Adquisiciones hostiles y gobierno corporativo en mercados emergentes: estudio de caso de las OPAs del Grupo Gilinski y el Acuerdo Marco sobre Grupo Nutresa S.A.

María Elena Moreno Posada

Trabajo de grado para optar al título de Magíster en Contabilidad Financiera y de Gestión

Asesor

Jaime Alberto Guevara Sanabria

Universidad de Antioquia

Facultad de Ciencias Económicas

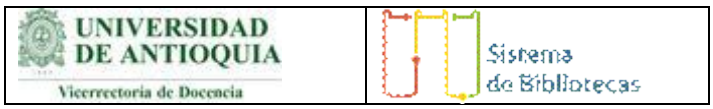
Maestría en Contabilidad Financiera y de Gestión

Medellín, Colombia

2025

Cita	(Moreno Posada, 2025)
Referencia **Estilo APA 7 (2020)**	Moreno Posada, M. E. (2025). Adquisiciones hostiles y gobierno corporativo en mercados emergentes: estudio de caso de OPAs del grupo Gilinski y el Acuerdo Marco sobre Grupo Nutresa S.A. [Tesis de maestría]. Universidad de Antioquia, Medellín, Colombia.





Centro de Documentación Economía

Repositorio Institucional: http://bibliotecadigital.udea.edu.co

Universidad de Antioquia - www.udea.edu.co

El contenido de esta obra corresponde al derecho de expresión de los autores y no compromete el pensamiento institucional de la Universidad de Antioquia ni desata su responsabilidad frente a terceros. Los autores asumen la responsabilidad por los derechos de autor y conexos.

Adquisiciones Hostiles y Gobierno Corporativo en Mercados Emergentes: Estudio de Caso de las OPAS del Grupo Gilinski y el Acuerdo Marco sobre Grupo Nutresa S.A.

Resumen

Este trabajo analiza las Ofertas Públicas de Adquisición (en adelante, OPA en singular u OPAs en plural) realizadas por el Grupo Gilinski sobre Grupo Nutresa S.A. El estudio revisa los efectos financieros y contables de estas operaciones, así como su impacto en la gobernanza corporativa, la estructura de propiedad y en la interpretación del control e influencia significativa bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (en adelante, NIIF). Además, evalúa los derechos de accionistas minoritarios frente a procesos de adquisición estratégica.

La metodología utilizada es cualitativa con enfoque explorativo, basada en un estudio de caso sustentado en literatura académica, prensa económica, informes corporativos y estados financieros. Este enfoque permitió integrar evidencia documental con un análisis de los cambios en la estructura accionaria y marcos normativos aplicables.

Los resultados muestran que las OPAs no solo modificaron la composición accionaria, sino que debilitaron el modelo de propiedad cruzada del Grupo Empresarial Antioqueño (en adelante, GEA), evidenciando su vulnerabilidad ante inversionistas con poder financiero. Además, el proceso generó tensiones regulatorias y ajustes normativos, con implicaciones directas en la protección de accionistas minoritarios.

En conclusión, las OPAs del Grupo Gilinski transformaron la dinámica empresarial en Colombia, aportando lecciones sobre control corporativo, transparencia, gobernanza y estabilidad en mercados emergentes.

Palabras Clave: Control, Influencia significativa, OPA hostil, Fusiones y Adquisiciones (M&A), Grupo Nutresa S.A., Grupo Empresarial Antioqueño, Gobierno Corporativo.

Tabla de contenido

Contenido

Introducción 5
1. Marco teórico 7
1.1. Las M&A en América Latina: Tendencias y Contexto 7
1.2. Particularidades en Colombia 8
2. Compras Agresivas y Criterios de control: Aplicación contable y Legal en el Caso de Grupo Nutresa S.A. 10
3. Metodología 15
4. Principales Hitos Claves en el Proceso de Adquisición y Reorganización Accionaria de Grupo Nutresa S.A. 16
4.1. Línea de tiempo de las OPAs y el Acuerdo Marco 16
4.2. Hechos Económicos Relevantes y Análisis del Impacto 21
4.3. Cambios en la Junta Directiva y en la Participación Accionaria 22
4.4. Aspectos Políticos y efectos de las OPAs 28
5. Conclusiones 31
6. Referencias 33

Introducción

Las fusiones y adquisiciones (en adelante, M&A) son herramientas clave para que las empresas fortalezcan su presencia en el mercado y accedan a nuevas oportunidades de crecimiento. En América Latina, estas operaciones se han consolidado como vehículos de inversión en sectores estratégicos como alimentos, energía, infraestructura y tecnología, considerados esenciales para la seguridad alimentaria, la transición energética, la conectividad y el crecimiento económico regional.

A nivel global, las transacciones de M&A alcanzaron un récord histórico en 2021: más de 5 billones de dólares según datos de Bloomberg News (Bloomberg, 2021), e incluso 5,9 billones de dólares de acuerdo con Refinitiv (MoFo, 2022), constituyendo el mayor volumen anual registrado. Estas cifras reflejan el crecimiento de las M&A en mercados altamente dinámicos y su papel en la reorganización de estructuras corporativas.

En las M&A, las adquisiciones hostiles o compras agresivas se destacan por su capacidad de alterar el control corporativo y generar tensiones en la gobernanza empresarial. Estas transacciones, en las que un inversionista busca tomar el control de una empresa sin el consentimiento de la junta directiva o de sus accionistas mayoritarios, han sido estudiadas en la literatura. Según Bebchuk (1982), cuando existen múltiples oferentes, estas operaciones pueden ser beneficiosas para los accionistas, ya que fomentan la competencia por el control corporativo. Sin embargo, también plantean riesgos al debilitar el rol de las juntas directivas en la protección del interés colectivo. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny (2000) enfatizan que, en mercados donde la protección a los minoritarios es débil, las adquisiciones hostiles tienden a agravar los conflictos de agencia, aumentando la asimetría de poder entre accionistas mayoritarios y minoritarios. A su vez, un estudio de Kang (2024) advierte que, en mercados con infraestructura débil, estas adquisiciones pueden

no mejorar la gobernanza, sino aumentar los conflictos entre inversionistas mayoritarios, reguladores y accionistas minoritarios, afectando la estabilidad empresarial.

En Colombia, el GEA se conformó durante décadas como un conglomerado protegido por un modelo de propiedad cruzada entre Grupo Nutresa S.A., Grupo Suramericana S.A. y Grupo Argos S.A., lo que le permitió resistir intentos de adquisición externa. Sin embargo, entre 2021 y 2023, las OPAs hostiles del Grupo Gilinski sobre Grupo Nutresa S.A. representaron un hecho sin precedentes. Estas operaciones desafiaron el esquema de propiedad cruzada del GEA, modificaron la composición accionaria y generaron debates en torno a la gobernanza corporativa, la regulación financiera y la protección de los accionistas minoritarios. Grupo Nutresa S.A., como conglomerado alimentario con presencia a nivel internacional, se convirtió en el centro de un proceso que transformó la dinámica empresarial colombiana y evidenció la vulnerabilidad de los conglomerados frente a la inversión extranjera.

En este contexto, el problema central que aborda este trabajo consiste en analizar los efectos financieros, contables y de gobernanza de las OPAs hostiles del Grupo Gilinski sobre Grupo Nutresa S.A., así como su impacto en la interpretación del control e influencia significativa bajo las NIIF. Desde el ámbito académico, este estudio contribuye a la comprensión de las adquisiciones hostiles en mercados emergentes, enriquece la práctica contable mediante la aplicación de conceptos normativos y genera evidencia útil para el diseño de políticas regulatorias que promuevan la transparencia.

En línea con lo anterior, el documento se estructura en varios capítulos que permiten una comprensión integral del estudio de caso. Este se organiza en cinco capítulos principales: (i) Marco teórico, (ii) Metodología, (iii) Diagnóstico y análisis de resultados, (iv) Hechos económicos, políticos y de gobierno corporativo, y (v) Conclusiones.

1. Marco teórico

1.1.Las M&A en América Latina: Tendencias y Contexto

Las M&A en América Latina, en los últimos años, se han consolidado como un mecanismo fundamental para atraer capital, reestructurar empresas y fortalecer el crecimiento económico de la región. Más allá de su función como estrategia de crecimiento, estas operaciones muestran cómo los mercados regionales han cambiado y van creciendo a la par con la dinámica de la economía global. Por ejemplo, KPMG (2023) señala que los sectores de energía, infraestructura y telecomunicaciones concentran gran parte de la inversión por su carácter estratégico. Deloitte (2024) advierte que los marcos regulatorios de la región generan oportunidades, pero también obstáculos significativos para los inversionistas. Desde un enfoque académico, Rodríguez y Barrera (2024) señalan que estas transacciones han abierto la posibilidad de tener acceso a nuevos mercados internacionales, pero también exigen a las empresas fortalecer sus estructuras de gobierno corporativo para sostener la competitividad en un mercado diverso.

El crecimiento de las M&A ha sido impulsado por factores como la globalización, y la necesidad de innovación tecnológica para mejorar la competitividad. Estas operaciones permiten a las empresas diversificar su portafolio, generar sinergias y expandir su presencia a nivel internacional (KPMG, 2023; Rodríguez & Barrera, 2024).

Otro aspecto importante es la estructura de propiedad cruzada en América Latina, entendida como el entramado de participaciones cruzadas entre compañías de un mismo grupo económico. Este modelo, común en países como Colombia, genera una red de control que permite a los grupos empresariales proteger sus intereses frente a adquisiciones externas, especialmente en compras hostiles. Si bien estas estructuras han funcionado como un mecanismo de defensa que otorga estabilidad a empresas familiares y grupos empresariales,

también crean barreras para la entrada de capital extranjero y pueden limitar la competencia en los mercados (Xavier, 2024).

1.2.Particularidades en Colombia

El mercado de las M&A en Colombia ha mostrado una evolución dinámica, adaptándose a los cambios económicos y políticos de la región. Estas operaciones han desempeñado un papel relevante en sectores como el financiero, el alimenticio, el tecnológico y el de infraestructura, impulsadas principalmente por el aumento de la inversión extranjera y por el crecimiento de estas industrias. PwC (2023) señala que las M&A se han convertido en una de las principales estrategias corporativas en el país, con un impacto significativo en la transformación y consolidación de distintos sectores de la economía.

Desde el punto de vista regulatorio, el marco legal colombiano integrado principalmente por el Código de Comercio, la Ley 222 de 1995 y la normatividad del mercado de valores, otorga soporte a las operaciones de fusiones y adquisiciones. La Superintendencia Financiera de Colombia cumple un papel central al supervisar los procesos de adquisición y exigir transparencia, con el fin de proteger los derechos de los accionistas minoritarios y prevenir prácticas anticompetitivas. No obstante, a pesar de este marco normativo, el entorno macroeconómico reciente ha generado incertidumbre para la inversión extranjera, debido a factores como la rebaja en la calificación de riesgo soberano y las tensiones fiscales que afectaron la percepción de estabilidad del país (CEPAL, 2023).

Un caso claro en Colombia es la presencia de conglomerados empresariales organizados bajo estructuras de propiedad cruzada. Este modelo, común en grupos económicos de tradición familiar, ha funcionado como un mecanismo de defensa frente a adquisiciones externas, especialmente de carácter hostil. El Grupo Empresarial Antioqueño (GEA) constituye un ejemplo claro, aunque no es un grupo formalmente constituido, su entramado

accionario entre compañías como Grupo Nutresa S.A., Grupo de Inversiones Suramericana S.A. y Grupo Argos S.A. permitió durante décadas coordinar estrategias conjuntas y proteger sus compañías. Sin embargo, esta estructura también limitó la entrada de nuevos inversionistas y generó debates sobre la competencia en los mercados (Semana, 2022; Portafolio, 2022).

Desde una perspectiva teórica, este tipo de estructuras empresariales también ha sido ampliamente discutido en la literatura del gobierno corporativo. Jensen y Meckling (1976) plantean que las estructuras de propiedad cruzada pueden generar tensiones entre los diferentes grupos de accionistas, especialmente cuando los intereses de los mayoritarios no coinciden con las expectativas de los minoritarios o de nuevos inversores. Esto puede provocar conflictos dentro de las organizaciones, afectando la toma de decisiones. En Colombia, este dilema se ha manifestado en tensiones alrededor de adquisiciones hostiles, donde la defensa de estas estructuras dificultó procesos de adquisición, pero al mismo tiempo restringió la apertura de nuevos mercados. Según el informe de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, los conglomerados empresariales en la región tienden a concentrar el poder económico, lo que puede generar barreras a la competencia y obstaculizar la inversión extranjera directa (CEPAL, 2017).

En los últimos años, Colombia ha sido escenario de operaciones de gran impacto estratégico en materia de fusiones y adquisiciones. Entre ellas se destacan la adquisición de Almacenes Éxito S.A. por parte del Grupo Calleja, líder del retail en El Salvador. mediante una OPA realizada entre diciembre de 2023 y enero de 2024, que le permitió adquirir el 86,5% de las acciones, consolidando su presencia en el mercado colombiano (Portafolio, 2023). Asimismo, Cementos Argos S.A., filial del Grupo Argos S.A., realizó una fusión estratégica con Summit Materials en Estados Unidos, finalizada en enero de 2024. Esta transacción fortaleció su posición en el mercado norteamericano y le otorgó una participación del 31%

en la nueva entidad fusionada, (Estados Financieros Consolidados Grupo Argos S.A., 2023). Otra operación relevante fue la fusión entre Davivienda y Scotiabank, anunciada el 6 enero de 2025, a través de una estructura de fusión por absorción. Esta alianza permitió a Davivienda integrar las operaciones regionales de Scotiabank en Colombia, Costa Rica y Panamá, mientras que este último obtuvo el 20% de participación accionaria en Davivienda, consolidando una alianza estratégica regional (Banco Davivienda S.A., 2025).

2. Compras Agresivas y Criterios de control: Aplicación contable y Legal en el Caso de Grupo Nutresa S.A.

Las compras agresivas, también conocidas como OPAs hostiles, buscan tomar el control de una empresa sin aprobación de su junta directiva o de sus accionistas mayoritarios. Aunque son poco comunes en América Latina, Según Betton et al. (2008), este tipo de operaciones generan tensiones en la gobernanza. Además, la Teoría de la Agencia explica cómo estas adquisiciones intensifican los conflictos entre accionistas y administradores (Jensen & Meckling, 1976), mostrando la necesidad de marcos regulatorios que protejan a los inversionistas minoritarios.

En Colombia, las OPAs lanzadas por el Grupo Gilinski sobre Grupo Nutresa S.A. entre 2021 y 2023 marcaron un hito en la historia empresarial. Durante décadas, el Grupo Empresarial Antioqueño (GEA) había mantenido un modelo de propiedad cruzada que le permitía protegerse frente a adquisiciones externas. Compañías como Grupo Nutresa S.A., Grupo de Inversiones Suramericana S.A. y Grupo Argos S.A. mantenían participaciones cruzadas, creando un entramado que garantizaba control conjunto y estabilidad (Semana, 2022; Portafolio, 2022). Sin embargo, la serie de OPAs hostiles impulsadas por Grupo Gilinski desintegro esa estructura, debilitando la vinculación del GEA y evidenciando un “antes y

después" en la gobernanza empresarial de Colombia, con implicaciones que trascendieron a la estructura de propiedad y al equilibrio de poder en el mercado.

Desde la parte legal y contable, estas operaciones no solo cambiaron la forma en que estaban organizadas las empresas, sino que también abrieron preguntas sobre cómo aplicar los criterios de control e influencia significativa según las NIIF y el Código de Comercio colombiano. En este contexto, es importante examinar cómo cambiaron las reglas sobre quién tiene el control de las empresas, qué obligaciones surgen en la consolidación de estados financieros y qué medidas se requieren para proteger a los accionistas minoritarios frente a este tipo de adquisiciones agresivas.

En este orden de ideas, la tabla siguiente presenta una comparación entre los criterios de control e influencia significativa definidos por las NIIF y el Código de Comercio Colombiano. Esta permite analizar cómo se aplican ambos marcos en situaciones complejas, como las OPAs llevadas a cabo por el Grupo Gilinski sobre Grupo Nutresa S.A.

Tabla 1

Tabla comparativa de criterios de control e influencia significativa (NIIF vs. Código de Comercio Colombiano)

Criterio	NIIF (NIC 28 y NIIF 10)	Código de Comercio Colombiano
Definición Principal	**Influencia Significativa:** Poder de intervenir en las decisiones de política financiera y de operación de la participada, sin tener control.	El código de Comercio no define Influencia Significativa, este concepto es parte de las NIIF.
	Control: Un inversor controla una participada si tiene poder	El control societario implica la capacidad de influir en decisiones

Criterio	NIIF (NIC 28 y NIIF 10)	Código de Comercio Colombiano
	sobre ella, exposición o derecho a rendimientos variables, y la capacidad de usar su poder para influir en esos rendimientos.	estratégicas mediante participación mayoritaria. Este se enfoca en el marco legal general de las sociedades y comerciantes.
Porcentajes accionarios	**Influencia Significativa:** Se presume si se posee, directa o indirectamente, el 20% o más del poder de voto. Esta presunción puede ser refutada. También puede existir con menos del 20% si se demuestra claramente. Se consideran derechos de voto potenciales.	No establece umbrales o porcentajes accionarios específicos que tengan que ver con influencia significativa o control con relación a las NIIF. El Código establece requisitos generales para comerciantes y sociedades.
	Control: No se basa en un umbral fijo de participación. la NIIF 10 se centra en evaluar los tres elementos de control (poder, rendimientos variables, vínculo) considerando todos los hechos y circunstancias, incluyendo si el inversor es capaz de dirigir las actividades	El Código de Comercio en el Art. 261. Presunciones de subordinación. Modificado por el Art. 27 de la Ley 222 de 1995. Será subordinada cuando más del 50% del capital pertenezca a la matriz, directamente o por intermedio de otra. Para tal efecto, no se computarán las acciones con

Criterio	NIIF (NIC 28 y NIIF 10)	Código de Comercio Colombiano
	que afectan de forma más significativa los rendimientos. El control puede existir con menos del 50% si otros factores como acuerdos contractuales otorgan la capacidad presente de dirigir actividades relevantes.	dividendo preferencial y sin derecho a voto.
Impacto en Estados Financieros	**Influencia Significativa:** La inversión se contabiliza usando el método de la participación patrimonial. La inversión inicial se registra al costo y se ajusta por la parte del inversor en los cambios en los activos netos de la asociada después de la adquisición. El resultado del periodo del inversor incluye su participación en el resultado de la participada, y se requiere uniformidad en políticas contables.	El Código de Comercio requiere que la contabilidad se conforme a sus disposiciones y demás normas contables, utilizando procedimientos de valor técnico contable que faciliten una historia clara, completa y fidedigna de los negocios. Requiere que el revisor fiscal evalúe si la contabilidad se lleva conforme a las normas legales y la técnica contable, y si los estados financieros presentan una situación fidedigna de acuerdo con normas de contabilidad generalmente aceptadas. No especifica

Criterio	NIIF (NIC 28 y NIIF 10)	Código de Comercio Colombiano
		directamente los métodos de contabilización de inversiones.
	Control: Se requiere la elaboración de estados financieros consolidados. Se combinan activos, pasivos, patrimonio, ingresos, gastos y flujos de efectivo de la controladora y subsidiarias como si fuera una sola entidad. Se eliminan transacciones intragrupo y se utilizan políticas contables uniformes.	El Código de Comercio requiere la preparación de estados financieros, pero no detallan la metodología específica para la consolidación de estados financieros basada en el control contable definido por las NIIF.
Base Normativa Principal	* Norma Internacional de Contabilidad (NIC28); Inversiones en Asociadas y Negocios Conjuntos. * Norma Internacional de Información Financiera (NIIF 10); Estados Financieros Consolidados.	* Código de Comercio de Colombia (Decreto 410 de 1971). * Decreto 2555 de 2010 y regulaciones de la Superintendencia Financiera y Bolsa de Valores en el contexto de OPAs.

Fuente: Elaboración propia con base en la NIC 28, la NIIF 10 y el Código de Comercio de Colombia (Decreto 410 de 1971, modificado por la Ley 222 de 1995).

En resumen, la comparación entre las NIIF y el Código de Comercio colombiano muestra diferencias importantes en la forma como se entiende y se aplica el control y la influencia significativa. Mientras las NIIF se centran en quién tiene realmente el poder de decisión (IASB, 2021), el marco legal colombiano se basa más en la cantidad de acciones que se posee. Esto puede generar confusión en operaciones como las OPAs, donde un inversionista puede tener una participación menor pero aun así influir significativamente en la empresa. Además, desde lo contable, las NIIF establecen lineamientos más claros sobre cómo reconocer y medir estas inversiones (NIC 28; NIIF 10), mientras que el Código de Comercio no profundiza en ese aspecto. Esta diferencia resalta la importancia de alinear la normativa local con los estándares internacionales para mejorar la transparencia y la calidad de la información financiera en situaciones empresariales complejas.

3. Metodología

Este trabajo tiene un enfoque cualitativo de tipo exploratorio, centrado en las OPAs realizadas por el Grupo Gilinski sobre Grupo Nutresa S.A. Este enfoque es útil para entender transacciones complejas, como las adquisiciones hostiles, especialmente en un país como Colombia, donde las empresas suelen tener estructuras cruzadas de propiedad y donde la regulación es muy particular. Según Merriam y Tisdell (2016), el estudio de caso es útil cuando se requiere comprender situaciones reales en las que interactúan variables económicas, contables y jurídicas.

La metodología consistió en un análisis documental y financiero de información pública y privada disponible. Se revisaron estados financieros de Grupo Nutresa S.A. antes y después de las OPAs, identificando los cambios en la estructura accionaria, los efectos en la consolidación contable y las variaciones en el control corporativo. Esta evaluación se apoyó

en los lineamientos de las NIIF, la Ley 222 de 1995 y el Decreto 2555 de 2010, con el fin de valorar cómo se aplicaron en la práctica los criterios de control e influencia significativa. Asimismo, se analizaron informes de auditores externos y revisores fiscales, lo que permitió validar la transparencia y cumplimiento normativo en las transacciones. El análisis también consideró literatura académica y fuentes de organismos internacionales para enriquecer la discusión sobre gobierno corporativo, control y derechos de los accionistas minoritarios.

En conjunto, esta metodología facilita comprender cómo las OPAs del Grupo Gilinski transformaron la estructura de poder del GEA, reconfiguraron las dinámicas de control y marcaron un antes y un después en la gobernanza empresarial en Colombia.

4. Principales Hitos Claves en el Proceso de Adquisición y Reorganización Accionaria de Grupo Nutresa S.A.

Durante el periodo comprendido entre 2021 y 2024, las acciones de Grupo Nutresa S.A. fueron objeto de varias OPAs realizadas por el Grupo Gilinski, donde marcaron un precedente en el mercado colombiano, no solo por su carácter hostil, sino también por su impacto en la estructura accionaria, la dinámica de poder y la percepción del mercado. A continuación, se detalla una línea del tiempo sobre los momentos claves, en las OPAs y el Acuerdo Marco asociado.

4.1. Línea de tiempo de las OPAs y el Acuerdo Marco

Inicio del Proceso en 2021: Las acciones de Grupo Nutresa S.A. se convirtieron en el centro de atención del mercado. El Grupo Gilinski lanza una serie de OPAs, que marcó un precedente en Colombia. Estos eventos buscaban cambiar la estructura accionaria y la dinámica de poder dentro del GEA.

Primera Oferta de Adquisición: La primera OPA, lanzada por Nugil S.A.S., sociedad del Grupo Gilinski. (Finales de 2021 - Inicios de 2022), este primer paso se dio con la suspensión de negociación de las acciones de Grupo Nutresa S.A. el 10 de noviembre de 2021, su periodo de aceptación fue entre el 29 de noviembre de 2021 y el 12 de enero de 2022. Donde buscaba adquirir entre 50,1% (229.455.976 acciones) y el 62,25% (286.819.970 acciones) de Grupo Nutresa S.A., con un precio ofrecido de USD 7.71 por acción (Informe Gobierno Corporativo, 2022).

Resultado de la Primera Oferta: El Grupo Gilinski logró adquirir 27,70% equivalentes a 126.798.985 acciones ordinarias. Este resultado, aunque no alcanzó el control deseado, generó un aumento inmediato en el precio de las acciones de Grupo Nutresa S.A. (OPA Nutresa, Aviso 31 de enero 2022), pasando de un precio promedio de COP 21.740 antes de la OPA a COP 28.650 tras la oferta. Cumpliendo con el Decreto 2555 de 2010, garantizando transparencia e igualdad de condiciones al ser una adquisición superior al 25%. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2021). Esta OPA marcó el inicio de un cambio accionario importante y afectó el equilibrio de poder interno del GEA.

Segunda Oferta para Incrementar Participación (Inicios de 2022): La segunda OPA, también lanzada por Nugil S.A.S. en enero de 2022, la fecha de suspensión de negociación de las acciones fue el 17 de enero de 2022. El precio de la oferta subió a 10,48 dólares por acción, con un periodo de aceptación entre el 8 de febrero y el 28 de febrero de 2022. Donde buscaba adquirir entre el 18,3% (83.813.261 acciones) y el 22,88% (104.789.476 acciones).

Resultado de la Segunda Oferta: Con esta OPA el Grupo Gilinski adquirió un 3,11% adicional para un total de 30,81% de las acciones de Grupo Nutresa S.A. (Informe Gobierno Corporativo, 2022). Económicamente, esta segunda OPA mantuvo el interés del mercado y aumento el precio de las acciones, alcanzando aproximadamente un valor de COP 46.000. Este proceso generó tensiones visibles en la junta directiva y dentro del GEA, evidenciadas

en renuncias y cambios reportados por medios económicos como La República (2022) y Semana (2023), lo que confirmó el impacto de las OPAs en la gobernanza empresarial.

Tercera Oferta de Adquisición (Mediados de 2022): La tercera OPA lanzada por Nugil S.A.S. tuvo la fecha de suspensión de negociación el 28 de febrero de 2022, donde la fecha de aceptación fue entre el 6 abril y el 16 de mayo de 2022, ofreciendo un precio por acción de 12,58 dólares, su objetivo era adquirir el 9,6% (43.944.564 acciones) y el 12% (54.930.705 acciones).

Resultado de la Tercera Oferta: A diferencia de las dos anteriores, esta no logró el resultado esperado, solamente se recibieron 469 aceptaciones, equivalentes a 3.268.568 acciones, representando aproximadamente el 0,71% del total de acciones en circulación. La oferta fue declarada desierta al no alcanzar el mínimo requerido. (Informe Gobierno Corporativo, 2022).

Resultado de la Oferta de International Holding Company (IHC): El 20 de septiembre de 2022, International Holding Company (IHC), conglomerado de inversiones con sede en Abu Dhabi y socio estratégico del Grupo Gilinski, lanzó otra OPA por Grupo Nutresa S.A., ofreciendo un precio de USD 15 por acción. Esta OPA también fue declarada desierta. (Informe Gobierno Corporativo, 2022). Con estas ofertas fallidas, se evidenciaron los inconvenientes que enfrentaban el Grupo Gilinski y International Holding Company (IHC) para incrementar su participación, debido a la resistencia de los accionistas y a la estructura cruzada del GEA.

El Giro Estratégico Hacia la Negociación (mayo de 2023): Ante la presión generada por OPAs, lanzadas por el Grupo Gilinski y International Holding Company (IHC) sobre las principales compañías que integraban el GEA, solo alcanzaron un 30,81% en Grupo Nutresa S.A. y un 34,5% en Grupo Suramericana S.A. para mayo de 2022, aunque la OPA por Grupo Argos S.A. fue desierta. La entrada a Grupo Suramericana S.A. se dio por la estructura

accionaria del GEA, ya que Grupo Nutresa S.A., Grupo Suramericana S.A. y Grupo Argos S.A. tenían participaciones cruzadas; al romperse ese esquema, se debilitó la defensa del grupo y se abrió paso a la negociación que llevó al Acuerdo de Madrid en mayo de 2023.

Acuerdo Marco para la Reorganización (Mediados de 2023): Como resultado de estas negociaciones, en mayo de 2023, las partes firmaron un Memorando de Entendimiento que dio origen a una reorganización accionaria. El acuerdo informaba que el Grupo Gilinski e IHC Capital Holding adquirirían una participación controlante en Grupo Nutresa S.A., y ellos entregarían sus participaciones en Grupo Suramericana S.A. y Grupo Argos S.A. A su vez, Grupo Suramericana S.A. y Grupo Argos S.A. transferirían sus acciones a Grupo Nutresa S.A. a cambio de acciones en una nueva entidad denominada Sociedad Portafolio. (Grupo Argos S.A, 2023).

Este Memorando de Entendimiento se formalizó con la firma del Acuerdo Marco el 15 de junio de 2023 por todas las partes involucradas. La finalidad primordial era la reestructuración de la propiedad. Fue autorizado por la Asamblea de Accionistas de Grupo Nutresa S.A. el 29 de junio de 2023. (Gobierno corporativo, 2023, Grupo Nutresa S.A.).

Pasos Cruciales en la Ejecución del Acuerdo Marco (Finales de 2023 - Inicios de 2024): Como parte del proceso, se aprobó la escisión simétrica de Grupo Nutresa S.A. para separar el negocio operativo de alimentos de las inversiones de largo plazo que Grupo Nutresa S.A. poseía en Grupo Argos S.A. y Grupo Suramericana S.A. (Sociedad Portafolio), la escisión fue aprobada el 18 de septiembre de 2023. La Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) autorizó la reorganización societaria el 28 de noviembre de 2023. (Información relevante, 2023).

OPA Final como Cierre del Acuerdo Marco (Principios de 2024): Este acuerdo, incluyo intercambios directos de acciones y una OPA final, lanzada por Grupo Suramericana S.A., Grupo Argos S.A., Nugil S.A.S y JGDB Holding S.A.S. buscando adquirir el 23.1% restante

de las acciones ordinarias de Grupo Nutresa S.A. El precio ofrecido en esta OPA fue de USD 12 por acción. Con opciones de pago en efectivo o acciones de Grupo Suramericana S.A. y Sociedad Portafolio. El período de aceptaciones de esta OPA fue del 18 de marzo al 3 de abril de 2024, La Superintendencia Financiera de Colombia aprobó esta OPA el 6 de marzo de 2024.

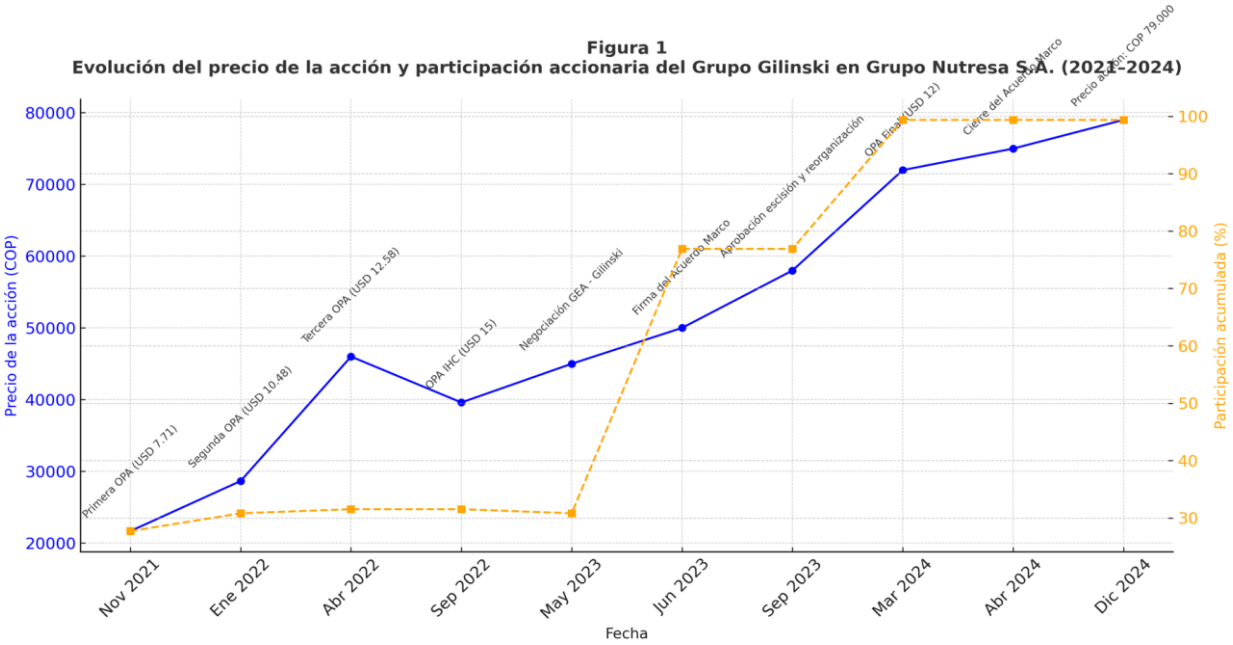
Resultado de la OPA Final y su Impacto Económico: La OPA recibió 1585 aceptaciones que representaron el 22,48% de las acciones de Grupo Nutresa S.A. Finalizando con el Acuerdo Marco en abril de 2024. Estos procesos dieron como resultado la consolidación de la participación del Grupo Gilinski y e IHC Capital Holding en Grupo Nutresa S.A en un 99,38%. (Informe fin de ejercicio, 2023, Grupo Nutresa S.A.).

La adquisición de control tuvo un impacto directo en la valoración del mercado, incrementando el valor de las acciones a COP 79.000, (pesos colombianos) por acción a diciembre de 2024. Cada OPA individual resultó en aumentos en el precio de las acciones, alcanzando incrementos superiores al 60% a lo largo de las ofertas, lo que conllevo a una valoración alta en el mercado a Grupo Nutresa S.A.

A continuación, se presenta una gráfica que sintetiza los hitos clave de este proceso y su impacto en la valorización de la compañía.

Figura 1.

Evolución del precio de la acción y participación del Grupo Gilinski en Grupo Nutresa S.A. (2021–2024).



Nota. Precios expresados en COP (pesos colombianos) por acción.

Fuente. Elaboración propia con base en datos de la Bolsa de Valores de Colombia y publicaciones corporativas de Grupo Nutresa S.A. (2021–2024).

4.2.Hechos Económicos Relevantes y Análisis del Impacto

Entre noviembre de 2021 y diciembre 2024, Grupo Nutresa S.A. vivió uno de los procesos corporativos más relevantes de su historia, marcado por OPAs hostiles, reorganizaciones societarias y una valoración significativa de su acción. El precio de la acción pasó de COP 21.660 (pesos colombianos) por acción en septiembre de 2021 a COP 28.640 (pesos colombianos) por acción en diciembre del mismo año. Este aumento fue impulsado por las primas ofrecidas por los oferentes, que tenían un precio entre USD 7,71 y USD 12 por acción. Posteriormente alcanzó COP 45.800 (pesos colombianos) por acción, en marzo de

2022, hasta llegar COP 79.000 (pesos colombianos) por acción en diciembre de 2024 (Bolsa de Valores de Colombia, 2024).

Este comportamiento confirma lo señalado por Betton, Eckbo y Thorburn (2008), quienes sostienen que las OPAs hostiles pueden provocar una revaluación del valor de la empresa como mecanismo de defensa y reposicionamiento estratégico. Al cierre de 2022, Grupo Nutresa S.A. reportó ingresos de COP 17,04 billones y un ROIC de 11,6 %, por encima del costo de capital, evidenciando creación de valor bajo presión (Informe Integrado, 2022, Grupo Nutresa S.A.).

El impacto no se limitó solamente a Grupo Nutresa S.A. En el plano interno, se debilitó el esquema de propiedad cruzada del GEA, afectando la estabilidad de Grupo Suramericana S.A. y Grupo Argos S.A., cuyos precios bursátiles reflejaron la incertidumbre. En el plano externo, las OPAs aumentaron la liquidez y la volatilidad en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), principal mercado accionario del país, lo que atrajo la atención de inversionistas internacionales y generaron un debate regulatorio en Colombia sobre la necesidad de fortalecer las normas de protección a los minoritarios.

En resumen, las OPAs y el Acuerdo Marco no solo transformaron la estructura de propiedad de Grupo Nutresa S.A., sino que generaron un efecto económico aumentando la valorización de la acción en beneficio de los accionistas, y al mismo tiempo, debilitando al GEA como estructura empresarial. La Teoría de las Señales (Spence, 1973) respalda esta dinámica, ya que las primas actuaron como indicadores de valoración estratégica, incentivando la venta de acciones por parte de los accionistas minoritarios.

4.3.Cambios en la Junta Directiva y en la Participación Accionaria

Las OPAs lanzadas por el Grupo Gilinski generaron grandes cambios en la estructura de gobierno y en la composición accionaria de Grupo Nutresa S.A. Antes de las ofertas, la Junta

Directiva estaba dominada por representantes del Grupo Empresarial Antioqueño (GEA), especialmente por Grupo Suramericana S.A. y Grupo Argos S.A., lo que aseguraba el control estratégico y limitaba el ingreso de inversionistas externos.

Sin embargo, entre 2022 y 2024, la situación cambió. A inicios de 2022, la Junta Directiva estaba compuesta por ocho (8) miembros (cuatro independientes y cuatro patrimoniales), sin participación de Grupo Gilinski. Durante el 2023, la Junta Directiva paso a tener siete miembros, tres de ellos independientes. La composición incluyó, por primera vez, a Gabriel Gilinski Kardonski, reflejando la influencia del Grupo Gilinski tras las OPAs**.** Finalmente, en febrero de 2024, tras el cambio de control, la Asamblea eligió una Junta reducida de cinco miembros, presidida por Gabriel Gilinski, consolidando un cambio en la dirección estratégica de la compañía (Informe Gobierno Corporativo, 2023).

Al mismo tiempo, la estructura accionaria se modificó drásticamente entre el periodo 2021 y 2024. A diciembre de 2021, Grupo Suramericana poseía 35,7%, Grupo Argos 9,9%, Fondos 28,2% y otros inversionistas 26,2% (Informe integrado, 2021, Grupo Nutresa S.A.). Un año después, a diciembre de 2022, Nugil S.A.S. ya poseía 31,3%, mientras que Grupo Suramericana S.A. mantenía 35,6% y Grupo Argos 9,9% y otros inversionistas 23,2% (Informe integrado, 2022, Grupo Nutresa S.A.). Para diciembre de 2023, la estructura de Grupo Nutresa S.A. estaba conformada por Grupo Suramericana S.A. 35,73%, Nugil S.A.S. 31,41% y Grupo Argos 9,88%, y otros inversionistas y fondos 22,98% (Informe gobierno corporativo, 2023, Grupo Nutresa). Tras las OPAs, para diciembre de 2024, JGDB Holding S.A.S. alcanzó el 43,7%, y Nugil S.A.S. 34,8%, consolidando el control por parte del Grupo Gilinski y desplazando definitivamente al GEA del control accionario (informe de sostenibilidad, 2024, Grupo Nutresa SA.). Con los intercambios previstos en el Acuerdo Marco, la participación de los Gilinski e IHC superó el 99 %, configurando una adquisición

hostil que transformó la gobernanza empresarial en Colombia (Betton et al., 2008; La República, 2022).

Finalmente, las OPAs del Grupo Gilinski no solo reconfiguraron la Junta Directiva y la estructura accionarial de Grupo Nutresa S.A., sino que también transformaron el control corporativo en Colombia, generando profundas implicaciones en la gobernanza y en la protección de los inversionistas minoritarios.

A continuación, se presenta un cuadro resumen de la composición de la Junta Directiva y estructura accionaría de Grupo Nutresa S.A. desde noviembre de 2021 hasta diciembre de 2024:

Tabla 2.

Cuadro de composición de la junta directiva de Grupo Nutresa S.A.

Período	**Descripción de la Composición de la Junta Directiva**
Antes de las OPAs y hasta inicios de 2022 de la primera OPA)	La Junta Directiva estaba representada principalmente por accionistas del GEA quienes tenían una gran participación accionaria como Grupo Suramericana S.A. y Grupo Argos S.A, su tamaño varió, paso de 8 miembros a 7 miembros conformados por miembros independientes y miembros patrimoniales.
La transición (Durante el proceso de OPAs, 2022-2023)	En este período se dieron cambios frecuentes en la composición accionaria debido a renuncias y situaciones por conflictos de interés relacionados con las OPAs sobre otras compañías (como Grupo Suramericana S.A.). Para este periodo ingreso a la Junta Directiva como miembro patrimonial el Grupo Gilinski desde marzo 2022.

Período	Descripción de la Composición de la Junta Directiva
Después de las OPAs en febrero 2024 - después del cambio de control	En la elección de una nueva Junta Directiva en la Asamblea del 12 de febrero de 2024, consolidando el cambio en la estructura de control accionaria resultante de las OPAs. La Junta se conformó con 5 miembros.
Composición posterior (Al 31 de diciembre de 2024)	Aunque posterior a la elección clave de febrero de 2024, esta composición muestra a la Junta Directiva ya establecida bajo el nuevo control al cierre de 2024, donde se mantienen los 5 miembros. Donde el presidente de la Junta Directiva es Gabriel Gilinski.

Fuente. Elaboración propia con base en datos corporativas de Grupo Nutresa S.A. (2021–2024).

La tabla evidencia cómo la Junta Directiva pasó de estar controlada por el GEA a ser liderada por el Grupo Gilinski. Durante las OPAs, se presentaron renuncias y cambios estratégicos que culminaron, en febrero de 2024, con una nueva junta de cinco miembros, presidida por Gabriel Gilinski. Este cambio refleja una adquisición hostil, donde el control se toma sin aprobación del grupo dominante (Betton et al., 2008). Las OPAs sobre Grupo Nutresa S.A. ejemplifican este tipo de toma de control en Colombia, enfrentando defensas corporativas del GEA (La República, 2022).

Tabla 3.

Cuadro de la Estructura Accionaria de Grupo Nutresa S.A.

Período	**Accionista**	**Porcentaje de Participación**
Antes de las OPAs	*Grupo de Inversiones Suramericana S.A. *Grupo Argos S.A. * Otros inversionistas * Fondos Colombianos * Fondos Internacionales	35.73% 9.9% 26.2% 21.9% 6.3%
Después de las OPAs, Entre febrero - marzo de 2024, y el primer intercambio de acciones.	*JGDB Holding S.A.S. *Nugil S.A.S. *Otros inversionistas representaba una estructura accionaria clave después del primer intercambio de acciones previsto en el Acuerdo Marco.	43.7% 34.8% 21.5%
Después de las OPAs y el segundo intercambio Entre marzo - abril de 2024	La participación final esperada de Grupo Gilinski y IHC Capital Holding LLC, después de completar todas las etapas del Acuerdo Marco, incluyendo la última OPA y el segundo intercambio.	99.38%
	Otros accionistas	menos del 1%

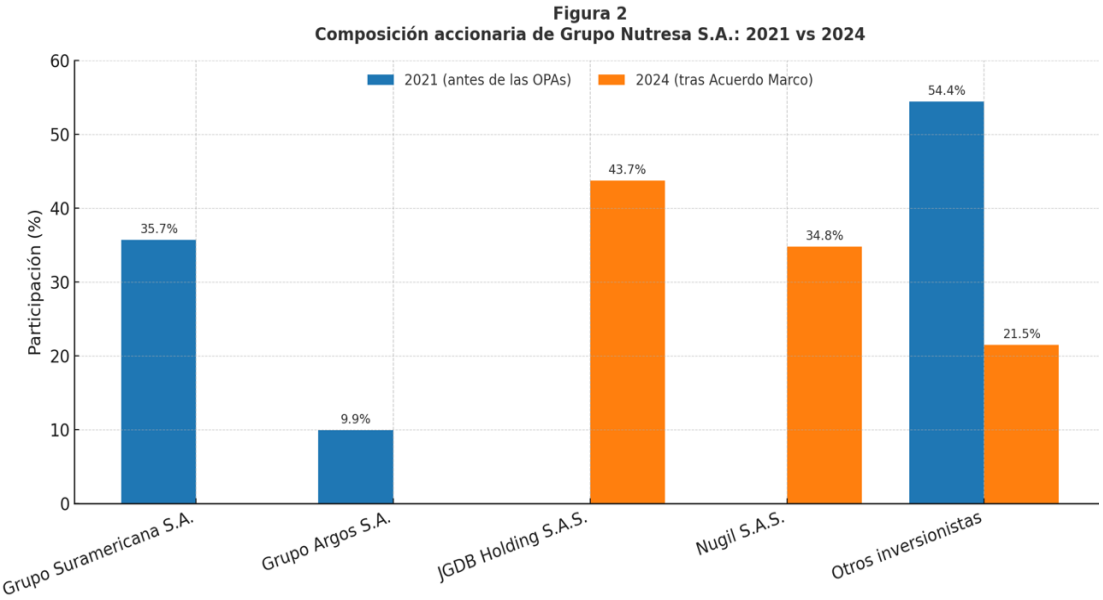
Fuente. Elaboración propia con base en datos corporativas de Grupo Nutresa S.A. (2021–2024).

La tabla muestra cómo la participación accionaria del Grupo Gilinski en Grupo Nutresa S.A. pasó de cero a más del 99 % tras las OPAs y los intercambios de acciones, desplazando al GEA como controlador. Este cambio, sin aprobación previa de la junta directiva, constituye una adquisición hostil, en línea con lo definido por Betton et al. (2008). El proceso refleja una reconfiguración total del control corporativo y plantea implicaciones significativas en la gobernanza y en la protección del inversionista minoritario.

Además de los cuadros presentados, la evolución accionaria y el cambio en la estructura de control del GEA puede observarse de forma más clara en la Figura 2, que muestra la composición antes y después de las OPAs realizadas por el Grupo Gilinski. Este contraste evidencia la pérdida de control del GEA y la consolidación de un nuevo modelo de gobierno corporativo en Grupo Nutresa S.A.

Figura 2.

Evolución de la composición accionaria del GEA antes y después de las OPAs (2021–2024).



Fuente. Elaboración propia con base en informes corporativos de Grupo Nutresa S.A. (2021–2024).

Desde lo contable, el cambio de control implicó la aplicación de la NIIF 10 para la consolidación de estados financieros, reestructurando el alcance de las entidades que integraban el GEA y revelando la pérdida de influencia significativa del antiguo grupo controlador.

4.4.Aspectos Políticos y efectos de las OPAs

Las OPAs y el posterior Acuerdo Marco realizado para poner fin a la toma hostil por parte de Grupo Gilinski sobre empresas del GEA, no solo generaron un cambio en la estructura accionaria y de gobernanza de Grupo Nutresa S.A. sino que también generaron un debate político y regulatorio en Colombia. Donde se incluyó una escisión simétrica de Grupo Nutresa S.A. para transferir sus acciones en Grupo Suramericana S.A. y Grupo Argos S.A. a una nueva sociedad, acompañada de un intercambio de acciones entre los principales accionistas (Grupo Suramericana S.A., Grupo Argos S.A., Nugil S.A.S, IHC, JGDB) con el fin de redistribuir la propiedad y otorgar a Grupo Gilinski, Nugil S.A.S, IHC y JGDB una participación mayoritaria en Grupo Nutresa S.A. Estas operaciones, al involucrar partes vinculadas, requirieron la aprobación tanto de la Junta Directiva como de la Asamblea de Accionistas de Grupo Nutresa S.A. (Grupo Nutresa S.A., 2023).

En la parte normativa, el Gobierno colombiano emitió el Decreto 0079 de 2024, modificando el Decreto 2555 de 2010, añadiendo una excepción al requisito de OPA para permitir operaciones de intercambio de acciones entre accionistas con influencia significativa. Esta modificación buscó generar eficiencias y facilitar la solución de conflictos. Esto mostró cómo las dinámicas del mercado pueden influir en la regulación para crear vías legales para cambios complejos en las compañías.

Esta reforma buscó facilitar la reorganización empresarial, reducir posibles conflictos de interés y otorgar un marco legal para operaciones complejas, reflejando cómo las dinámicas

del mercado pueden impulsar ajustes regulatorios en estos procesos. La Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) fue determinante al autorizar las ofertas, aprobó las escisiones y verificó el cumplimiento de las obligaciones de información, garantizando transparencia, equidad y protección a los accionistas minoritarios. En un mercado en desarrollo como el colombiano, esta supervisión es fundamental para asegurar la protección de los accionistas y evitar prácticas de abuso de poder (Superintendencia Financiera de Colombia, 2024).

Por otra parte, las estructuras de propiedad cruzada implementadas por el GEA a través de Grupo Nutresa S.A., Grupo Argos S.A. y Grupo Suramericana S.A. funcionaron durante décadas como un escudo para protegerse frente a adquisiciones hostiles. Sin embargo, las OPAs de Grupo Gilinski y su capacidad financiera, revelaron la vulnerabilidad de este sistema ante la persistencia de un inversionista externo con capacidad financiera para adquirir una participación significativa (Semana, 2022; Portafolio, 2022). A medida que Grupo Gilinski acumulaba acciones y aumentaba su influencia en la Junta Directiva, la estructura del GEA se volvió insuficiente para proteger el control de Grupo Nutresa S.A. abriendo el debate sobre la adaptabilidad de los modelos de propiedad cruzada frente a las adquisiciones hostiles en Colombia.

En este contexto, el objetivo de Grupo Gilinski fue consolidarse como uno de los inversionistas claves en el sector de alimentos en Colombia y la región. Además, de adquirir una participación significativa para influir en las decisiones estratégicas. Envió una señal clara sobre la alta valoración de Grupo Nutresa S.A., incentivando la venta de acciones y fortaleciendo la percepción de Grupo Gilinski como un líder en la transformación del panorama empresarial colombiano (Spence, 1973). El Acuerdo Marco reflejó esta intención al proyectar una participación no inferior al 87 % de las acciones, tras la reconfiguración de la compañía, y puso fin a las participaciones cruzadas del GEA.

En definitiva, las OPAs sobre Grupo Nutresa S.A. no solo modificaron la propiedad y el control de la compañía, sino que también evidenciaron la fragilidad de las defensas corporativas tradicionales en Colombia y la necesidad de ajustes normativos que fortalezcan la protección de los inversionistas minoritarios. Este caso se convierte en un referente para analizar cómo los objetivos estratégicos de los oferentes y las respuestas regulatorias redefinen el equilibrio entre autonomía empresarial, gobierno corporativo y estabilidad del mercado de capitales en el país.

5. Conclusiones

El estudio de caso de las OPAs realizadas por el Grupo Gilinski sobre Grupo Nutresa S.A. representa un acontecimiento sin precedentes en el mercado colombiano y deja lecciones aprendidas tanto para los actores empresariales como para los reguladores. Estas operaciones transformaron significativamente la estructura accionaría de Grupo Nutresa S.A. al pasar de un control ejercido por el GEA durante más de una década a una participación mayoritaria por parte de Grupo Gilinski, marcando un modelo de gobernanza diferente y evidenciando la vulnerabilidad de las estructuras de propiedad cruzada frente a inversionistas con gran respaldo financiero. Este hecho demuestra que es indispensable que los conglomerados empresariales colombianos transformen sus estructuras organizacionales para responder a los cambios del mercado internacional.

Este cambio en el control tuvo repercusiones en el ámbito económico. Las primas ofrecidas durante las OPAs impulsaron un aumento del 60% en el precio de las acciones generando beneficios, especialmente a los accionistas minoritarios. Este incremento no solo reflejó una revalorización de la empresa, sino que también posicionó a Grupo Nutresa S.A. como un activo estratégico en el mercado internacional. Al mismo tiempo, la reorganización de la Junta Directiva abrió paso a un modelo de gestión con intereses más diversos, reflejando cómo las adquisiciones hostiles pueden alterar las dinámicas de poder corporativo y la planificación estratégica.

En este proceso la intervención de la Superintendencia Financiera fue clave para garantizar la transparencia y equidad en el proceso de adquisición. Su actuación reafirma la importancia de contar con marcos regulatorios que protejan los derechos de los accionistas minoritarios y mantengan la confianza en el mercado bursátil. Sin embargo, lo ocurrido también reveló vacíos en la regulación colombiana frente a las adquisiciones hostiles, destacando la

necesidad de reformas que fortalezcan la protección de los grupos empresariales tradicionales y que integren los intereses de nuevos inversionistas en mercados emergentes. En resumen, las OPAs de Grupo Gilinski sobre Grupo Nutresa S.A. redefinieron la historia empresarial colombiana, transformando la estructura accionaria, el valor de mercado y las dinámicas de poder corporativo. Este caso se convierte en un referente clave para comprender cómo las estrategias de los oferentes, las respuestas regulatorias y la reacción del mercado pueden redefinir el equilibrio entre autonomía empresarial, gobierno corporativo y estabilidad del mercado de capitales en Colombia. Asimismo, deja como enseñanza la necesidad de que las empresas en mercados en desarrollo como Colombia fortalezcan sus mecanismos de control interno y adapten sus estructuras organizacionales a las dinámicas globales, garantizando la sostenibilidad y competitividad en el largo plazo (La República, 2022; Betton et al., 2008).

6. Referencias

Banco Davivienda S.A. (2025). *Notas a los Estados Financieros Separados 2024. Sección 16: Eventos o hechos posteriores – Acuerdo integración operaciones Scotiabank*. https://ir.davivienda.com/wp-content/uploads/2025/03/Estados-Financieros-Separados-2024.pdf.

Bebchuk, L. A. (1982). *The case for facilitating competing tender offers*. *Harvard Law Review,* *95*(5), 1028–1056. https://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Bebchuk_23.pdf.

Betton, S., Eckbo, B. E., & Thorburn, K. S. (2008). Corporate takeovers. En B. E. Eckbo (Ed.), *Handbook of corporate finance: Empirical corporate finance* (Vol. 2, pp. 291–430). Elsevier. https://doi.org/10.1016/B978-044453120-9.50008-4.

Bloomberg News. (2021, diciembre 28). *Bankers Weigh What's Next After Historic $5 Trillion M&A Record*. https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-12-28/bankers-weigh-what-s-next-after-historic-5-trillion-m-a-record.

CEPAL. (2017). *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe 2017*. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). https://www.cepal.org/es/publicaciones/42003-la-inversion-extranjera-directa-america-latina-caribe-2017.

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2017). *Perspectivas económicas de América Latina 2017*. https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/40721/LCG2689_es.pdf.

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2023). *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe, 2023*.

https://www.cepal.org/es/publicaciones/48978-la-inversion-extranjera-directa-america-latina-caribe-2023.

Congreso de Colombia. (1971). *Código de Comercio colombiano* (Decreto 410 de 1971). *Diario Oficial, No. 33.339*.

Congreso de Colombia. (1995). *Ley 222 de 1995: Por la cual se modifica el Código de Comercio*. *Diario Oficial, No. 42.156*.

Deloitte. (2024). *M&A en América Latina*. https://www.deloitte.com/latam/es/services/financial-advisory/perspectives/fusiones-y-adquisiciones-en-latinoamerica.html.

Grupo Argos S.A. (2023). *Informe financiero consolidado 2023.* https://www.grupoargos.com/relacion-con-el-inversionista/resultados-e-informes/reportes-financieros/.

Grupo Nutresa S.A. (2021). *Informe de gobierno corporativo 2021*. https://gruponutresa.com/etica-y-gobierno-corporativo/informe-gobierno-corporativo/.

Grupo Nutresa S.A. (2023). *Informe integrado 2022*. https://data.gruponutresa.com/informes/Informe_integrado_2022-Grupo_Nutresa.pdf.

Grupo Nutresa S.A. (2024). *Informe de sostenibilidad 2024 – resumen*. https://data.gruponutresa.com/informes/informe-de-sostenibilidad-2024-resumen-grupo-nutresa.pdf.

International Accounting Standards Board (IASB). (2021). *Marco conceptual para la información financiera*. Fundación IFRS. https://www.ifrs.org/.

International Accounting Standards Board. (2018). *NIIF 3: Combinaciones de negocios* (versión oficial en español). IFRS Foundation. https://www.ifrs.org.

International Accounting Standards Board. (2021a). *NIC 28: Inversiones en asociadas y negocios conjuntos* (versión oficial en español). IFRS Foundation. https://www.ifrs.org.

International Accounting Standards Board. (2021b). *NIIF 10: Estados financieros consolidados* (versión oficial en español). IFRS Foundation. https://www.ifrs.org.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305–360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X.

Kang, S. Y. (2024). *The inefficiency of hostile takeovers as a disciplinary mechanism: A theoretical analysis*. *The Chinese Journal of Comparative Law*. https://doi.org/10.1093/cjcl/cxaf004.

KPMG. (2023). *En un mundo incierto, aumentan las fusiones y adquisiciones en América Latina*. https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2023/06/m-a-in-latin-america-report-spanish.pdf.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). *Investor protection and corporate governance*. *Journal of Financial Economics, 58*(1–2), 3–27. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9.

La República. (2022). *Las OPAs del Grupo Gilinski y la resistencia del GEA*. La República. https://www.larepublica.co.

Merriam, S. B., & Tisdell, E. J. (2016). *Qualitative research: A guide to design and implementation* (4th ed.). Jossey-Bass.

Morrison & Foerster LLP. (2022, enero 20). *M&A in 2021 and trends for 2022*. Morrison & Foerster LLP. https://www.mofo.com/resources/insights/220120-ma-trends-2022.

Portafolio. (2022, febrero 10). *Nutresa recibió 79 aceptaciones en el tercer día de la OPA del Grupo Gilinski*. https://www.portafolio.co/economia/finanzas/nutresa-recibio-79-aceptaciones-en-el-tercer-dia-de-la-opa-del-grupo-gilinski-560744.

PricewaterhouseCoopers Colombia (PwC). (2019). *Fusiones y adquisiciones en Colombia: Doing deals 2019*. https://www.pwc.com.co/es/publicaciones/assets/doing-deals-2019.pdf.

Rodríguez, D., & Barrera, R. (2024, octubre 18). *Introducción a las fusiones y adquisiciones (M&A) en LATAM*. Adquiere.co. https://blog.adquiere.co/p/introduccion-a-las-fusiones-y-adquisiciones.

Semana. (2021, noviembre 20). *Autorizada la OPA del Grupo Gilinski por Nutresa: ¿Qué sigue ahora?* https://www.semana.com/economia/empresas/articulo/autorizada-la-opa-del-grupo-gilinski-por-nutresa-que-sigue-ahora/202111/.

Semana. (2022, mayo 16). *Terminó tercera OPA por Nutresa y 469 inversionistas vendieron al Grupo Gilinski: ¿qué viene?* https://www.semana.com/economia/articulo/termino-tercera-opa-por-nutresa-y-469-inversionistas-vendieron-al-grupo-gilinski-que-viene/202217/.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2010). *Decreto 2555 de 2010: Régimen de las actividades financieras, aseguradoras y del mercado de valores*. https://www.superfinanciera.gov.co.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2023). *Aviso de OPA formulado por Grupo Gilinski y otros sobre acciones de Grupo Nutresa*. https://www.superfinanciera.gov.co.

Xavier, I. M. (2024, octubre 11). *M&A involving family-owned targets in Latin America*. *Latin Lawyer*. https://latinlawyer.com/guide/the-guide-mergers-acquisitions/fifth-edition/article/ma-involving-family-owned-targets-in-latin-america