.

9.8. Indicadores de Mercado Durante las OPAs

Entre los indicadores de mercado, se evaluarán el indicador Earnings per Share (EPS), o ganancias por acción, que muestra cómo ha cambiado la rentabilidad de la empresa por acción durante el período que estuvo bajo la oferta de adquisición. También, el Book Value per Share (BVPS), o valor contable por acción, que indica el valor neto de la empresa por acción basado en su contabilidad, el Market Value per Share (MVPS), o valor de mercado por acción, que muestra cómo ha variado el precio de la acción en el mercado. Por último, el Market/Book (M/B) Ratio que compara el valor de mercado por acción con el valor contable por acción.

Tabla 14.*Análisis de Indicadores de Mercado OPAs en Grupo Nutresa*

Indicador	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022
Earnings per Share (COP)	498.89	298.25	366.34	309.95	645.45	453.80	480.30	349.37
Book Value per Share (COP)	17,494	16,978	17,479	19,587	19,831	21,189	21,396	23,411
Market Value per Share (COP)	30,89	29,297	29,305	36,027	53,991	48,101	46,001	54,084
Market/Book (M/B) Ratio	1.77	1.73	1.68	1.84	2.72	2.27	2.15	2.31

Nota. Datos tomados de Bloomberg por Bedoya & Serna (2023).

9.8.1. Earnings per Share (EPS)

En el primer trimestre de 2021, las ganancias por acción eran de 498.89 COP, pero luego disminuyeron a 298.25 COP en el segundo trimestre. Hubo una ligera recuperación en el tercer trimestre (366.34 COP), pero las ganancias bajaron nuevamente a 309.95 COP en el cuarto trimestre de 2021. En 2022, las ganancias por acción aumentaron significativamente a 645.45 COP en el primer trimestre, pero disminuyeron a 349.37 COP en el cuarto trimestre. Esta variabilidad podría estar relacionada con la incertidumbre y los costos asociados con las OPAs.

9.8.2. Book Value per Share (BVPS)

En el primer trimestre de 2021, el valor contable por acción era de 17,494 COP. Este valor aumentó ligeramente en los siguientes trimestres, alcanzando 19,587 COP en el cuarto trimestre de 2021. En 2022, el valor contable continuó aumentando, llegando a 23,411 COP en el cuarto trimestre. El aumento en el valor contable por acción sugiere que la empresa ha estado acumulando valor neto a pesar de los desafíos.

9.8.3. Market Value per Share (MVPS)

El Market Value per Share (MVPS), o valor de mercado por acción, muestra cómo ha variado el precio de la acción en el mercado. En el primer trimestre de 2021, el valor de mercado por acción era de 30,89 COP, y subió a 36,027 COP en el cuarto trimestre de 2021. En 2022, el valor de mercado aumentó significativamente, alcanzando 54,084 COP en el cuarto trimestre. Este aumento puede reflejar la percepción positiva del mercado respecto a la empresa o la influencia de cada OPA en el precio de las acciones.

9.8.4. Market/Book (M/B) Ratio

Durante todo el año 2021 el M/B estuvo variando, para el primer trimestre de 2021, el ratio era de 1.77, y luego disminuyó a 1.68 en el tercer trimestre de 2021. En el cuarto trimestre de 2021, el ratio aumentó a 1.84.

Para 2022, el ratio subió considerablemente, alcanzando 2.72 en el primer trimestre y se mantuvo alto a lo largo del año. En este año el ratio alto indica que el mercado valora las acciones de la empresa por encima de su valor contable, lo que puede ser un signo de confianza en la empresa o una reacción a la OPA presentada.

9.9. Estructura de Capital Durante las OPAs

En la estructura de capital se analiza el indicador Deuda/Capital que muestra cómo ha cambiado la proporción de deuda en relación con el capital total de la empresa durante el período. Se muestra para el período de 2021 y 2022 durante las diferentes ofertas de adquisiciones hostiles:

Tabla 15.

Análisis de Estructura de Capital OPAs en Grupo Nutresa

Indicador	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021	T1 2022	T2 2022	T3 2022	T4 2022
Ratio de Capitalización	0,48	0,49	0,49	0,47	0,47	0,47	0,48	0,48

Nota. Datos tomados de Grupo Nutresa (2024).

El Ratio de Capitalización de Grupo Nutresa durante las OPAs muestra una relativa estabilidad, lo que refleja un esfuerzo por mantener el equilibrio en su estructura de capital a lo largo del proceso de adquisición. En el primer trimestre de 2021, el ratio se situaba en 0.48, lo que indicaba que cerca del 48% de la estructura de capital de la empresa estaba financiada con deuda. Este valor se mantuvo relativamente constante a lo largo de 2021, fluctuando entre 0.48 y 0.49, lo que sugiere que, aunque la empresa enfrentaba presiones por las OPAs, logró mantener un control adecuado sobre su nivel de endeudamiento.

En 2022, el ratio de capitalización continuó mostrando estabilidad, con un valor que oscilaba entre 0.47 y 0.48. Estos resultados indican que Nutresa fue capaz de mantener un balance relativamente sano entre deuda y capital propio durante este periodo, a pesar de los desafíos que implicaba el proceso de adquisición. La empresa parece haber gestionado su estructura de capital de manera prudente, evitando aumentos significativos en su endeudamiento mientras enfrentaba cada OPA.

9.10. Indicadores de Rentabilidad Después de las OPAs

Tabla 16.

Análisis de Rentabilidad Después de las OPAs en Grupo Nutresa

Indicador	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024
Margen Beneficio Neto	7,13%	2,96%	2,53%	2,87%	4,82%	3,69%
Margen EBITDA	13,26%	11,37%	10,87%	11,03%	14,45%	12,67%
Retorno en Activos	1,67%	0,71%	0,62%	0,85%	1,35%	1,01%
Retorno de Capital Invertido	3,32%	1,43%	1,27%	2,06%	3,19%	2,34%
Retorno sobre el Capital Común	1,06%	0,71%	0,62%	1,05%	1,35%	1,01%

Nota. Datos tomados de Grupo Nutresa. (2024).

Después de las OPAs, los indicadores de rentabilidad reflejan una situación financiera con ciertas variaciones a revisar:

9.10.1. Margen de Beneficio Neto

El Margen de Beneficio Neto de Grupo Nutresa después de las OPAs muestra una notable fluctuación en el período comprendido entre 2023 y 2024. En el primer trimestre de 2023, el margen se situaba en 7.13%, reflejando una rentabilidad sólida al inicio del año. Sin embargo, a medida que avanzaba 2023, el margen comenzó a disminuir de manera considerable, llegando a un 2.53% en el tercer trimestre y cerrando el año en 2.87%. Esta caída podría estar relacionada con ajustes internos posteriores a las OPAs, como reestructuraciones o costos adicionales.

En el primer trimestre de 2024, el margen mostró una recuperación significativa, alcanzando 4.82%, aunque volvió a descender a 3.69% en el segundo trimestre. Esta evolución refleja que, aunque la empresa comenzó a recuperar parte de su rentabilidad después de las adquisiciones, todavía enfrenta presiones que afectan su capacidad para mantener un margen neto estable. Las fluctuaciones en este indicador sugieren que Nutresa sigue ajustándose a las nuevas condiciones del mercado y los cambios estructurales que se dieron tras las OPAs.

9.10.2. Margen EBITDA

El Margen EBITDA de Grupo Nutresa mostró un comportamiento bastante variable tras las OPAs, reflejando cómo la empresa intentaba adaptarse a las nuevas condiciones. En el primer trimestre de 2023, el margen estaba en un sólido 13.26%, lo que indicaba que la empresa aún mantenía una buena eficiencia operativa. Sin embargo, a medida que avanzaba el año, este margen fue disminuyendo, llegando a su punto más bajo en el tercer trimestre con un 10.87%, antes de cerrar el año con una leve recuperación al 11.03%. Esto sugiere que Nutresa enfrentó ciertos

desafíos para mantener su eficiencia, posiblemente por ajustes internos y reestructuraciones después de las OPAs.

En 2024, la situación mejoró significativamente, con un margen EBITDA que subió a 14.45% en el primer trimestre, lo que reflejaba una recuperación clara en la eficiencia operativa. Sin embargo, esta mejora no se mantuvo, y para el segundo trimestre, el margen volvió a caer a 12.67%. Estas fluctuaciones muestran que, aunque Nutresa estaba en camino de recuperarse, seguía enfrentando desafíos para estabilizar su eficiencia operativa de manera consistente. La empresa todavía se estaba adaptando a las nuevas condiciones que surgieron después del proceso de adquisición.

9.10.3. Retorno sobre Activos

El Retorno sobre Activos (ROA) de Grupo Nutresa también refleja variaciones importantes después de las OPAs. En el primer trimestre de 2023, el ROA se situaba en 1.67%, pero disminuyó a lo largo del año, alcanzando su punto más bajo en el tercer trimestre con un 0.62%, y cerrando en 0.85% al final de 2023. Este descenso sugiere que la capacidad de Nutresa para generar beneficios a partir de sus activos se vio afectada por los ajustes posteriores a las OPAs. En 2024, el ROA mostró una leve recuperación en el primer trimestre, subiendo a 1.35%, aunque en el segundo trimestre volvió a descender a 1.01%. Estas fluctuaciones indican que la empresa aún está enfrentando desafíos para aprovechar sus activos de manera eficiente tras el proceso de adquisición.

9.10.4. Retorno sobre el Capital Invertido

El Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC) de Grupo Nutresa mostró variaciones notables tras las OPAs, reflejando los ajustes que la empresa atravesaba. En el primer trimestre de 2023, el ROIC era de 3.32%, pero a lo largo del año fue cayendo hasta llegar a 1.27% en el tercer

trimestre, lo que indicaba que la rentabilidad sobre las inversiones estaba disminuyendo. Sin embargo, hacia el final de 2023, hubo una leve mejora, con el ROIC subiendo a 2.06%. En 2024, Nutresa logró una recuperación más marcada en el primer trimestre, alcanzando un 3.19%, pero esta mejora no fue completamente sostenible, ya que el indicador volvió a caer a 2.34% en el segundo trimestre. Esto refleja que, aunque la empresa estaba encontrando su camino tras las OPAs, sigue enfrentando dificultades para mantener un rendimiento estable sobre su capital invertido.

9.10.5. Retorno sobre el Capital Común

El Retorno sobre el Capital Común (ROE) de Grupo Nutresa también presentó fluctuaciones importantes tras las OPAs. En el primer trimestre de 2023, el ROE se situaba en 1.06%, pero experimentó una caída durante el año, alcanzando su punto más bajo en el tercer trimestre con un 0.62%, aunque cerró 2023 con una leve recuperación a 1.05%. En 2024, el ROE mejoró nuevamente, alcanzando 1.35% en el primer trimestre, pero para el segundo trimestre bajó a 1.01%. Estas variaciones muestran que, a pesar de los esfuerzos de Nutresa por recuperar la rentabilidad para sus accionistas tras las OPAs, la empresa sigue enfrentando dificultades para estabilizar los retornos sobre el capital común.

9.11. Indicadores de Liquidez Después de las OPAs

Tabla 17.

Análisis de Liquidez Después de las OPAs en Grupo Nutresa

Indicador	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024
Ratio de Efectivo	0,25	0,20	0,22	0,29	0,23	0,24
Ratio Corriente	1,62	1,49	1,55	1,56	1,69	1,82
Ratio Rápido	0,94	0,86	0,92	0,96	1,05	1,12

Nota. Datos tomados de Grupo Nutresa. (2024).

A continuación se analizan los indicadores de liquidez para el periodo de 2023 a la actualidad, correspondiente a después de las adquisiciones hostiles:

9.11.1. Ratio de Efectivo

El Ratio de Efectivo de Grupo Nutresa después de las OPAs mostró fluctuaciones moderadas. En el primer trimestre de 2023, el ratio era de 0.25, lo que indicaba un nivel razonable de efectivo disponible. Sin embargo, el ratio disminuyó a 0.20 en el segundo trimestre y fluctuó entre 0.22 y 0.29 en los siguientes trimestres de 2023. En 2024, el ratio de efectivo se mantuvo estable, oscilando entre 0.23 y 0.24 en los dos primeros trimestres del año. Estas variaciones indican que Nutresa enfrentó cierta presión en su liquidez disponible, aunque logró mantener un nivel relativamente constante de efectivo tras las OPAs, adaptándose a los retos del entorno financiero hasta el día de hoy.

9.11.2. Ratio Corriente

El Ratio Corriente de Grupo Nutresa reflejó cambios importantes en su capacidad para cubrir deudas a corto plazo después de las OPAs. Al comienzo de 2023, el ratio estaba en 1.62, lo que indicaba una posición de liquidez relativamente cómoda. Sin embargo, en el segundo trimestre cayó a 1.49, lo que señalaba una disminución en su capacidad para enfrentar sus obligaciones inmediatas. A medida que avanzaba el año, Nutresa logró recuperar parte de esa estabilidad, cerrando 2023 con un ratio de 1.56. En 2024, la tendencia fue claramente positiva, con una mejora continua, alcanzando 1.69 en el primer trimestre y 1.82 en el segundo trimestre. Este aumento refleja que Nutresa sigue ajustando su liquidez, mostrando un control más firme sobre sus activos a corto plazo y una mayor capacidad para enfrentar sus deudas, adaptándose mejor tras las OPAs.

9.11.3. Ratio Rápido

El Ratio Rápido de Grupo Nutresa mostró cómo la empresa fue ajustando su liquidez tras las OPAs. Al inicio de 2023, el ratio se situaba en 0.94, lo que indicaba que Nutresa contaba con suficientes activos líquidos para cubrir sus deudas sin depender de la venta de inventarios. Sin embargo, en el segundo trimestre, este ratio bajó a 0.86, lo que reflejaba una mayor presión sobre su liquidez. A medida que avanzaba el año, la empresa empezó a recuperar terreno, cerrando 2023 con un ratio de 0.96. En 2024, la mejora fue aún más clara, con un aumento a 1.05 en el primer trimestre y a 1.12 en el segundo. Este crecimiento muestra cómo Nutresa logró fortalecer su posición de liquidez, gestionando sus activos líquidos de manera más eficiente y adaptándose con éxito a las demandas financieras después de las OPAs.

9.12. Indicadores de Deuda y Solvencia Después de las OPAs

Tabla 18.

Análisis de Deuda y Solvencia Después de las OPAs en Grupo Nutresa

Indicador	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024
Deuda/Capital	98,00%	101,58%	106,23%	143,45%	135,94%	132,17%
EBIT a Intereses	2,63	2,03	2,04	2,01	2,66	2,13

Nota. Datos tomados de Grupo Nutresa. (2024).

A continuación se detalla el análisis de cada indicador:

9.12.1. Ratio Deuda/Capital

El Ratio Deuda/Capital de Grupo Nutresa después de las OPAs mostró un aumento significativo, lo que indica un mayor apalancamiento de la empresa. En el primer trimestre de 2023, el ratio se situaba en 98%, lo que ya señalaba un nivel elevado de deuda en relación con el capital total. Sin embargo, este ratio continuó aumentando de forma notable durante el año, alcanzando un preocupante 143.45% en el cuarto trimestre de 2023. Esto sugiere que Nutresa tuvo

que recurrir a un financiamiento externo más agresivo tras las OPAs, lo que incrementó considerablemente su nivel de endeudamiento. En 2024, el ratio comenzó a descender, situándose en 135.94% en el primer trimestre y en 132.17% en el segundo, lo que indica un esfuerzo por parte de la empresa para reducir su apalancamiento y volver a niveles más manejables, aunque aún elevados.

9.12.2. EBIT a Intereses

El indicador EBIT a Intereses, que mide la capacidad de la empresa para cubrir sus gastos por intereses con sus ingresos operativos, también mostró señales de presión. En el primer trimestre de 2023, el ratio se situaba en 2.63, lo que indicaba que Nutresa tenía suficiente capacidad para cubrir sus gastos financieros. Sin embargo, este ratio disminuyó a 2.03 en el segundo trimestre de 2023 y se mantuvo alrededor de 2.01 en el cuarto trimestre. En 2024, hubo una leve mejora, con el ratio subiendo a 2.66 en el primer trimestre, pero luego volvió a caer a 2.13 en el segundo trimestre. Esto sugiere que, aunque Nutresa intentó estabilizar su capacidad para cubrir los intereses de su deuda, la presión financiera derivada de un mayor endeudamiento continúa afectando sus márgenes operativos.

9.13. Estructura de Capital Después de las OPAs

Tabla 19.

Análisis de Estructura de Capital Después de las OPAs en Grupo Nutresa

Indicador	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024
Ratio de Capitalización	0,49	0,50	0,52	0,59	1,36	1,32

Nota. Datos tomados de Grupo Nutresa (2024).

El Ratio de Capitalización de Grupo Nutresa después de las OPAs mostró un cambio significativo, lo que indica un aumento en la proporción de deuda dentro de la estructura de capital de la empresa. En el primer trimestre de 2023, el ratio se situaba en 0.49, lo que reflejaba un

equilibrio razonable entre deuda y capital propio. Sin embargo, a medida que avanzaba el año, el ratio aumentó progresivamente, alcanzando 0.59 en el cuarto trimestre de 2023. Este incremento sugiere que Nutresa estaba asumiendo más deuda en su estructura de financiamiento.

En 2024, el ratio experimentó un salto considerable, llegando a 1.36 en el primer trimestre, lo que significa que la deuda superaba con creces al capital propio. Aunque en el segundo trimestre de 2024 el ratio disminuyó levemente a 1.32, la proporción seguía siendo significativamente alta. Este cambio refleja cómo, tras las OPAs, Nutresa opera con una estructura de capital muy apalancada, lo que indica una mayor dependencia de la deuda para financiar sus operaciones y crecimiento.

9.14. Análisis General de Indicadores

Desde una perspectiva general, el análisis de los indicadores financieros de Grupo Nutresa antes, durante y después de las OPAs revela cómo la empresa fue impactada en diferentes etapas y cómo su desempeño financiero fue evolucionando.

Antes de las OPAs, los indicadores mostraban una estabilidad relativa. El Margen de Beneficio Neto y el Margen EBITDA reflejaban una rentabilidad sólida, aunque con algunas fluctuaciones, probablemente debido a los efectos de la pandemia. Los retornos sobre activos (ROA) y sobre el capital invertido (ROIC) también mantenían niveles saludables, lo que indicaba que Nutresa gestionaba eficientemente sus recursos y capital. En términos de deuda, el ratio Deuda/Capital se encontraba en niveles manejables, y los indicadores de liquidez mostraban que la empresa tenía suficiente capacidad para cubrir sus obligaciones a corto plazo.

Durante las OPAs, Nutresa empezó a sentir la presión. Los márgenes de rentabilidad comenzaron a disminuir, reflejando los costos adicionales y la incertidumbre que trajo consigo el proceso de adquisición. Los retornos sobre activos y sobre capital invertido también se redujeron,

lo que sugirió que la empresa estaba enfrentando dificultades para utilizar sus recursos de manera eficiente. Además, el ratio Deuda/Capital aumentó, mostrando un mayor apalancamiento, mientras que el ratio EBIT a Intereses indicaba que Nutresa estaba teniendo más dificultades para cubrir sus gastos financieros. A nivel de liquidez, aunque los ratios de Efectivo y Corriente bajaron levemente, Nutresa pudo mantener su capacidad para manejar sus obligaciones inmediatas durante el proceso.

Después de las OPAs, la empresa mostró algunos signos de recuperación, pero quedó con un mayor nivel de apalancamiento. Los márgenes de rentabilidad mejoraron, aunque no alcanzaron los niveles anteriores. Los retornos sobre activos y capital invertido mostraron cierta recuperación, pero continuaron fluctuando, lo que sugiere que Nutresa aún enfrenta desafíos para generar retornos consistentes. El ratio Deuda/Capital se disparó significativamente, indicando que la empresa asumió más deuda para financiar sus operaciones. A pesar de esto, los ratios de Efectivo y Corriente se mantuvieron estables e incluso mejoraron, lo que muestra que Nutresa logró manejar bien su liquidez a pesar del aumento en su nivel de deuda. Sin embargo, la estructura de capital quedó altamente apalancada, lo que señala que Nutresa dependerá en gran medida de financiamiento externo en el futuro.

Después de las OPAs, los indicadores muestran una recuperación gradual pero con un mayor nivel de apalancamiento. El Margen de Beneficio Neto y el Margen EBITDA comenzaron a mejorar, aunque no recuperaron completamente los niveles previos a las OPAs. El ROA y el ROIC, aunque mostraron cierta recuperación, continuaron variando, lo que sugiere que la empresa aún enfrenta dificultades para generar retornos sólidos. En términos de deuda y solvencia, el ratio Deuda/Capital se disparó, reflejando un aumento considerable en el endeudamiento. A nivel de liquidez, los ratios de Efectivo y Corriente mostraron estabilidad e incluso cierta mejora, lo que

sugiere que Nutresa logró manejar su liquidez a pesar del aumento en la deuda. Sin embargo, la estructura de capital quedó altamente apalancada, lo que señala que la empresa aún depende de un financiamiento considerable para sostener sus operaciones.

10. Estrategias Reducción de Impactos Negativos en Latinoamérica

Partiendo de la revisión de literatura sobre las adquisiciones hostiles en Latinoamérica que impactaron a Nutresa, Grupo SURA en Colombia, y Sociedad Química y Minera de Chile (SQM), se pueden inferir una serie de estrategias implementadas por estas empresas para reducir los efectos de la adquisición hostil. Es importante tener en cuenta que estas estrategias no solo se aplican de manera reactiva después de la oferta hostil, sino que se ejecutan de manera preventiva desde el primer momento en que se hace pública la oferta. Para Latinoamérica, estos ejemplos son cruciales para entender cómo las empresas han logrado mitigar los impactos negativos y asegurar una transición más adecuada antes, durante y después de la adquisición.

En el caso de Nutresa y Grupo SURA en Colombia, las ofertas públicas de adquisición (OPA) de Jaime Gilinski destacaron por su naturaleza hostil y su impacto en el mercado. Gilinski no solo buscaba adquirir participaciones significativas en ambas empresas, sino también influir en sus estrategias corporativas. Nutresa y SURA respondieron implementando defensas estructurales sólidas, como políticas de gobernanza corporativa que promovían una integración accionarial compleja entre las entidades del Grupo Empresarial Antioqueño. Además, utilizaron instrumentos financieros para diluir el poder de voto de posibles adquirentes hostiles y mantuvieron una comunicación transparente con los stakeholders para proteger los intereses a largo plazo de la empresa y sus accionistas (Pastrán, 2021; Cajamarca, 2022).

El caso de SQM en Chile, adquirido por Potash Corporation, ilustra otro escenario de adquisición hostil en el que la estructura accionaria y los estatutos de SQM limitaron la capacidad de Potash para obtener un control mayoritario de manera amistosa. Potash adoptó estrategias agresivas, como alianzas estratégicas con directores afines y acuerdos internos para influir en la gobernanza de SQM. Sin embargo, estas tácticas no fueron suficientes para superar las barreras locales y las resistencias internas, resultando en el fracaso de la adquisición (Minería Chilena, 2017).

Por último, la adquisición de Copeinca por parte de China Fishery Group Limited en Perú subraya cómo las empresas pueden defenderse activamente contra OPAs hostiles. Copeinca implementó estrategias como el rechazo enérgico de la oferta inicial, un aumento de capital para diluir la participación potencial del adquirente y la generación de competencia entre ofertas para maximizar el valor para los accionistas. Estas medidas no solo fortalecieron la posición de Copeinca durante el proceso de adquisición, sino que también protegieron sus intereses a largo plazo frente a intentos no deseados de toma de control (Empresa Editora El Comercio, 2013; Gestión, 2013).

A partir de esto, se definen 7 estrategias fundamentales que han sido implementadas en la última década en Latinoamérica para reducir los impactos negativos de las adquisiciones hostiles. En los tres casos estudiados, Nutresa, Grupo SURA y SQM, las empresas respondieron desde el momento en que se hizo pública la oferta hostil. Estas estrategias se aplicaron de manera preventiva, desde el inicio de la oferta, evitando así esperar a que la adquisición se concretara, es decir, que no necesariamente son después de la adquisición pero se durante el desarrollo de esta.

10.1. Estructura de Gobernanza Corporativa Fortalecida

Empresas como Nutresa y SURA fortalecieron sus estructuras de gobernanza corporativa como una medida defensiva contra las adquisiciones hostiles que estaban afrontando. Esto incluye la implementación de políticas que complican la adquisición, como la distribución interconectada de acciones entre las diferentes entidades del conglomerado. Esta estrategia no solo promueve una mayor integración dentro de la empresa, sino que también incrementa los costos y la complejidad para adquirir una participación significativa en la empresa.

Además de consolidar las acciones entre las distintas partes del conglomerado, estas empresas también han alineado los intereses estratégicos a largo plazo de sus accionistas clave. Nutresa y SURA crearon estructuras de accionariado que refuerzan la estabilidad interna y dificultan los intentos de adquisición hostil al aumentar los costos y la complejidad operativa para cualquier potencial comprador externo.

10.2. Uso de Instrumentos Financieros y Estratégicos

Las empresas también han recurrido a la emisión de acciones preferentes y bonos convertibles para reducir el poder de voto de los posibles adquirentes hostiles. Estos instrumentos no solo desincentivan a los compradores externos, sino que también fortalecen la posición de las empresas en el mercado de acciones local.

Además de emitir bonos convertibles y acciones preferentes, las empresas han utilizado estructuras financieras innovadoras para protegerse contra adquisiciones hostiles. Por ejemplo, diseñaron bonos convertibles con condiciones específicas que no solo aportaron capital adicional, sino que también ayudaron a reducir el poder de voto de los accionistas externos no deseados, mejorando así su capacidad defensiva tanto en el mercado accionario local como regional.

10.3. Comunicación Transparente y Proactiva

Nutresa y SURA mantuvieron una comunicación transparente con sus accionistas y el público. Esto incluyó la presentación de informes financieros detallados y la realización de reuniones regulares con analistas e inversores, lo que fortaleció la confianza y proporcionó un marco claro para evaluar ofertas de adquisición hostiles.

La transparencia y la comunicación efectiva no solo fortalecieron la confianza de los accionistas, sino que también permitieron a Nutresa y SURA mantener una posición informada y preparada frente a posibles ofertas hostiles. Estas empresas establecieron una política de comunicación proactiva que abarcó no solo la emisión de informes financieros detallados y reuniones regulares con inversores, sino también la disposición a abordar públicamente cualquier intento de adquisición que pudiera afectar la estrategia a largo plazo y los intereses de los stakeholders.

10.4. Adopción de Políticas de Defensa Claras

Las empresas latinoamericanas incorporaron cláusulas específicas en sus estatutos corporativos para establecer mecanismos de defensa proactivos frente a OPAs hostiles. Estos mecanismos limitaban la capacidad de los accionistas externos para influir significativamente en las decisiones estratégicas sin el consentimiento explícito del consejo de administración.

Las políticas de defensa implementadas por Nutresa y SURA, por ejemplo, estaban diseñadas para proteger la independencia corporativa y asegurar que las decisiones estratégicas se tomaran de manera responsable y en el mejor interés de la empresa y sus accionistas. Estas políticas incluían cláusulas que restringían los derechos de voto o establecían requisitos de aprobación específicos, además de mecanismos que facilitaban una evaluación íntegra y transparente de cualquier oferta hostil que pudiera surgir.

10.5. Refuerzo de la Independencia del Consejo de Administración

En Latinoamérica, otra estrategia fue que las empresas se aseguraron que los consejos de administración fueran independientes y estuvieran compuestos por miembros con experiencia diversa en sectores industriales y financieros. Esta diversidad fortaleció la capacidad del consejo para evaluar críticamente las ofertas de adquisición y tomar decisiones informadas en el mejor interés de todas las partes involucradas.

Se pudo ver que el fortalecimiento de la independencia del consejo de administración fue clave para que Nutresa y SURA pudieran tomar decisiones estratégicas con objetividad y basadas en una evaluación completa de riesgos y oportunidades. La diversidad de experiencia dentro del consejo no solo mejoró la capacidad para evaluar las ofertas de adquisición, sino que también ayudó a la empresa a adaptarse y responder de manera ágil a las dinámicas cambiantes del mercado y las presiones externas.

10.6. Defensa Activa y Competencia entre Ofertas

En el caso de Copeinca, una de las estrategias incluyó un rechazo activo de la oferta inicial y la realización de un aumento de capital significativo para reducir la participación del adquirente hostil. Además, la empresa evaluó cuidadosamente todas las opciones disponibles, incluyendo la posibilidad de hacer una contraoferta, para maximizar el valor para sus accionistas y aumentar la incertidumbre sobre el resultado final.

Como se observó en este caso, la defensa activa adoptada por Copeinca no solo se limitó al rechazo inicial de la oferta hostil, sino que también incluyó medidas tácticas para fortalecer su posición frente al comprador potencial. Además del aumento de capital para diluir la participación del comprador hostil, la empresa promovió una estrategia de diversificación entre accionistas clave y aliados estratégicos, creando una base de apoyo sólida. Este enfoque no solo defendía los

intereses de los accionistas existentes, sino que también buscaba desalentar futuras incursiones y fortalecer la posición competitiva de Copeinca a largo plazo en el mercado.

10.7. Evaluación Estratégica Detallada

Todas las empresas analizadas realizaron evaluaciones financieras y estratégicas detalladas para determinar qué oferta sería más beneficiosa a largo plazo. Estas evaluaciones ayudaron a las empresas a defenderse de manera efectiva durante las adquisiciones hostiles, asegurando que las decisiones tomadas siempre buscaban maximizar el valor para sus stakeholders.

La rigurosa evaluación estratégica hecha por las empresas implicadas en las adquisiciones hostiles fue un proceso integral que tuvo en cuenta muchos escenarios y variables claves. Además de analizar aspectos financieros como la valoración de las ofertas y el impacto en el balance general, se analizaron los efectos a largo plazo sobre la cultura corporativa, la integración de operaciones y la alineación estratégica con los objetivos de largo plazo de la empresa. Esta metodología permitió a las empresas no solo defenderse eficazmente durante el proceso de adquisición, sino también prepararse mejor para aprovechar oportunidades estratégicas emergentes, asegurando así una maximización sostenida del valor para todos los stakeholders involucrados.

Para resumir, las estrategias se presenta una tabla que refleja quién de la organización está involucrado en cada tipo de estrategia y en qué momento se aplica durante el proceso de una OPA hostil.

Tabla 20.*Estrategias Implementadas para Reducir Impactos Negativos en Adquisiciones Hostiles*

Tipo de Estrategia	Quién Involucra	Momento de Aplicación
Estructura de Gobernanza Corporativa Fortalecida	Alta gerencia, junta directiva, accionistas clave	Desde el inicio de la OPA
Uso de Instrumentos Financieros y Estratégicos	Alta gerencia, equipo financiero, accionistas	Durante la OPA
Comunicación Transparente y Proactiva	Alta gerencia, equipo de relaciones con inversionistas, accionistas	Desde el inicio de la OPA
Adopción de Políticas de Defensa Claras	Alta gerencia, junta directiva, accionistas clave	Desde el inicio de la OPA
Refuerzo de la Independencia del Consejo de Administración	Alta gerencia, junta directiva, accionistas clave	Durante y después de la OPA
Defensa Activa y Competencia entre Ofertas	Alta gerencia, equipo de estrategia, accionistas	Durante la OPA
Evaluación Estratégica Detallada	Alta gerencia, equipo financiero, consultores externos	Durante y después de la OPA

En la última década, las empresas en Latinoamérica han adoptado diversas estrategias para mitigar los impactos negativos de las adquisiciones hostiles. Estas estrategias se implementan no solo de manera reactiva, sino también de forma preventiva desde el momento en que se presenta la oferta.

Entre las tácticas más destacadas, se encuentran el fortalecimiento de la gobernanza corporativa, como se observó en Nutresa y Grupo SURA, que involucró la implementación de políticas y estructuras accionarias complejas para dificultar la adquisición. En algunos casos, como el de Copeinca, las empresas han llevado a cabo defensas activas, incluyendo el rechazo inicial de la oferta y aumentos de capital para fortalecer su posición frente a los adquirentes hostiles. En

general, estas estrategias buscan asegurar una transición más controlada y proteger a largo plazo los intereses de los accionistas y otros stakeholders clave.

De acuerdo con la revisión de literatura y el desarrollo de la misma, las estrategias que han contribuido a reducir impactos negativos, en Latinoamérica, han sido implementadas desde el mismo momento en que se anuncia la OPA, es decir, no han sido solamente reactivas sino que desde el primer momento se aplican estrategias de tipo preventivo. De acuerdo con lo anterior, las estrategias mencionadas en este capítulo comprenden a las más notables en América Latina e acuerdo con la revisión de los casos y la literatura.

11. Difusión de los Resultados de la Investigación

Se ha redactado un artículo con el propósito de compartir los resultados significativos derivados de la presente investigación. Este artículo, de carácter publicable, detalla los hallazgos clave del estudio y se muestra en el Apéndice C.

12. Conclusiones

Durante la última década, las empresas en Latinoamérica han desarrollado una serie de estrategias para mitigar los impactos negativos de las adquisiciones hostiles, comenzando desde el momento en que se hace pública la oferta. Estas estrategias se enfocan en varios aspectos clave. Primero, fortalecer la gobernanza corporativa ha sido esencial; esto incluye consolidar estructuras accionarias interconectadas que hacen más complejo el proceso de adquisición. En paralelo, el uso de instrumentos financieros, como acciones preferentes y bonos convertibles, ha permitido a las empresas reducir el poder de voto de los posibles adquirentes hostiles y proteger su autonomía.

Además, la transparencia y la comunicación proactiva con los stakeholders han sido fundamentales para mantener la confianza y alinear las estrategias corporativas con los intereses a largo plazo. Las políticas de defensa claras, reflejadas en los estatutos corporativos, aseguran que las decisiones críticas se tomen de manera independiente, minimizando la influencia de intereses externos no alineados con los objetivos de la empresa.

El análisis de los indicadores financieros de Grupo Nutresa tras las OPAs evidencia cómo las empresas en Latinoamérica implementan estrategias clave para mitigar los efectos negativos de las adquisiciones hostiles. Las fluctuaciones en rentabilidad y la necesidad de aumentar el endeudamiento reflejan un patrón común en la región: el uso de apalancamiento y la protección de la estructura corporativa a través de mecanismos financieros. Estrategias como el fortalecimiento de la gobernanza y la consolidación de estructuras accionarias han sido fundamentales para mantener la estabilidad, incluso en tiempos de incertidumbre. Además, la capacidad de Nutresa para sostener su liquidez y adaptarse a los retos financieros destaca el enfoque de muchas empresas

latinoamericanas en asegurar la continuidad operativa y proteger su autonomía, lo que refleja una visión a largo plazo frente a las presiones externas.

A pesar de que las estrategias en Latinoamérica presentan similitudes con las prácticas globales, también reflejan diferencias significativas debido a los contextos económicos, legales y culturales únicos de la región. En comparación con mercados como el de EE. UU., donde las regulaciones sobre OPAs están más desarrolladas, las normativas latinoamericanas son más recientes y menos detalladas.

Finalmente, se ha observado una disminución en la frecuencia de OPAs hostiles en Latinoamérica en la última década, con un predominio de transacciones amistosas. Este cambio hacia acuerdos colaborativos refleja una tendencia a maximizar el valor para los accionistas y stakeholders sin recurrir a enfrentamientos públicos, demostrando un enfoque más consensuado y menos conflictivo en el mercado.

13. Recomendaciones

Para optimizar la respuesta estratégica ante OPAs hostiles, se sugiere realizar análisis continuos del entorno regulatorio latinoamericano y adaptar las estrategias defensivas según sea necesario. Esto implica mantenerse actualizado sobre las normativas y prácticas más recientes en el mercado regional, así como aprender de casos previos para mejorar la efectividad de las políticas de defensa corporativa.

Se recomienda considerar que las siete estrategias identificadas, aunque específicas al contexto de las OPAs hostiles en Latinoamérica, pueden servir como guía referencial para otros mercados. Estas estrategias están diseñadas para fortalecer la resiliencia corporativa y mitigar los

impactos negativos derivados de adquisiciones no deseadas. Aunque su aplicabilidad exacta puede variar según el entorno regulatorio y económico específico de cada mercado, el estudio proporciona principios fundamentales que podrían adaptarse y ajustarse para fortalecer la defensa corporativa en diferentes contextos regionales.

En futuras investigaciones, puede ser pertinente investigar las razones subyacentes que han llevado a la notable disminución del uso de OPAs hostiles en Latinoamérica en la última década. Este análisis podría incluir factores como cambios en la regulación financiera y corporativa, tendencias macroeconómicas regionales, y evolución en las estrategias de mercado de las empresas. Comprender estos motivos podría ofrecer insights valiosos para ajustar las estrategias defensivas y prepararse mejor ante posibles escenarios de adquisiciones hostiles en el futuro.

Referencias Bibliográficas

- Álvarez Rincón, H. S. (2022). *Defensa Corporativa: Medios para Conservar el Control de la Compañía ante una Oferta Pública de Adquisición Hostil (Grupo Empresarial Antioqueño)*. Trabajo de grado presentado para optar al título de Abogado. Facultad de Derecho, Universidad Santo Tomás, Bogotá.
- <https://repository.usta.edu.co/bitstream/handle/11634/50890/2023hansalvarez.docx%20%282%29.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Bedoya, E., & Serna, J. (2023). *Efecto de una oferta pública de adquisición hostil sobre el desempeño financiero de la compañía: el caso de grupo Nutresa y grupo SURA en Colombia*. Recuperado 2024, from Javerianacali.edu.co website:
- <https://vitela.javerianacali.edu.co/items/2bee1394-9a63-445c-8914-707ff381ef49/full>
- Bustamante Peláez, J. D., & Sánchez Sepúlveda, D. A. (2022). *Ofertas públicas de adquisición y reacción de precios en SURAmérica*. Universidad EAFIT.
- https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/31558/JuanDavid_BustamantePelaez_DanielAlejandro_SanchezSepulveda_2022.pdf?sequence=2&isAllowed=y
- Cadelo Herrero, G. (2022). *Fusiones y adquisiciones de empresas : análisis opa sobre Activision Blizzard*. UCREA Repositorio abierto de la Universidad de Cantabria.
- <https://repositorio.unican.es/xmlui/bitstream/handle/10902/26578/Cadelo%20Herrero%20c%20Gabriel.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Carreño Mendoza, Sergio (2023). *Adquisiciones hostiles y el rol de los administradores. La regla de la pasividad en el derecho colombiano*. Universitas Jurídica, 72.

Diario La República. *El Reino Unido encabeza por amplia diferencia el ranking de OPA hostiles en Europa.* (s/f). Recuperado el 9 de noviembre de 2023, de

<https://www.larepublica.co/globoeconomia/el-reino-unido-encabeza-por-amplia-diferencia-el-ranking-de-opa-hostiles-en-europa-3275309>

El Nuevo Siglo. *El revolcón bursátil con las OPA de los Gilinski y el GEA.* (s/f). Recuperado el 9 de noviembre de 2023, de <https://www.elnuevosiglo.com.co/economia/el-revolcon-bursatil-con-las-opa-de-los-gilinski-y-el-gea>

Empresa Editora El Comercio. (2013). Grupo Dyer completó venta de sus acciones en Copeinca por US\$223,2 mlls. Retrieved from El Comercio Perú website:

<https://elcomercio.pe/economia/negocios/grupo-dyer-completo-venta-sus-acciones-copeinca-us2232-mlls-noticia-1624356/#:~:text=Con%20el%20pago%20de%20US,manos%20de%20la%20familia%20Dyer.>

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.

Fuentes Vega, M. (2007). OPAS. Teoría y evidencia. Disponible en

<https://repositorio.uchile.cl/handle/2250/108442>

Gaytán Cortés, J. (2021). Estrategia financiera, teorías y modelos. *Mercados y negocios*, 22(44), 97-112.

Grupo Nutresa. (2024). Índice de contenidos - Nutresa. Retrieved from Nutresa website:

<https://gruponutresa.com/sostenibilidad/nuestra-gestion-en-sostenibilidad/indice-de-contenidos/>

- Hannah, L. (1974). Takeover Bids in Britain before 1950: An Exercise in Business 'Pre-History'1. In *Business in the Age of Depression and War* (pp. 40-52). Routledge.
- Henao, L. (2014). El abuso de la posición jurídica del socio. *Revista E-Mercatoria*, 13(2), 97–130. <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/emerca/article/view/4046/4716>.
- Junta de Gobierno de la República de Chile (1981) Ley del Mercado de Valores
https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/articles-806_doc_pdf.pdf
- Kitchenham, B. (2004). Procedures for performing systematic reviews. *Keele, UK, Keele University*, 33(2004), 1-26.
- Lazén, V., y Sepulveda, A. C. (noviembre, 2004). Desarrollo de las tomas de control corporativo en Chile después de la Ley de OPAS. Documento de trabajo No. 4. Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-15021_doc_pdf.pdf
- Lazo del Castillo, W. (2017). Una aproximación a la teoría general de la oferta pública de adquisición (OPA) y crítica a la regulación obligatoria de la OPA en el Perú: evidencia empírica en el mercado de valores peruano [Repositorio Institucional PUCP]. *Anuario de Investigación del CICAJ 2016*.
<http://repositorio.pucp.edu.pe/index/handle/123456789/110986>
- Lefort, Fernando. (2003). GOBIERNO CORPORATIVO: ¿QUE ES? Y ¿COMO ANDAMOS POR CASA?. *Cuadernos de economía*, 40(120), 207-237.
<https://dx.doi.org/10.4067/S0717-68212003012000002>
- Nava, J. A. G., & Hernández, L. M. P. (2014). *Estrategias financieras empresariales*. Grupo Editorial Patria.

- Naveros Sánchez, A., & Correa Sepúlveda, A. P. (2023). Ofertas públicas de adquisición al Grupo Empresarial Antioqueño y su impacto en el mercado accionario y de renta fija colombiano.
- Payet Puccio, J. A. (2001). OPAs hostiles y medidas de protección. *IUS ET VERITAS*, 12(23), 107-127. Recuperado a partir de <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/16020>
- Pérez, V. (2021). Grupo Empresarial Antioqueño está contra las cuerdas por anuncio de oferta hostil. Obtenido de Diario La República website: <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/una-oferta-hostil-que-pone-al-grupo-empresarial-antioqueno-contras-las-cuerdas-3260569>
- Ramírez-Villalobos, F. (2001). *Las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*. *Acta Académica*, 29(Mayo), 75-86. Uaca.ac.cr. Recuperado el 8 de noviembre de 2023, de <http://revista.uaca.ac.cr/index.php/actas/article/view/578/602>
- Reyes Villamizar, F. (1996). *Derecho Societario en Estados Unidos y La Unión Europea* (Cuarta ed.). LEGIS.
- Rodríguez, S. & Torres, D. M. (2016). Adquisiciones hostiles de compañías. Recuperado de: <http://hdl.handle.net/10554/41780>.
- Sudarsanam, P. S. (1995). The role of defensive strategies and ownership structure of target firms: Evidence from UK hostile takeover bids. *European Financial Management*, 1(3), 223-240.
- Superintendencia de Industria y Comercio. (2019). *Integraciones Empresariales*. <https://www.sic.gov.co/las-integraciones->

