

Miembros Independientes en las Juntas Directivas en Colombia: Caso Gilinski y Grupo Empresarial Antioqueño¹

Independent Members on Boards of Directors in Colombia: The Gilinski Case and the GEA Group

CAMILO EDUARDO OVALLE BEJARANO²

RESUMEN

Desde finales de 2021, las funciones y la responsabilidad de los miembros independientes en las juntas directivas de las sociedades cotizadas captaron la atención de la comunidad jurídica y empresarial en Colombia. Entre el 10 de noviembre de 2021 hasta el 18 de noviembre de 2022 el Grupo Gilinski y el Grupo IHC de Abu Dabi a través de las sociedades JGDB Holding S.A.S., Nugil S.A.S e IHC Capital Holding LLC., presentaron ocho ofertas públicas de adquisición sobre las acciones de Grupo de Inversiones Suramericana S.A., Grupo Nutresa S.A. y Grupo Argos S.A., sociedades anónimas que pertenecen a lo que se conoce como el Grupo Empresarial Antioqueño (GEA).

El presente documento realiza un diagnóstico sobre la independencia de los miembros de las juntas directivas de las sociedades cotizadas en Colombia. El estudio se fundamenta en las decisiones que tomaron estos cuerpos

1 Fecha de recepción: 14 de septiembre 2023. Fecha de aceptación: 20 de octubre de 2023.

DOI: <https://doi.org/10.18601/16923960.v22n2.07>

2 Abogado y Magíster en Derecho Comercial de la Universidad Externado de Colombia. Docente Investigador en el Departamento de Derecho Comercial de la Universidad Externado de Colombia. Consultor privado y litigante. Email: camilo.ovalle@uexternado.edu.co

colegiados en las sociedades del GEA al valorar la posibilidad de aceptar los términos de las ofertas presentadas por el Grupo Gilinski entre 2021 y 2022.

Palabras Claves: Junta Directiva, Sociedad Cotizada, Gobierno Corporativo, Oferta Pública de Adquisición, Sociedad Anónima.

ABSTRACT

Since late 2021, the roles and responsibilities of independent members on the boards of publicly traded companies have caught the attention of the legal and business community in Colombia. Between November 10, 2021, and November 18, 2022, the Gilinski Group and the IHC Group from Abu Dhabi made eight public acquisition offers for the shares of three public companies which are part of GEA (Grupo Empresarial Antioqueño): Grupo de Inversiones Suramericana S.A, Grupo Nutresa S.A., and Grupo Argos S.A. The offers were made through JGDB Holding S.A.S., Nugil S.A.S, and IHC Capital Holding LLC. These public companies are part of what is known as the "Grupo Empresarial Antioqueño" (GEA).

This document provides a diagnosis on the independence of board members of publicly traded companies in Colombia. The study is based on the decisions these collegiate bodies made within the GEA companies when considering the possibility of accepting the terms of the offers presented by the Gilinski Group between 2021 and 2022.

Key words: Publicly Traded Company, Corporate Governance, Public Acquisition Offer, Corporation.

INTRODUCCIÓN

La historia del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas es la historia de los miembros independientes en sus juntas directivas³. Desde la década del setenta en los Estados Unidos y desde principios de los noventa en Europa se da por establecido que el buen gobierno de la sociedad cotizada pasa por conformar juntas directivas con miembros que no tengan un vínculo patrimonial, personal o profesional con la gerencia o con los accionistas. La independencia se ofrece como mecanismo de control a la administración de la compañía y como garantía de que primará el interés de la sociedad.

3 José María Garrido García, "Los consejeros independientes", en *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada Tomo II* (Pamplona: Aranzadi, 2016), 957.

Colombia heredó esta tradición jurídica de finales del siglo XX, a tal punto que, desde la Ley 964 de 2005, se incorporó la exigencia de independencia en mínimo el 25% de los miembros de las juntas directivas de las sociedades cotizadas. En 2007 también se adoptó un código de autorregulación denominado Código País con recomendaciones que promueven tal independencia.⁴

No fue sino hasta finales de 2021 que el rol de los independientes fue centro de debate en Colombia con las Ofertas Públicas de Adquisición (en adelante OPAs) que lanzó el Grupo Gilinski por las acciones de Grupo de Inversiones Suramericana S.A., Grupo Nutresa S.A. y Grupo Argos S.A. La estructura accionaria cruzada entre las sociedades del Grupo Empresarial Antioqueño (en adelante GEA) produjo conflictos de intereses que inhabilitaron a los miembros patrimoniales de sus juntas directivas. Siendo así, los miembros independientes fueron quienes decidieron sobre la aceptación de las ofertas. El centro del debate era si el precio que ofreció el Grupo Gilinski fue acorde al valor fundamental de las compañías.

En este contexto y según el Art. 23 de la Ley 222 de 1995, los miembros independientes de las juntas directivas estaban llamados a decidir en interés de la sociedad que administran, al margen de las preferencias de los accionistas vinculados a la puja empresarial entre el GEA y el Grupo Gilinski. El objetivo del presente artículo es construir un diagnóstico sobre la independencia de los miembros no patrimoniales en las juntas directivas del GEA, al decidir sobre las OPAs que se presentaron entre 2021 y 2022.

I. AUGE DE LOS MIEMBROS INDEPENDIENTES EN LAS JUNTAS DIRECTIVAS DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

El gobierno corporativo en las sociedades cotizadas se fundamenta en la necesidad de integrar juntas directivas con miembros independientes, quienes no tienen vínculo con la sociedad más allá de su rol como administradores.⁵ En la década de 1970 en los Estados Unidos se replanteó la estructura de las juntas directivas a raíz del colapso de la compañía ferroviaria Penn Central, las revelaciones sobre financiación ilegal de campañas políticas y los casos de soborno transnacional que se dieron a conocer en las audiencias

4 Circular Externa 28 de 2007. [Superintendencia Financiera de Colombia] Adopción Encuesta de Mejores Prácticas Corporativas. 11 de mayo de 2007 (Colom.) De igual forma, Circular Externa No. 28 de 2014. [Superintendencia Financiera de Colombia] Presentación del Nuevo Código País y Adopción del Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas. 30 de septiembre de 2014 (Colom.)

5 Carlos Alberto Molina Manzano, "Los Directores Independientes y el Gobierno de las Empresas", *Debates IESA* 11, n.º 4 (2006): 21.

de Watergate.⁶ Esto llevó a que en 1977 la Bolsa de Nueva York exigiera la creación de un comité de auditoría integrado por miembros independientes para las sociedades cotizadas.⁷

De forma concomitante, la literatura jurídica de Norteamérica –a partir de la obra de M. Eisenberg– tomó partido por la necesidad de miembros independientes en las juntas directivas con el propósito de controlar la gestión de la administración en las sociedades listadas en mercados públicos de valores.⁸ El nombramiento de independientes se convirtió en el estándar de gobierno corporativo en los Estados Unidos. En promedio, el porcentaje de independientes pasó del 20% al 75% del total de los miembros de las juntas directivas entre 1950 y 2005.⁹

Europa optó por códigos de autorregulación en materia de gobierno corporativo. El primer antecedente fue en 1992 con el informe Cadbury del Reino Unido. Aquí se recomendó que las juntas directivas de las sociedades cotizadas estén integradas por miembros sin vínculos previos con la administración de la compañía o los accionistas de mayor participación en el capital. Todo bajo el principio de cumplir o explicar, donde las sociedades listadas en la bolsa de Londres que no adoptarán las recomendaciones debían justificar al mercado sobre la ausencia de independientes en sus consejos de administración. La autorregulación de las sociedades cotizadas bajo este principio se expandió en los códigos de buen gobierno de Europa entre los años noventa y la primera década del nuevo milenio.¹⁰

La exigencia de administradores independientes llegó a Colombia con la Ley 964 de 2005 que estableció un marco general a las actividades de manejo e inversión de recursos del público. Aquí se establece que las juntas directivas de las sociedades cotizadas se integran con 5 a 10 miembros y como mínimo un 25% serán independientes.¹¹ Para la Ley no son independientes

6 Harald Baum, "The Rise of the Independent Director: A Historical and Comparative Perspective", *Max Planck Institute for Comparative and International Private Law*, n.º 16/20 (2016): 12 -13, <http://ssrn.com/abstract=2814978>.

7 Brenda S. Birkett, "The Development of Corporate Audit Committees: An Historical Overview", *Accounting Historians Journal* 13, n.º 2 (1986): 115-116, <https://www.jstor.org/stable/40697910>.

8 En este sentido la obra completa: Eisenberg, Melvin. *The Structure of the Corporation*. Little Brown and Company, 1976.

9 Jeffrey N. Gordon, "The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices", *Stanford Law Review* 59 (2007): 1465, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=928100.

10 Ejemplos destacados: España con el Informe Olivencia de 1998, Francia con el informe Vienot de 1999, Bélgica con el Código Lippiens de 2004.

11 Ley 964 de 2005 Art. 44. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público

quienes, respecto a la sociedad, sean empleados, directivos, destinatarios de alguna remuneración o donación de la compañía o accionistas que controlen la mayoría de los votos. Tampoco serán independientes los asesores cuyos pagos por su servicio a la sociedad cotizada representen más del 20% de sus ingresos operacionales.¹²

Nuestro país también adoptó códigos de autorregulación en materia de gobierno corporativo bajo el principio de cumplir o explicar. La Superintendencia Financiera en 2007 publicó el Código de Mejores Prácticas Corporativas – Código País y una segunda versión en el 2014.¹³ Aquí se recomienda evitar la designación de personas en la junta directiva que mantengan vínculos laborales con la sociedad y que puedan constituir mayorías decisorias entre sí.¹⁴

II. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DEL GRUPO GILINSKI: PERÍODO 2021-2022

Desde finales de 2021 las funciones y la responsabilidad de los miembros independientes en las juntas directivas de las sociedades cotizadas captaron la atención de la comunidad jurídica y empresarial en Colombia.¹⁵ Entre el 10 de noviembre de 2021 hasta el 18 de noviembre de 2022 el Grupo Gilinski y el Grupo IHC de Abu Dabi a través de las sociedades JGDB Holding S.A.S., Nugil S.A.S e IHC Capital Holding LLC., presentaron ocho ofertas públicas de adquisición sobre las acciones de Grupo de Inversiones Suramericana S.A., Grupo Nutresa S.A. y Grupo Argos S.A., (en adelante Sura, Nutresa y Grupo Argos) sociedades anónimas que pertenecen a lo que se conoce como el Grupo Empresarial Antioqueño (GEA).

que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. Julio 8 de 2005. [D.O] 45.963. (Colom.).

12 Ley 964 de 2005 Art. 44. Parágrafo 2.

13 Circular Externa 28 de 2007. [Superintendencia Financiera de Colombia] Adopción Encuesta de Mejores Prácticas Corporativas. 11 de mayo de 2007 (Colom.) De igual forma, Circular Externa No. 28 de 2014. [Superintendencia Financiera de Colombia] Presentación del Nuevo Código País y Adopción del Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas. 30 de septiembre de 2014 (Colom.)

14 Circular Externa No. 28 de 2014. Medida No. 16. [Superintendencia Financiera de Colombia] Presentación del Nuevo Código País y Adopción del Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas. 30 de septiembre de 2014 (Colom.)

15 Daniel Guerrero, "Los buenos sueldos de las juntas del GEA no garantizarán miembros independientes", Bloomberg Línea, 4 de marzo de 2022, <https://www.bloomberglinea.com/2022/03/04/los-buenos-sueldos-de-las-juntas-del-gea-no-garantizaran-miembros-independientes/>. De igual forma: Laura Vita Mesa, "Revive el debate sobre los miembros independientes en las juntas directivas de los emisores", Asuntoslegales.com.co, 7 de marzo de 2022, <https://www.asuntoslegales.com.co/consumidor/revive-el-debate-sobre-los-miembros-independientes-en-las-juntas-directivas-de-los-emisores-3316417>.

Las ofertas se presentaron conforme al Decreto 2555 de 2010. Dicho decreto establece que, si un mismo beneficiario busca adquirir una participación igual o superior al 25% del capital con derecho a voto de una sociedad cotizada, está obligado a lanzar una oferta pública de compra dirigida a todos los accionistas de la compañía en cuestión. Además, si un accionista ya posee el 25% o más del capital con derecho a voto en una sociedad cotizada, y tiene la intención de incrementar su participación en más de un 5% adicional, también debe lanzar una oferta pública.¹⁶

A noviembre de 2021, las sociedades que conformaban el GEA tenían participación cruzada entre ellas de la siguiente forma:

- Sura era propietaria del del 35.19% del capital de Grupo Argos y del 35.25% del capital de Nutresa.
- Grupo Argos era propietaria del 27.66% del capital de Sura y el 9.83% del capital de Nutresa.
- Nutresa era propietaria del 13.01% del capital de Sura y el 12.26% del capital de Grupo Argos.¹⁷

Según cada oferta presentada, la Junta Directiva de Nutresa debía determinar si vendía o mantenía su participación en Grupo Argos y Sura. La Junta Directiva de Grupo Argos tenía que decidir sobre la venta de su participación en Sura y Nutresa; mientras que la Junta Directiva de Sura decidiría sobre su participación en Nutresa y Grupo Argos.

A raíz de esta participación cruzada, la mayoría de los miembros patrimoniales de las juntas directivas de las sociedades del GEA estaban inhabilitados para votar en las OPAs por conflictos de interés. Habían sido nominados con el voto de representantes de sociedades cuyas acciones eran objeto de la oferta. Siendo así, los miembros independientes de las juntas directivas asumieron la responsabilidad de tomar las decisiones sobre la aceptación de las ofertas del Grupo Gilinski.

El GEA tenía como objetivo conservar sus mayorías en el capital de Nutresa, Grupo Argos y Sura mientras que el Grupo Gilinski aspiraba a controlar tales sociedades. El éxito de las OPAs dependía, en gran medida, de la disposición de las sociedades del GEA a vender su participación; las acciones en poder de los fondos de pensiones y otros accionistas minoritarios no eran

16 Decreto 2555 de 2010. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Art. 6.15.2.1.1 y siguientes. 15 de julio de 2010. [D.O] 47771 (Colom.)

17 Nathalia Morales Arévalo, "Conozca cómo funciona la estructura accionaria del Grupo Empresarial Antioqueño", *La República*, 12 de noviembre de 2021, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/conozca-como-funciona-la-estructura-accionaria-del-grupo-empresarial-antioqueno-3260728>.

suficientes para agotar el monto de las ofertas. En este escenario, los miembros independientes de las juntas directivas de las sociedades del GEA asumían la responsabilidad de evaluar las ofertas y elegir la opción que maximizara el valor para cada compañía y su estrategia de negocios.

PRIMERA OPA POR GRUPO NUTRESA S.A.

El 10 de noviembre de 2021 la sociedad NUGIL S.A.S., presentó una OPA por mínimo el 50,1 % de las acciones del Grupo Nutresa S.A., con una prima por el control de la compañía que se acercó al 40% del precio de la acción.¹⁸

La Junta Directiva de Grupo Sura no aceptó vender su participación al considerar que “la oferta se aleja significativamente del valor de Grupo Nutresa y su portafolio de inversiones”.¹⁹ La decisión fue adoptada por miembros independientes. En igual sentido actuó la Junta de Grupo Argos al considerar que “el precio es sustancialmente inferior al valor fundamental de la compañía”.²⁰ La decisión fue tomada por cuatro miembros independientes y un solo miembro patrimonial.

Con la oferta, NUGIL S.A.S., obtuvo más de 126 millones de acciones de Nutresa provenientes de los accionistas minoritarios y fondos de pensiones que decidieron vender en la oferta. Esto equivale al 27.69% de participación en el capital de la compañía.²¹

18 Joaquín Mauricio López Bejarano, “El Grupo Gilinski puso una garantía por US\$1.082 millones para respaldar la OPA”, *La República*, 19 de noviembre de 2021, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/el-grupo-gilinski-puso-una-garantia-por-us-1-082-millones-para-respaldar-la-opa-3264210>.

19 Grupo de Inversiones Suramericana S.A, “La Junta Directiva de Grupo SURA decidió no aceptar Oferta Pública de Adquisición de acciones (OPA) de Grupo Nutresa y resalta iniciativas que promoverán en esta inversión de su portafolio–Grupo SURA”, Grupo SURA, consultado el 2 de septiembre de 2023, <https://www.gruposura.com/noticia/la-junta-directiva-de-grupo-sura-decidio-no-aceptar-oferta-publica-de-adquisicion-de-acciones-opa-de-grupo-nutresa-y-resalta-iniciativas-que-promovera-en-esta-inversion-de-su-portafolio/>.

20 Grupo Argos S.A, “Grupo Argos no participará en la OPA por Grupo Nutresa al concluir que el precio es sustancialmente inferior al valor fundamental de la compañía”, 6 de diciembre de 2021, <https://files.grupoargos.com/uploads-grupo-argos/2022/08/grupo-argos-informacion-relevante-06-12-2021.pdf>.

21 Iván Cajamarca, “El Grupo Gilinski logró una participación de casi 30% en Nutresa tras finalizar la OPA”, *La República*, 12 de enero de 2022, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/el-grupo-gilinski-se-acerca-a-una-participacion-de-30-en-nutresa-tras-finalizar-la-opa-3285243>.

Primera OPA por el Grupo de Inversiones Suramericana S.A (Grupo Sura)

Dos semanas después de la primera oferta por Nutresa, el Grupo Gilinski, a través de JGBD Holding S.A.S, lanzó una OPA por el Grupo Sura con el objetivo de adquirir al menos 25.3% de sus acciones.

La Junta Directiva del Grupo Argos decidió no vender su participación en Sura al considerar que "el precio es considerablemente inferior al valor fundamental de la compañía".²² La decisión fue adoptada por cuatro miembros independientes y un miembro patrimonial.

La Junta Directiva de Grupo Nutresa tampoco aceptó la Oferta, la decisión se respaldó en análisis financieros, legales y de gobierno por parte de las firmas Rothschild & Co., Boston Consulting Group y Posse Herrera Ruiz.²³ La decisión fue tomada por cuatro miembros independientes.²⁴

JGBD Holding S.A.S consiguió las aceptaciones de algunos accionistas minoritarios y fondos de pensiones que lo llevaron a adquirir más de 118 millones de acciones, es decir, el 25.5% de participación en el capital de la compañía.

SEGUNDA OPA POR EL GRUPO SURA

El 14 de enero de 2022, JGBD Holding S.A.S lanzó una nueva oferta pública por acciones del Grupo Sura. En esta ocasión el objetivo fue adquirir una participación del 6.25% adicional. Se aumentó la puja con un precio 24.6% más alto en comparación con la primera oferta.²⁵

Una vez más las juntas directivas de Argos y Nutresa rechazaron vender su participación. En el Grupo Argos, cuatro miembros independientes y un

22 Grupo Argos S.A, "Grupo Argos no participará en la OPA por Grupo Sura toda vez que el precio es considerablemente inferior al valor fundamental de la compañía", 6 de enero de 2022, <https://files.grupoargos.com/uploads-grupo-argos/2022/08/grupo-argos-informacion-relevante-06-01-2022.pdf>.

23 Grupo Nutresa S.A, "Grupo Nutresa decidió no aceptar la OPA de JGDB Holdings S.A.S. por acciones de Grupo Sura", Nutresa: Un futuro entre todos, 5 de febrero de 2022, https://gruponutresa.b-cdn.net/wp-content/uploads/2022/08/05012022_Decisiones_de_Junta_Directiva.pdf.

24 Grupo Nutresa S.A, "Decisiones de Asamblea", Nutresa: Un futuro entre todos, 4 de enero de 2022, https://gruponutresa.b-cdn.net/wp-content/uploads/2022/08/04012022__Decisiones_de_asamblea.pdf.

25 Iván Cajamarca, "Nueva OPA por Sura aumenta 24,6% el precio frente a la primera oferta", *La República*, 16 de enero de 2022, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/nueva-opa-por-grupo-sura-aumenta-24-6-el-precio-por-accion-de-la-primera-oferta-3287062>.

miembro patrimonial tomaron la decisión. En Nutresa, cuatro miembros independientes no aceptaron los términos de la oferta.²⁶

Con la segunda oferta, el Grupo Gilinski obtuvo una participación adicional del 7.74% en el capital de Sura.²⁷

Segunda OPA por el Grupo Nutresa

El 17 de enero de 2022 Nugil S.A.S. del Grupo Gilinski presentó una segunda OPA por un mínimo de 18.3% de acciones del Grupo Nutresa. El precio de compra en la oferta fue un 89.03% superior al precio que cotizaba la acción justo antes de la primera OPA.²⁸

La Junta Directiva de Grupo Sura decidió no aceptar la oferta a través de 4 miembros independientes quienes votaron de forma unánime.²⁹ De igual manera el Grupo Argos, decisión tomada por cuatro miembros independientes y un miembro patrimonial.³⁰

En esta ocasión, el Grupo Gilinski obtuvo una participación adicional del 3.11% en el capital de Nutresa.³¹

- 26 Grupo Nutresa S.A, "Grupo Nutresa decidió no aceptar la segunda oferta pública de adquisición de acciones que JGDB Holding S.A.S. lanzó sobre acciones ordinarias de Grupo de Inversiones Suramericana S.A.", Nutresa: Un futuro entre todos, 24 de febrero de 2022, <https://gruponutresa.com/wp-content/uploads/2022/08/24022022-Decisiones-de-junta-directiva-OPA.pdf>. En igual sentido: Grupo Argos S.A, "Grupo Argos no participará en las OPAs por Grupo Sura y Grupo Nutresa", 22 de febrero de 2022, <https://files.grupoargos.com/uploads-grupo-argos/2022/08/grupo-argos-informacion-relevante-22-02-2022.pdf>.
- 27 Carolina Salazar Sierra, "Se modificaron los mínimos a adquirir en las segundas OPA por Grupo Sura y Nutresa", *La República*, 28 de febrero de 2022, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/se-modificaron-los-minimos-a-adquirir-en-las-segundas-opa-por-grupo-sura-y-nutresa-3313221>.
- 28 Carolina Salazar Sierra, "Nueva OPA por Nutresa busca hasta 22,8% del emisor y dejaría a Gilinski con 50,4%", *La República*, 18 de enero de 2022, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/nueva-opa-por-nutresa-busca-hasta-22-8-del-emisor-y-dejaria-a-gilinski-con-50-4-3287875>.
- 29 Grupo de Inversiones Suramericana S.A, "La Junta Directiva de Grupo SURA decidió no aceptar la segunda Oferta Pública de la Adquisición (OPA) sucesiva sobre acciones de Grupo Nutresa, presentada por Nugil S.A.S.–Grupo SURA", Grupo SURA, 23 de febrero de 2022, <https://www.gruposura.com/noticia/la-junta-directiva-de-grupo-sura-decidio-no-aceptar-la-segunda-oferta-publica-de-la-adquisicion-opa-sucesiva-sobre-acciones-de-grupo-nutresa-presentada-por-nugil-s-a-s/>
- 30 Grupo Argos S.A, "Grupo Argos no participará en las OPAs por Grupo Sura y Grupo Nutresa", 22 de febrero de 2022, <https://files.grupoargos.com/uploads-grupo-argos/2022/08/grupo-argos-informacion-relevante-22-02-2022.pdf>.
- 31 Salazar Sierra, "Se modificaron los mínimos a adquirir en las segundas OPA por Grupo Sura y Nutresa".

TERCERA OPA POR EL GRUPO SURA

El 28 de febrero de 2022 el Grupo Gilinski lanza una tercera oferta por el Grupo SURA con el objetivo de obtener un número de acciones equivalente al 5.2% del capital de la compañía. Se mantuvo el precio de la segunda oferta.³²

Por tercera vez, la Junta Directiva de Grupo Argos rechazó la oferta con los votos de cuatro miembros independientes y un miembro patrimonial.³³

La Asamblea General de Accionistas del Grupo Nutresa no autorizó a seis de los siete miembros de la junta a deliberar y decidir sobre la oferta. Se consideró que se presentaban conflictos de interés en relación con el vínculo patrimonial de los miembros de la junta con las compañías del GEA y con el Grupo oferente. No hubo decisión sobre la tercera oferta por falta de quórum.³⁴

La tercera Oferta Pública de Adquisición (OPA) posibilitó que el Grupo Gilinski incrementara su participación en el capital de Sura en un 2.99%, alcanzando así un 34.5% del total de acciones de la compañía.³⁵

Tercera OPA por el Grupo Nutresa

La tercera oferta por Nutresa tuvo el objetivo de adquirir un 12% adicional de las acciones en circulación. El Grupo Gilinski ofreció un precio que superó en un 71.3% la estimación de precio objetivo a mediano plazo que las comisionistas de bolsa en Colombia habían previsto para las acciones de Nutresa.³⁶

32 Iván Cajamarca, "Gilinski lanza una tercera ronda de OPA por 12% de Nutresa y 6,5% del Grupo Sura", *La República*, 28 de febrero de 2022, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/gilinski-lanza-una-tercera-ronda-de-opa-por-12-de-nutresa-y-6-5-del-grupo-sura-3313375>.

33 Grupo Argos S.A, "Grupo Argos no participará en las ofertas públicas de adquisición por acciones de Grupo Sura y Grupo Nutresa", 21 de abril de 2022, <https://files.grupoargos.com/uploads-grupo-argos/2022/08/grupo-argos-informacion-relevante-21-04-2022.pdf>.

34 Grupo Nutresa S.A, "Información Relevante–Decisiones de Asamblea del 21 de abril de 2022", Nutresa: Un futuro entre todos, 21 de abril de 2022, <https://img.lalr.co/cms/2022/04/21174207/20220421-Decisiones-de-asamblea.pdf>.

35 Iván Cajamarca, "Jaime Gilinski se queda con 34,5% de Sura, tras finalizar el periodo de la tercera OPA", *La República*, 26 de abril de 2023, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/jaime-gilinski-domina-34-5-del-grupo-sura-tras-finalizar-aceptaciones-de-tercera-opa-3350367>.

36 Iván Cajamarca, "Valor ofrecido en tercera OPA está 71,3% por arriba del precio objetivo de Nutresa", *La República*, 17 de marzo de 2022, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/valor-ofrecido-en-tercera-opa-esta-71-3-por-arriba-del-precio-objetivo-de-nutresa-3324286>.

La Junta Directiva de Grupo Argos rechazó la oferta con los votos de cuatro miembros independientes y un miembro patrimonial.³⁷

La Asamblea General de Accionistas del Grupo Sura no autorizó a cinco miembros de la junta directiva a deliberar y decidir sobre la oferta. Los vínculos patrimoniales de sus miembros con el Grupo Empresarial Antioqueño y el Grupo Oferente impidieron que se conformara el quórum de la Junta Directiva y en definitiva no hubo decisión al respecto.

La Bolsa de Valores de Colombia declaró desierta esta OPA al no alcanzar el mínimo de acciones previstas.³⁸

OPA por el Grupo Argos

El 19 de mayo de 2022 la sociedad Nugil S.A.S, presentó una OPA por el Grupo Argos S.A, con el fin de obtener mínimo el 26% de las acciones de la compañía.

La Junta Directiva del Grupo Sura decidió no participar en la oferta aduciendo inconveniencia estratégica en la venta.³⁹ La decisión fue tomada por la mayoría entre tres miembros patrimoniales y dos miembros independientes. En esta ocasión tanto el miembro patrimonial como el miembro independiente nominado por el Grupo Gilinski, fueron inhabilitados por la Asamblea General de Accionistas por su relación patrimonial con la fuente de la oferta.⁴⁰ La oferta se declaró desierta al solo alcanzar 11.08% de las acciones en circulación.⁴¹

37 Grupo Argos S.A, "Grupo Argos no participará en las ofertas públicas de adquisición por acciones de Grupo Sura y Grupo Nutresa", 21 de abril de 2022, <https://files.grupoargos.com/uploads-grupo-argos/2022/08/grupo-argos-informacion-relevante-21-04-2022.pdf>.

38 Iván Cajamarca, "Bolsa de Valores de Colombia declaró desierta la tercera OPA de Gilinski sobre Nutresa", *La República*, 8 de septiembre de 2023, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/bolsa-de-valores-de-colombia-declaro-desierta-la-tercera-opa-de-gilinski-sobre-nutresa-3364646>.

39 Nathalia Morales Arévalo, "Junta de Sura decidió no vender su participación en Grupo Argos a través de la OPA", *La República*, 1 de julio de 2022, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/junta-de-sura-decidio-no-vender-su-participacion-en-grupo-argos-a-traves-de-la-opa-3395439>.

40 Grupo de Inversiones Suramericana S.A, "Decisiones de la Asamblea de Accionistas en su reunión extraordinaria—Grupo SURA", Grupo SURA, 29 de junio de 2022, <https://www.gruposura.com/noticia/decisiones-de-la-asamblea-de-accionistas-en-su-reunion-extraordinaria/>.

41 Carolina Salazar Sierra, "Jaime Gilinski no liberó los mínimos y la BVC declaró desierta la OPA por Grupo Argos", *La República*, 6 de julio de 2022, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/jaime-gilinski-no-liberara-los-minimos-en-la-opa-que-busca-hasta-32-5-de-argos-3398027>.

OPA de International Holding Company LLC (IHC) por Grupo Nutresa

El 20 de septiembre de 2022 International Holding Company LLC., (IHC) presentó una oferta pública por mínimo el 25% las acciones de Grupo Nutresa. La oferta fue tres veces el valor en libros de la compañía y duplicó el precio ofrecido en la primera oferta del Grupo Gilinski.⁴²

A la fecha de la oferta, los mayores accionistas de Grupo Nutresa eran los siguientes: Grupo Sura, con una participación del 32.20%; Nugil S.A.S. del Grupo Gilinski, con una participación del 31.09%, debido a las acciones adquiridas en las tres OPAs anteriores; y Grupo Argos S.A., con una participación del 9.94%.⁴³

La Junta Directiva del Grupo Argos no aceptó la oferta. Decisión que se tomó a través de cuatro miembros independientes y un miembro patrimonial.⁴⁴

La Junta Directiva de Sura se reunió el 10 de noviembre de 2022 con la presencia de los dos miembros patrimoniales designados por el Grupo Gilinski, un miembro independiente designado por el mismo Grupo y un miembro independiente designado por el GEA. Con el voto favorable de los tres miembros designados por el Grupo Gilinski se aceptó la venta de las acciones de Nutresa en propiedad del Grupo Sura.⁴⁵

La reunión y el Acta de la Junta del 10 de noviembre produjo una controversia jurídica. Previo a la sesión, la Superintendencia de Sociedades inhabilitó por conflicto de intereses a dos miembros de la Junta designados por el GEA.⁴⁶ En consecuencia, el Grupo Gilinski y sus representantes argumentaron que la Junta Directiva ahora estaba integrada válidamente por cinco miembros

42 Leo Marián Gómez, "International Holding Company pagará hasta US\$2.145,7 millones por Grupo Nutresa", *La República*, 6 de octubre de 2022, <https://www.larepublica.co/finanzas/international-holding-company-desembolsaria-hasta-us-2-145-7-millones-por-nutresa-3463260>.

43 Nathalia Morales Arévalo, "Estos son los mayores accionistas de Nutresa que podrían vender en la OPA", *La República*, 21 de septiembre de 2022, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/quienes-son-los-mayores-accionistas-de-nutresa-que-podrian-vender-en-nueva-opa-3452394>.

44 Grupo Argos S.A., "Grupo Argos no participará en la oferta pública de adquisición por acciones de Grupo Nutresa", 17 de noviembre de 2022, <https://files.grupoargos.com/uploads-grupo-argos/2022/11/171022-GrupoArgos-Informacion-Relevante.pdf>.

45 Lilian Mariño Espinosa, "La Junta Directiva de Grupo Sura decidió vender el 31% de su participación", *La República*, 15 de noviembre de 2022, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/esta-es-el-acta-de-la-junta-directiva-de-grupo-sura-que-acaba-con-el-enroque-del-gea-3488742>.

46 Santiago Díaz Gamboa, "Supersociedades inhabilitó a dos directivos de Sura para votar OPA por Nutresa", *La República*, 5 de noviembre de 2022, <https://www.larepublica.co/finanzas/supersociedades-inhabilito-a-dos-directivos-del-grupo-sura-para-votar-en-opa-por-nutresa-3484306>.

con fundamento en el Oficio 220-208699 de la misma Superintendencia. La tesis era que debía omitirse la participación del abstencionista en el cómputo del quórum en los casos de inhabilidades o conflictos de interés, siendo así, sería válido decidir con el voto favorable de la mayoría de sus miembros, es decir tres de cinco, en los términos del Art. 437 del Código de Comercio.⁴⁷

Los cuatro representantes del GEA en la Junta Directiva de Sura renunciaron a sus cargos. El argumento era la imposibilidad jurídica de decidir válidamente con una mayoría de tres integrantes en una Junta Directiva que se compone de siete directores, máxime cuando los estatutos del Grupo Sura señalan que la Junta Directiva delibera y decide con la presencia y los votos de la mayoría de sus miembros. No es posible recomponer el quórum.⁴⁸ Finalmente, desde la jurisdicción ordinaria se decretaron medidas cautelares que ordenaron a los representantes legales del Grupo Sura abstenerse de ejecutar órdenes de la Junta Directiva que se adopten con menos de cuatro votos.⁴⁹

La oferta de IHC tan solo logró aceptaciones por un 7.71% de las acciones de Nutresa, muy por debajo del objetivo mínimo del 25% de títulos de la compañía. La Bolsa de Valores de Colombia (BVC) declaró la oferta desierta.⁵⁰

III. LOS INDEPENDIENTES EN LAS JUNTAS DIRECTIVAS Y SU COORDINACIÓN CON LA VOLUNTAD DE SU NOMINADOR

Desde noviembre de 2021 hasta finales de 2022, la Junta Directiva del Grupo Sura se reunió en cuatro ocasiones para evaluar las ofertas del Grupo Gilinski. En las tres primeras sesiones, las propuestas fueron rechazadas debido a

47 Mariño Espinosa Op. cit. En igual sentido: Oficio 220-208699 de 2023. [Superintendencia de Sociedades] Consecuencias de la abstención del voto de origen voluntario y legal. 24 de noviembre de (Colom.) Disponible en: <https://bibliotecadigital.ccb.org.co/items/cd14e5dc-5662-454a-93fb-92859b51088e>

48 Iván Cajamarca, "Renuncia de directivos de Sura fue motivada por intento de aceptar OPA con tres votos", *La República*, 11 de noviembre de 2022, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/renuncia-de-directivos-de-sura-fue-motivada-por-intento-de-acceptar-opa-con-tres-votos-3487969>. En igual sentido: Lilian Mariño Espinosa, "Alta Gerencia de Sura desconoce Acta de Junta y dice que aún no vende", *La República*, 15 de noviembre de 2022, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/sura-senala-que-no-ha-tomado-decision-para-venta-de-las-acciones-de-sura-en-nutresa-3488844>.

49 Sofía Solorzano Cárdenas, "Juez del circuito de Medellín da consideraciones finales en líos de la OPA de Gilinski", *La República*, 10 de febrero de 2023, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/juez-del-circuito-de-medellin-da-consideraciones-finales-en-lios-de-la-opa-de-gilinski-3542174>.

50 Carolina Salazar Sierra, "La OPA solo alcanzó 7,71% de las acciones de Nutresa y la BVC la declaró desierta", *La República*, 3 de septiembre de 2023, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/la-opa-solo-alcanzo-7-71-de-las-acciones-de-nutresa-y-la-bvc-la-declararia-desierta-3491604>.

los votos de los miembros independientes, quienes habían sido nominados por el GEA. Sin embargo, durante la cuarta sesión –que estuvo compuesta por cuatro miembros– la Junta Directiva de Sura optó por aceptar la oferta de IHC para las acciones de Nutresa. Esta decisión se alcanzó con el voto favorable de dos miembros patrimoniales y un miembro independiente, todos ellos nominados por el Grupo Gilinski. El único miembro patrimonial que provenía del GEA votó en contra.⁵¹

En el mismo periodo, la Junta Directiva de Nutresa sesionó en dos ocasiones para estudiar los términos de las ofertas. No se vendió la participación de la sociedad en Sura y Grupo Argos con el voto de cuatro miembros independientes nominados por el GEA.

La Junta Directiva de Grupo Argos sesionó en ocho ocasiones. En todas, se decidió no vender la participación de la sociedad en Nutresa y Sura. Las decisiones fueron tomadas por cuatro miembros independientes y un miembro patrimonial; todos nominados por el GEA.

En síntesis, los miembros independientes de las juntas directivas actuaron en coordinación con la voluntad del accionista mayoritario o de su nominador. A lo largo de 13 sesiones, las juntas decidieron mantener la participación cruzada en las sociedades del grupo donde la mayoría o la totalidad de los miembros independientes fueron nominados por representantes del GEA. Solo en una ocasión se tomó la decisión de vender las acciones objeto de la OPA: justo cuando el Grupo Gilinski había nominado a tres de los cuatro miembros habilitados para votar en la Junta Directiva de Sura.

No es pacífica la discusión acerca de si las ofertas reconocían el valor fundamental de Nutresa, Sura y Grupo Argos. El rechazo coordinado de las juntas directivas al precio ofrecido por el Grupo Gilinski tuvo como soporte la asesoría financiera de Bank of América, JP Morgan, Ernst & Young, Rothschild & Co, BofA Securities y Deloitte. La negativa se fundamentó en las dos metodologías de valoración más aceptadas por la teoría económica para definir el precio de una compañía: el flujo de caja descontado y la valoración por múltiplos de transacciones comparables.⁵² También se adujeron razones relativas a la no garantía del modelo de sostenibilidad de las compañías y su esquema de gobierno corporativo.

Los argumentos a favor de aceptar las OPAs se enfocaron en que el Grupo Gilinski ofreció una prima por el control del 40% sobre el valor de la acción

51 Mariño Espinosa, "La Junta Directiva de Grupo Sura decidió vender el 31% de su participación".

52 En este sentido: Daniel Caycedo Velosa, "El deber fiduciario del Grupo Argos en la OPA por el GEA | Tercera parte", Semillero de Derecho Societario de la Universidad de los Andes, 1 de junio de 2022. Disponible en: <https://semillerosocietario.uniandes.edu.co/publications/blogs/43-el-deber-fiduciario-del-grupo-argos-en-la-opa-por-el-gea-tercera-parte>.

de Nutresa, mientras que, en palabras de Jaime Gilinski Bacal, "la prima promedio es del 30% en transacciones similares".⁵³

Incluso, en la tercera oferta de adquisición por Nutresa, el precio ofertado fue un 59.7% superior al de la primera OPA.⁵⁴ Aquí el precio ofertado por Nutresa superó en un 71.3% la estimación a mediano plazo de las comisionistas de bolsa en Colombia.⁵⁵ En la última OPA de IHC por Nutresa el precio alcanzó un valor 94.6% por encima de la primera oferta de Gilinski.⁵⁶ Lo propio sucedió con la acción de Sura, donde el precio de la tercera oferta llegó a estar un 36.5% por encima de la estimación de las comisionistas a mediano plazo para el valor de la acción.⁵⁷

Desde la tercera ronda de ofertas, el Grupo Argos tuvo la oportunidad de recibir 2.13 billones de pesos por su participación en Nutresa. En palabras de Gilinski Bacal:

Les recuerdo que ustedes no pueden actuar en grupo y esta oferta hay que mirarla únicamente en beneficio de los accionistas del Grupo Argos, incluyendo a todos los minoritarios y los fondos de pensiones. Los papeles de deuda pública colombiana se están aproximando a un rendimiento de 10%, esta cifra es un múltiplo de más de cinco veces la tasa de rendimiento de dividendo de Nutresa a Grupo Argos y tres veces la utilidad neta. Es decir que, sin ningún riesgo, y no es lo que yo sugiero, se recibirían \$200.000 millones al invertir esos \$2,13 billones, en vez de los \$40.000 que se van a recibir este año.⁵⁸

53 Tatiana Arango, "Accionistas tendrán la oportunidad de recuperar inversión con nuestra oferta", *La República*, 22 de noviembre de 2021, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/entrevista-con-jaime-gilinski-sobre-la-opa-por-nutresa-3265093>.

54 Iván Cajamarca, "Tercera OPA por Nutresa mejora el precio 63,1% frente a primera oferta", *La República*, 1 de marzo de 2022, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/tercera-opa-por-nutresa-mejora-el-precio-de-compra-63-1-frente-a-la-primera-oferta-3313410>.

55 Iván Cajamarca, "Valor ofrecido en tercera OPA está 71,3% por arriba del precio objetivo de Nutresa", *La República*, 17 de marzo de 2023, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/valor-ofrecido-en-tercera-opa-esta-71-3-por-arriba-del-precio-objetivo-de-nutresa-3324286>.

56 Nathalia Morales Arévalo, "Nueva OPA por Nutresa es hasta 94,6% más alta que primera oferta de Gilinski", *La República*, 21 de septiembre de 2022, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/nueva-opa-es-94-6-43-1-y-23-5-mas-alta-que-las-tres-primeras-ofertas-de-gilinski-3452401>.

57 Iván Cajamarca, "Valor ofrecido en tercera OPA está 71,3% por arriba del precio objetivo de Nutresa".

58 Carolina Salazar Sierra, "El deber fiduciario de Argos es mandatorio en OPA por Nutresa, según Jaime Gilinski", *La República*, 19 de abril de 2023, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/el-deber-fiduciario-de-argos-es-mandatorio-en-opa-por-nutresa-segun-jaime-gilinski-3345754>.

Gilinski subrayó que tanto JP Morgan como Ernst & Young (EY) asesoraron al Grupo Argos en el rechazo de la primera OPA por Nutresa. Sin embargo, no se mencionó la opinión de EY como respaldo a la negativa de la segunda oferta que incorporó un precio 30% más elevado.⁵⁹

Otro punto para destacar es que, antes de las OPAs, las acciones de Nutresa, Sura y Grupo Argos cotizaron durante una década sin generar valor para los accionistas. Desde finales de 2011, Sura registró una disminución del 18.46% en su valor accionario, Grupo Argos experimentó una caída superior al 17%, y Nutresa logró una rentabilidad marginal de apenas el 0.46%.⁶⁰ En la estructura de gobierno del GEA la prioridad no fue aportar valor al accionista minoritario más allá del pago del dividendo.

En los reportes de información relevante que daban a conocer el rechazo a las Opas de Gilinski, se demostró que las juntas directivas se vieron comprometidas a buscar mecanismos que le aportaran valor al accionista en el mediano plazo. Tan es así que la Junta Directiva de Sura se comprometió a promover en Nutresa la búsqueda de socios estratégicos, e “incrementar la rentabilidad para los accionistas con un balance adecuado entre la inversión para el crecimiento, la valorización del activo y la política de dividendos”.⁶¹ Mientras que la Junta Directiva del Grupo Argos quiso acelerar la vinculación de socios internacionales en Nutresa y promover “iniciativas orientadas a cerrar las brechas entre el valor fundamental de los negocios y lo que refleja el mercado de valores (...)”.⁶² Esta misma Junta, respecto de Sura, señaló su compromiso para consolidar “las eficiencias operacionales y digitalización de sus negocios logradas en los últimos años, de cara a la maximización de los retornos a la inversión de sus accionistas”.⁶³

59 Ibidem.

60 Iván Cajamarca, “Acciones del GEA no han sido rentables durante los últimos diez años en la bolsa”, *La República*, 10 de diciembre de 2021, <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/las-acciones-del-gea-no-han-sido-rentables-durante-los-ultimos-diez-anos-en-la-bolsa-3274661>.

61 Grupo de Inversiones Suramericana S.A, “La Junta Directiva de Grupo SURA decidió no aceptar Oferta Pública de Adquisición de acciones (OPA) de Grupo Nutresa y resalta iniciativas que promoverán en esta inversión de su portafolio—Grupo SURA”, Grupo SURA, 13 de diciembre de 2021, <https://www.gruposura.com/noticia/la-junta-directiva-de-grupo-sura-decidio-no-aceptar-oferta-publica-de-adquisicion-de-acciones-opa-de-grupo-nutresa-y-resalta-iniciativas-que-promovera-en-esta-inversion-de-su-portafolio/>.

62 Grupo Argos S.A, “Grupo Argos no participará en la OPA por Grupo Nutresa al concluir que el precio es sustancialmente inferior al valor fundamental de la compañía”, 6 de diciembre de 2021, <https://files.grupoargos.com/uploads-grupo-argos/2022/08/grupo-argos-informacion-relevante-06-12-2021.pdf>.

63 Grupo Argos S.A, “Grupo Argos no participará en la OPA por Grupo Sura toda vez que el precio es considerablemente inferior al valor fundamental de la compañía”, 6 de enero de 2022, <https://files.grupoargos.com/uploads-grupo-argos/2022/08/grupo-argos-informacion-relevante-06-01-2022.pdf>.

LOS MIEMBROS INDEPENDIENTES DE LAS JUNTAS DIRECTIVAS EN EL CONTEXTO DEL MERCADO PÚBLICO DE VALORES EN COLOMBIA

Las OPAS que se presentaron por las acciones del GEA dejaron en evidencia la dinámica empresarial de nuestro mercado bursátil. Las sociedades cotizadas en Colombia presentan una estructura de capital con un grupo ínfimo de socios que controlan la compañía y la presencia de un conglomerado disperso de accionistas con participaciones residuales. Las grandes sociedades anónimas de nuestro país son el producto de negocios de familia que, con el paso del tiempo, evolucionaron bajo el control de sus fundadores. En promedio, los cuatro accionistas principales participan en el 65% del capital de cada sociedad listada.⁶⁴ Es un fenómeno propio de Sudamérica; en esta región, los socios mayoritarios controlan cerca del 70% de la propiedad de las empresas.⁶⁵

El estudio de Gutierrez, Pombo y Taborda demuestra que la concentración del capital aumenta en las sociedades cotizadas que conforman grupos empresariales. Los accionistas fundadores aumentan su poder de voto a partir de las participaciones cruzadas entre las sociedades del mismo grupo, como en el caso del GEA.⁶⁶ Esto es notable en la Bolsa de Valores de Colombia, cuyo incipiente desarrollo se atribuye a la cotización de grupos empresariales, con sus sociedades, como principales emisores.

En un mercado de capital concentrado existe una tensión entre el socio mayoritario y los accionistas minoritarios. El mayoritario tiene los medios y los incentivos para extraer beneficios económicos de la sociedad y buscar que sus objetivos prevalezcan en desmedro del interés de la compañía y de los socios de menor calado.⁶⁷ Si el socio mayoritario se apropia de activos de la sociedad en complicidad con el cuerpo directivo, no es posible obtener una mayoría que apruebe el ejercicio de la acción social de responsabilidad contra los administradores en la asamblea general.⁶⁸ El socio de control

64 Luis H. Gutiérrez, Carlos Pombo y Rodrigo Taborda, "Ownership and control in Colombian corporations", *Quarterly Review of Economics and Finance* 48, n.º 1 (febrero de 2008): 45, <https://doi.org/10.1016/j.qref.2006.01.002>.

65 Beatriz Elena Bedoya Ríos, César Augusto Giraldo Prieto y Jaime Alberto Guevara-Sanabria, "Estructura de propiedad y desempeño financiero de las empresas colombianas desde la perspectiva del accionista controlante", *Panorama Económico* 26, n.º 2. (2018): 228.

66 Gutiérrez, Pombo y Taborda, "Ownership and control in Colombian corporations", 46.

67 Guido A. Ferrarini y Marilena Filippelli, "Independent Directors and Controlling Shareholders Around the World", *SSRN Electronic Journal*, 2014, 10, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2443786>.

68 En este sentido: Carlos Hakim Daccach contra Jorge Hakim Tawil y otros, Superintendencia de Sociedades, 9 de junio de 2016, 800-52 (Colombia).

puede valerse de su mayoría para aprobar créditos a su favor con cargo a las utilidades, transferir activos de la empresa en su beneficio, remunerar a sus familiares con cargo a la compañía; autorizar a los administradores a que actúen en conflictos de intereses, evitar que se decreten dividendos a lo largo del tiempo e impedir la liberación del valor de las acciones en desmedro de los accionistas minoritarios.⁶⁹

En este contexto, la elección de miembros independientes en las juntas directivas por parte de la asamblea general de accionistas se traduce en la extinción de cualquier incentivo para hacer valer tal independencia. En la práctica, los miembros independientes son nombrados y relevados por el grupo de control que impone su mayoría en la asamblea general. Tan es así que, en nuestro mercado, se nombran miembros independientes con el objetivo de tomar decisiones en un sentido determinado. Tal fue el motivo de la constante reestructuración de las juntas directivas de las sociedades del GEA entre finales del 2021 y todo el curso del 2022. Bajo el marco de una independencia formal, el objetivo de los socios controlantes era nombrar miembros que acreditaran los requisitos de independencia del Art. 44 de la ley 964, pero que, al mismo tiempo, garantizaran el cumplimiento de la voluntad de sus nominadores en cada decisión. La elección fue un ejercicio de simple contraste entre las condiciones profesionales y personales de cada candidato y la lista de comprobación que trae la Ley 964. En todos los casos aquí mencionados, el miembro no patrimonial replicó la voluntad del accionista de control.

En Colombia, una de las principales críticas a la figura de los miembros independientes es su origen. La exigencia de miembros no patrimoniales en las juntas directivas nació en los Estados Unidos bajo un contexto de mercado opuesto al de nuestro país. En su mayoría, las sociedades cotizadas que hacen parte del índice S&P 500 tienen una estructura de capital disperso, donde no se destacan grupos significativos de control. Los administradores no se deben a la voluntad de los socios mayoritarios porque no existen. En el derecho anglosajón, las normas de gobierno corporativo nacieron para controlar la función de los gestores y proteger a toda la masa de accionistas que poseen títulos de participación para canalizar su ahorro. Es un mercado donde los socios no ejercen sus derechos políticos y su nivel de influencia en las decisiones de la compañía es inexistente. Bajo este entorno es primordial que las normas garanticen que los administradores cumplan con su deber

69 *Carlos Hakim Daccach contra Jorge Hakim Tawil y otros*, 5-7. En igual sentido: Aurelio Gurrea-Martinez y Oliver Orton, "Hacia un sistema creíble de directores independientes en las sociedades cotizadas latinoamericanas: Una reforma necesaria para promover el desarrollo de los mercados de valores y el crecimiento económico en la región (Toward a Credible System of Independent Directors in Latin American Listed Companies)", *SSRN Electronic Journal*, 2018, 4-5, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3144054>.

de diligencia, mientras que, en un escenario de capital concentrado como el nuestro, es primordial el cumplimiento del deber de lealtad.⁷⁰

La figura de los miembros independientes ha sido cuestionada por su falta de eficacia para prevenir fraudes corporativos y por las dificultades que tiene un miembro no patrimonial para acceder a información sensible de la compañía que permita una supervisión realista.⁷¹ Además, el cargo afronta un importante riesgo reputacional. Las probabilidades de dimisión de un independiente aumentan cuando se prevé que la compañía reportará resultados inferiores a los esperados o que se publicarán noticias adversas; justo cuando más se necesita el ejercicio continuo de sus funciones.⁷² También se reconoce que el nivel de independencia de la junta directiva no tiene correlación específica con el desempeño de la sociedad. En el caso del GEA durante más de 10 años no hubo liberación de valor para el accionista; las sociedades objeto de las OPAS no aumentaron su valor en bolsa desde 2011.⁷³

Es recomendable que nuestro mercado tome como referentes los mecanismos que se han propuesto en la legislación comparada con el fin de reducir la influencia de los mayoritarios en las juntas directivas. En Italia, bajo el sistema de cociente electoral, se reserva un lugar para la lista que recibe el segundo número de votos con el fin de reducir la influencia de los socios controlantes. En España, se fija un esquema de participación proporcional que permite nombrar un "consejero minoritario" como vocero de los intereses de los accionistas de menor representación.⁷⁴ En Israel los socios minoritarios pueden vetar a los administradores independientes.⁷⁵ Incluso en Reino Unido, con sociedades cotizadas de capital disperso, la elección de los miembros independientes exige dos mayorías: las de la asamblea general con todos sus

70 Cándido Paz Ares, "La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo", *InDret*, n.º 4 (2003): 6 y 20, <https://indret.com/la-responsabilidad-de-los-administradores-como-instrumento-de-gobierno-corporativo/>.

71 Larry E. Ribstein, "Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002", *SSRN Electronic Journal*, 2002, 29-31, <https://doi.org/10.2139/ssrn.332681>.

72 María Isabel Sáez Lacave y María Gutiérrez Urriaga, "El mito de los consejeros independientes", *InDret Privado*, n.º 2 (2012): 30, <https://indret.com/el-mito-de-los-consejeros-independientes/>.

73 *Ibidem*.

74 María Isabel Sáez Lacave y María Gutiérrez Urriaga, "El mito de los consejeros independientes", *InDret Privado*, n.º 2 (2012): 26-27, <https://indret.com/el-mito-de-los-consejeros-independientes/>.

75 Lucian A. Bebchuk y Assaf Hamdani, "Independent Directors and Controlling Shareholders", *SSRN Electronic Journal*, 2017, 24, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2741738>.

accionistas y la mayoría de aquellos socios que no hacen parte del grupo de control; estos últimos se denominan accionistas independientes.⁷⁶

CONCLUSIONES

En un esfuerzo por fortalecer la integridad y eficacia de las juntas directivas, Colombia importó la experiencia legislativa de Estados Unidos y la Unión Europea con la Ley 964 de 2005 que exige la inclusión de miembros independientes en las juntas directivas de las sociedades cotizadas. El objetivo fue garantizar un nivel de supervisión y control sobre la administración que reafirme el interés de la sociedad en las actuaciones de quienes gestionan la compañía, sin embargo, la forma como se ejecutan las dinámicas de gobierno corporativo en las sociedades listadas en la Bolsa de Valores de Colombia ha demostrado que la figura de los miembros independientes está lejos de cumplir con sus objetivos.

En nuestro país, el miembro independiente de la junta directiva reproduce los lineamientos del accionista mayoritario. Las OPAs del Grupo Gilinski sobre las sociedades del GEA dejaron en evidencia que para el independiente la prioridad es el interés del accionista que lo nominó para el cargo. El interés de la sociedad es residual y el interés de los minoritarios queda fuera de la agenda. Con la particularidad de que, en Colombia, el rol de accionista minoritario lo ocupan, indirectamente, los usuarios de los fondos de pensiones, las pymes y las personas naturales.

La gran empresa en Colombia tiene su capital concentrado en uno o varios socios mayoritarios que representan un mismo grupo de interés. En este contexto, la gestión de la administración se supervisa y controla por los socios del grupo de influencia dominante. Un representante legal o un miembro de junta independiente que suscriba un interés distinto al del grupo de control mayoritario, sale de su cargo. La verdadera independencia en las juntas directivas de las sociedades cotizadas de nuestro país es muy difícil de lograr.

El verdadero problema de agencia en nuestro contexto de mercado se presenta entre el accionista mayoritario que impone su interés al socio minoritario y en el peor de los casos, incluso antepone su interés personal al de la sociedad. Estamos lejos de cumplir con el principio que sustenta los deberes

76 Gurrea-Martínez y Orton, "Hacia un sistema creíble de directores independientes en las sociedades cotizadas latinoamericanas: Una reforma necesaria para promover el desarrollo de los mercados de valores y el crecimiento económico en la región (Toward a Credible System of Independent Directors in Latin American Listed Companies)", 9.

y la responsabilidad de los administradores, es decir, que las actuaciones de los administradores se deben cumplir en interés de la sociedad.⁷⁷

BIBLIOGRAFÍA

DOCTRINA

Baum, Harald. "The Rise of the Independent Director: A Historical and Comparative Perspective". *Max Planck Institute for Comparative and International Private Law*, n.º 16/20 (2016): 12-13. <http://ssrn.com/abstract=2814978>.

Bebchuk, Lucian A. y Assaf Hamdani. "Independent Directors and Controlling Shareholders". *SSRN Electronic Journal*, 2017. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2741738>.

Bedoya Ríos, Beatriz Elena, César Augusto Giraldo Prieto y Jaime Alberto Guevara-Sanabria. "Estructura de propiedad y desempeño financiero de las empresas colombianas desde la perspectiva del accionista controlante". *Panorama Económico* 26, n.º 2 (2018): 228. <https://revistas.unicartagena.edu.co/index.php/panoramaeconomico/article/download/2236/1831/4799>.

Birkett, Brenda S. "The Development of Corporate Audit Committees: An Historical Overview". *Accounting Historians Journal* 13, n.º 2 (1986). <https://www.jstor.org/stable/40697910>.

Caycedo Velosa, Daniel. "El deber fiduciario del Grupo Argos en la OPA por el GEA | Tercera parte". Semillero de Derecho Societario de la Universidad de los Andes, 1 de junio de 2022. <https://semillerosocietario.uniandes.edu.co/publications/blogs/43-el-deber-fiduciario-del-grupo-argos-en-la-opa-por-el-gea-tercera-parte>.

Eisenberg, Melvin. *The Structure of the Corporation*. Little Brown and Company, 1976.

Ferrarini, Guido A. y Marilena Filippelli. "Independent Directors and Controlling Shareholders Around the World". *SSRN Electronic Journal*, 2014. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2443786>.

Garrido García, José María. "Los consejeros independientes". En *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada Tomo II*, 957. Pamplona: Aranzadi, 2016.

77 En este sentido la Ley 222 de 1995 Art. 23: "Los administradores deben obrar de buena fe, con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios. Sus actuaciones se cumplirán en interés de la sociedad, teniendo en cuenta los intereses de sus asociados". (Negrilla fuera del texto).

- Gordon, Jeffrey N. "The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices". *Stanford Law Review* 59 (2007). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=928100.
- Gurrea-Martínez, Aurelio y Oliver Orton. "Hacia un sistema creíble de directores independientes en las sociedades cotizadas latinoamericanas: Una reforma necesaria para promover el desarrollo de los mercados de valores y el crecimiento económico en la región (Toward a Credible System of Independent Directors in Latin American Listed Companies)". *SSRN Electronic Journal*, 2018. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3144054>.
- Gutiérrez, Luis H., Carlos Pombo y Rodrigo Taborda. "Ownership and control in Colombian corporations". *Quarterly Review of Economics and Finance* 48, n.º 1 (febrero de 2008): 22-47. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2006.01.002>.
- Molina Manzano, Carlos Alberto. "Los Directores Independientes y el Gobierno de las Empresas". *Debates IESA* 11, n.º 4 (2006). https://www.researchgate.net/profile/Carlos-Molina-Manzano/publication/41813974_LOS_DIRECTORES_INDEPENDIENTES_Y_EL_GOBIERNO_DE_LAS_EMPRESAS/links/00b4952950a222b4af000000/LOS-DIRECTORES-INDEPENDIENTES-y-EL-GOBIERNO-DE-LAS-EMPRESAS.pdf
- Paz Ares, Cándido. "La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo". *InDret*, n.º 4 (2003). <https://indret.com/la-responsabilidad-de-los-administradores-como-instrumento-de-gobierno-corporativo/>.
- Ribstein, Larry E. "Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002". *SSRN Electronic Journal*, 2002. <https://doi.org/10.2139/ssrn.332681>.
- Sáez Lacave, María Isabel y María Gutiérrez Urtiaga. "El mito de los consejeros independientes". *InDret Privado*, n.º 2 (2012): 27. <https://indret.com/el-mito-de-los-consejeros-independientes/>.

COMUNICADOS OFICIALES

- Grupo Argos S.A. "Grupo Argos no participará en la oferta pública de adquisición por acciones de Grupo Nutresa". 17 de noviembre de 2022. <https://files.grupoargos.com/uploads-grupo-argos/2022/11/171022-GrupoArgos-Informacion-Relevante.pdf>.
- . "Grupo Argos no participará en la OPA por Grupo Nutresa al concluir que el precio es sustancialmente inferior al valor fundamental de la compañía". 6 de diciembre de 2021. <https://files.grupoargos.com/uploads-grupo-argos/2022/08/grupo-argos-informacion-relevante-06-12-2021.pdf>.

----. "Grupo Argos no participará en la OPA por Grupo Sura toda vez que el precio es considerablemente inferior al valor fundamental de la compañía". 6 de enero de 2022. <https://files.grupoargos.com/uploads-grupo-argos/2022/08/grupo-argos-informacion-relevante-06-01-2022.pdf>.

----. "Grupo Argos no participará en las ofertas públicas de adquisición por acciones de Grupo Sura y Grupo Nutresa". 21 de abril de 2022. <https://files.grupoargos.com/uploads-grupo-argos/2022/08/grupo-argos-informacion-relevante-21-04-2022.pdf>.

----. "Grupo Argos no participará en las OPAs por Grupo Sura y Grupo Nutresa". 22 de febrero de 2022. <https://files.grupoargos.com/uploads-grupo-argos/2022/08/grupo-argos-informacion-relevante-22-02-2022.pdf>.

Grupo de Inversiones Suramericana S.A. "Decisiones de la Asamblea de Accionistas en su reunión extraordinaria—Grupo SURA". Grupo SURA, 29 de junio de 2022. <https://www.gruposura.com/noticia/decisiones-de-la-asamblea-de-accionistas-en-su-reunion-extraordinaria/>.

----. "Decisiones de la Asamblea General de Accionistas en su reunión extraordinaria—Grupo SURA". Grupo SURA, 20 de abril de 2022. <https://www.gruposura.com/noticia/decisiones-de-la-asamblea-general-de-accionistas-en-su-reunion-extraordinaria/>.

----. "La Junta Directiva de Grupo SURA decidió no aceptar la segunda Oferta Pública de la Adquisición (OPA) sucesiva sobre acciones de Grupo Nutresa, presentada por Nugil S.A.S.—Grupo SURA". Grupo SURA, 23 de febrero de 2022. <https://www.gruposura.com/noticia/la-junta-directiva-de-grupo-sura-decidio-no-aceptar-la-segunda-oferta-publica-de-la-adquisicion-opa-sucesiva-sobre-acciones-de-grupo-nutresa-presentada-por-nugil-s-a-s/>.

----. "La Junta Directiva de Grupo SURA decidió no aceptar Oferta Pública de Adquisición de acciones (OPA) de Grupo Nutresa y resalta iniciativas que promoverán en esta inversión de su portafolio—Grupo SURA". Grupo SURA, 13 de diciembre de 2021. <https://www.gruposura.com/noticia/la-junta-directiva-de-grupo-sura-decidio-no-aceptar-oferta-publica-de-adquisicion-de-acciones-opa-de-grupo-nutresa-y-resalta-iniciativas-que-promovera-en-esta-inversion-de-su-portafolio/>.

Grupo Nutresa S.A. "Decisiones de Asamblea". Nutresa: Un futuro entre todos, 4 de enero de 2022. https://gruponutresa.b-cdn.net/wp-content/uploads/2022/08/04012022__Decisiones_de_asamblea.pdf.

----. "Grupo Nutresa decidió no aceptar la OPA de JGDB Holdings S.A.S. por acciones de Grupo Sura". Nutresa: Un futuro entre todos, 5 de febrero de 2022. https://gruponutresa.b-cdn.net/wp-content/uploads/2022/08/05012022_Decisiones_de_Junta_Directiva.pdf.

- . "Grupo Nutresa decidió no aceptar la segunda oferta pública de adquisición de acciones que JGDB Holding S.A.S. lanzó sobre acciones ordinarias de Grupo de Inversiones Suramericana S.A". Nutresa: Un futuro entre todos, 24 de febrero de 2022. <https://gruponutresa.com/wp-content/uploads/2022/08/24022022-Decisiones-de-junta-directiva-OPA.pdf>.
- . "Información Relevante–Decisiones de Asamblea del 21 de abril de 2022". Nutresa: Un futuro entre todos, 21 de abril de 2022. <https://img.lalr.co/cms/2022/04/21174207/20220421-Decisiones-de-asamblea.pdf>.

LEGISLACIÓN Y ACTOS ADMINISTRATIVOS

- Circular Externa 28 de 2007. [Superintendencia Financiera de Colombia] Adopción Encuesta de Mejores Prácticas Corporativas. 11 de mayo de 2007 (Colom.)
- Circular Externa No. 28 de 2014. [Superintendencia Financiera de Colombia] Presentación del Nuevo Código País y Adopción del Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas. 30 de septiembre de 2014 (Colom.)
- Decreto 2555 de 2010. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Art. 6.15.2.1.1 y siguientes. 15 de julio de 2010. [D.O] 47771 (Colom.)
- Ley 964 de 2005 Art. 44. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. Julio 8 de 2005. [D.O] 45.963. (Colom.).
- Oficio 220-208699 de 2023. [Superintendencia de Sociedades] Consecuencias de la abstención del voto de origen voluntario y legal. 24 de noviembre de (Colom.) Disponible en: <https://bibliotecadigital.ccb.org.co/items/cd14e5dc-5662-454a-93fb-92859b51088e>

NOTAS DE PRENSA

- Arango, Tatiana. "Accionistas tendrán la oportunidad de recuperar inversión con nuestra oferta". *La República*, 22 de noviembre de 2021. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/entrevista-con-jaime-gilinski-sobre-la-opa-por-nutresa-3265093>.
- Cajamarca, Iván. "Acciones del GEA no han sido rentables durante los últimos diez años en la bolsa". *La República*, 10 de diciembre de 2021. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/las-acciones-del-gea-no-han-sido-rentables-durante-los-ultimos-diez-anos-en-la-bolsa-3274661>.

- . "Bolsa de Valores de Colombia declaró desierta la tercera OPA de Gilinski sobre Nutresa". *La República*, 8 de septiembre de 2023. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/bolsa-de-valores-de-colombia-declaro-desierta-la-tercera-opa-de-gilinski-sobre-nutresa-3364646>.
- . "Defender el enroque del Grupo Empresarial Antioqueño costaría hasta \$14,1 billones". *La República*, 3 de diciembre de 2021. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/defender-el-enroque-del-grupo-empresarial-antioqueno-costaria-hasta-14-1-billones-3271650>.
- . "El Grupo Gilinski logró una participación de casi 30% en Nutresa tras finalizar la OPA". *La República*, 12 de enero de 2022. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/el-grupo-gilinski-se-acerca-a-una-participacion-de-30-en-nutresa-tras-finalizar-la-opa-3285243>.
- . "Gilinski lanza una tercera ronda de OPA por 12% de Nutresa y 6,5% del Grupo Sura". *La República*, 28 de febrero de 2022. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/gilinski-lanza-una-tercera-ronda-de-opa-por-12-de-nutresa-y-6-5-del-grupo-sura-3313375>.
- . "Jaime Gilinski se queda con 34,5% de Sura, tras finalizar el periodo de la tercera OPA". *La República*, 26 de abril de 2023. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/jaime-gilinski-domina-34-5-del-grupo-sura-tras-finalizar-aceptaciones-de-tercera-opa-3350367>.
- . "Los fondos de pensiones vendieron la totalidad de sus acciones en el Grupo Nutresa". *La República*, 11 de febrero de 2022. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/los-fondos-de-pensiones-vendieron-la-totalidad-de-sus-acciones-en-el-grupo-nutresa-3301501>.
- . "Nueva OPA por Sura aumenta 24,6% el precio frente a la primera oferta". *La República*, 16 de enero de 2022. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/nueva-opa-por-grupo-sura-aumenta-24-6-el-precio-por-accion-de-la-primera-oferta-3287062>.
- . "Renuncia de directivos de Sura fue motivada por intento de aceptar OPA con tres votos". *La República*, 11 de noviembre de 2022. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/renuncia-de-directivos-de-sura-fue-motivada-por-intento-de-aceptar-opa-con-tres-votos-3487969>.
- . "Tercera OPA por Nutresa mejora el precio 63,1% frente a primera oferta". *La República*, 1 de marzo de 2022. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/tercera-opa-por-nutresa-mejora-el-precio-de-compra-63-1-frente-a-la-primera-oferta-3313410>.
- . "Valor ofrecido en tercera OPA está 71,3% por arriba del precio objetivo de Nutresa". *La República*, 17 de marzo de 2022. <https://www.larepublica.co/>

especiales/opa-por-nutresa/valor-ofrecido-en-tercera-opa-esta-71-3-por-arriba-del-precio-objetivo-de-nutresa-3324286.

----. "Valor ofrecido en tercera OPA está 71,3% por arriba del precio objetivo de Nutresa". *La República*, 17 de marzo de 2023. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/valor-ofrecido-en-tercera-opa-esta-71-3-por-arriba-del-precio-objetivo-de-nutresa-3324286>.

Díaz Gamboa, Santiago. "Supersociedades inhabilitó a dos directivos de Sura para votar OPA por Nutresa". *La República*, 5 de noviembre de 2022. <https://www.larepublica.co/finanzas/supersociedades-inhabilito-a-dos-directivos-del-grupo-sura-para-votar-en-opa-por-nutresa-3484306>.

Gómez, Leo Marián. "International Holding Company pagará hasta US\$2.145,7 millones por Grupo Nutresa". *La República*, 6 de octubre de 2022. <https://www.larepublica.co/finanzas/international-holding-company-desembolsaria-hasta-us-2-145-7-millones-por-nutresa-3463260>.

Guerrero, Daniel. "Los buenos sueldos de las juntas del GEA no garantizarán miembros independientes". Bloomberg Línea, 4 de marzo de 2022. <https://www.bloomberglinea.com/2022/03/04/los-buenos-sueldos-de-las-juntas-del-gea-no-garantizaran-miembros-independientes/>.

López Bejarano, Joaquín Mauricio. "El Grupo Gilinski puso una garantía por US\$1.082 millones para respaldar la OPA". *La República*, 19 de noviembre de 2021. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/el-grupo-gilinski-puso-una-garantia-por-us-1-082-millones-para-respaldar-la-opa-3264210>.

Mariño Espinosa, Lilian. "Alta Gerencia de Sura desconoce Acta de Junta y dice que aún no vende". *La República*, 15 de noviembre de 2022. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/sura-senala-que-no-ha-tomado-decision-para-venta-de-las-acciones-de-sura-en-nutresa-3488844>.

----. "La Junta Directiva de Grupo Sura decidió vender el 31% de su participación". *La República*, 15 de noviembre de 2022. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/esta-es-el-acta-de-la-junta-directiva-de-grupo-sura-que-acaba-con-el-enroque-del-gea-3488742>.

Morales Arévalo, Nathalia. "Conozca cómo funciona la estructura accionaria del Grupo Empresarial Antioqueño". *La República*, 12 de noviembre de 2021. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/conozca-como-funciona-la-estructura-accionaria-del-grupo-empresarial-antioqueno-3260728>.

----. "Estos son los mayores accionistas de Nutresa que podrían vender en la OPA". *La República*, 21 de septiembre de 2022. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/quienes-son-los-mayores-accionistas-de-nutresa-que-podrian-vender-en-nueva-opa-3452394>.

- . "Junta de Sura decidió no vender su participación en Grupo Argos a través de la OPA". *La República*, 1 de julio de 2022. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/junta-de-sura-decidio-no-vender-su-participacion-en-grupo-argos-a-traves-de-la-opa-3395439>.
- . "Nueva OPA por Nutresa es hasta 94,6% más alta que primera oferta de Gilinski". *La República*, 21 de septiembre de 2022. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/nueva-opa-es-94-6-43-1-y-23-5-mas-alta-que-las-tres-primeras-ofertas-de-gilinski-3452401>.
- Salazar Sierra, Carolina. "El deber fiduciario de Argos es mandatorio en OPA por Nutresa, según Jaime Gilinski". *La República*, 19 de abril de 2023. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/el-deber-fiduciario-de-argos-es-mandatorio-en-opa-por-nutresa-segun-jaime-gilinski-3345754>.
- . "Jaime Gilinski no liberó los mínimos y la BVC declaró desierta la OPA por Grupo Argos". *La República*, 6 de julio de 2022. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/jaime-gilinski-no-liberara-los-minimos-en-la-opa-que-busca-hasta-32-5-de-argos-3398027>.
- . "La OPA solo alcanzó 7,71% de las acciones de Nutresa y la BVC la declaró desierta". *La República*, 3 de septiembre de 2023. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/la-opa-solo-alcanzo-7-71-de-las-acciones-de-nutresa-y-la-bvc-la-declararia-desierta-3491604>.
- . "Nueva OPA por Nutresa busca hasta 22,8% del emisor y dejaría a Gilinski con 50,4%". *La República*, 18 de enero de 2022. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/nueva-opa-por-nutresa-busca-hasta-22-8-del-emisor-y-dejaria-a-gilinski-con-50-4-3287875>.
- . "Se modificaron los mínimos a adquirir en las segundas OPA por Grupo Sura y Nutresa". *La República*, 28 de febrero de 2022. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/se-modificaron-los-minimos-a-adquirir-en-las-segundas-opa-por-grupo-sura-y-nutresa-3313221>.
- Solorzano Cárdenas, Sofía. "Juez del circuito de Medellín da consideraciones finales en líos de la OPA de Gilinski". *La República*, 10 de febrero de 2023. <https://www.larepublica.co/especiales/opa-por-nutresa/juez-del-circuito-de-medellin-da-consideraciones-finales-en-lios-de-la-opa-de-gilinski-3542174>.
- Vita Mesa, Laura. "Revive el debate sobre los miembros independientes en las juntas directivas de los emisores". *Asuntos Legales*, 7 de marzo de 2022. <https://www.asuntoslegales.com.co/consumidor/revive-el-debate-sobre-los-miembros-independientes-en-las-juntas-directivas-de-los-emisores-3316417>.

