

**EFFECTO DE UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN HOSTIL SOBRE EL
DESEMPEÑO FINANCIERO DE LA COMPAÑÍA: EL CASO DE GRUPO NUTRESA Y
GRUPO SURA EN COLOMBIA**

**EVELYN BEDOYA DORADO
JOHANN AMAURY SERNA ZAPATA**

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA CALI
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
MAESTRIA EN FINANZAS
SANTIAGO DE CALI
2023**

**EFEECTO DE UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN HOSTIL SOBRE EL
DESEMPEÑO FINANCIERO DE LA COMPAÑÍA: EL CASO DE GRUPO NUTRESA Y
GRUPO SURA EN COLOMBIA**

**EVELYN BEDOYA DORADO
JOHANN AMAURY SERNA ZAPATA**

**Trabajo de grado presentado como requisito parcial para optar por el título de
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Director de trabajo de grado: Diego Alejandro Peláez Cadena
Profesión Master of Business Administration**

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA CALI
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
MAESTRIA EN FINANZAS
SANTIAGO DE CALI
2023**

Santiago de Cali, 26 de abril del 2023

Doctor (a)

Fabián Fernando Osorio Tinoco

Decano

Facultad De Ciencias Económicas y Administrativas

Pontificia Universidad Javeriana

Cali

Por medio de la presente estamos entregando a usted el Trabajo de Grado cuyo título es “Efecto de una Oferta Pública de Adquisición Hostil Sobre el Desempeño Financiero de la Compañía: El Caso de Grupo Nutresa y Grupo Sura en Colombia”

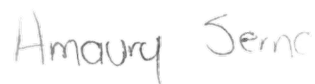
Esperamos que este Trabajo cumpla con los requisitos académicos exigidos y que alcance el propósito para el cual fue elaborado.

Atentamente,



Evelyn Bedoya Dorado

CC 1.144.068.478



Johann Amaury Serna Zapata

CC 1.113.669.582

Santiago de Cali, 26 de abril del 2023

Doctor (a)

Fabián Fernando Osorio Tinoco

Decano

Facultad De Ciencias Económicas y Administrativas

Pontificia Universidad Javeriana

Cali

Por medio de la presente me permito comunicarle, que en mi calidad de director de trabajo de grado he leído detenidamente el informe final del estudio titulado “Efecto de una Oferta Pública de Adquisición Hostil Sobre el Desempeño Financiero de la Compañía: El Caso de Grupo Nutresa y Grupo Sura en Colombia”, realizado por los estudiantes de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad Javeriana Evelyn Bedoya Dorado CC 1.144.068.478 y Johann Amaury Serna Zapata CC 1.113.669.582, y considero que cumple con todos los requisitos requeridos para ser presentada a evaluación.

Atentamente,

Diego Peláez Cadena

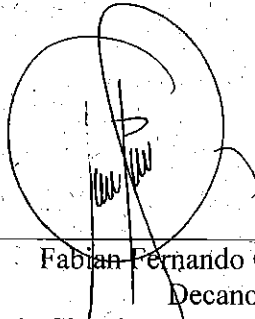
CC 16763150

ARTÍCULO 23 de la resolución N° 13 de julio 6 de 1946

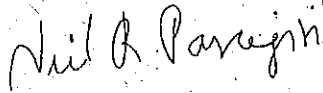
“La Universidad no se hace responsable por los conceptos emitidos por sus alumnos en sus trabajos de Tesis. Sólo velará porque no se publique nada contrario al dogma y a la moral católica y porque la Tesis no contenga ataques o polémicas puramente personales; antes bien, se vea en ellas al anhelo de buscar la Verdad y la Justicia”.

**“EFECTO DE UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN HOSTIL
SOBRE EL DESEMPEÑO FINANCIERO DE LA COMPAÑÍA: EL
CASO DE GRUPO NUTRESA Y GRUPO SURA EN COLOMBIA”**

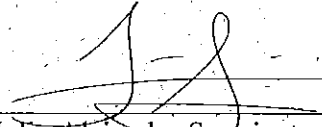
Aprobado por el Comité de Trabajos de Grado en cumplimiento de los requisitos exigidos por la Pontificia Universidad Javeriana para optar por el título de Magíster en Finanzas.



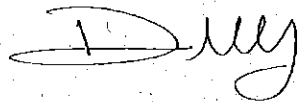
Fabian Fernando Osorio Tinoco
Decano
Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas



Neil Ramaswami Paragiri
Director Maestría en Finanzas



Julio Alejandro Sarmiento Sabogal
Jurado



Diego Alejandro Peláez Cadena
Director del Trabajo de Grado

Santiago de Cali, 24 de julio de 2023

RESUMEN

Este trabajo evalúa el efecto de los eventos asociados a las OPAs que se realizaron por el Grupo Nutresa y por el Grupo Sura sobre su desempeño financiero, por medio del análisis financiero de sus indicadores de rentabilidad, liquidez, deuda y solvencia, estructura de capital y mercado, así como del comportamiento del precio de la acción en el mercado. Se realizó también un análisis cuantitativo por medio de la prueba estadística de los rangos con signo de Wilcoxon para la comparación de ambos años, encontrando diferencias estadísticamente significativas (valor $p < 0.05$) y mejoras en el ROA, ROIC, ROE y en la mayoría de los indicadores del mercado; y disminución en los indicadores de Liquidez Cash y Quick Ratio. Tanto en el análisis financiero como en el análisis cuantitativo se observaron mejores resultados para las compañías durante el año de las OPAs.

Palabras claves: Desempeño financiero, indicadores financieros, OPA, adquisiciones, GEA, Gilinski

ABSTRACT

This study evaluates the effect of the events associated with the takeover bids of Grupo Nutresa and Grupo Sura on their financial performance, through the financial analysis of their profitability, liquidity, debt and solvency ratios, capital structure and market ratios, as well as the behavior of the stock price in the market. A quantitative analysis was also performed by means of the Wilcoxon signed ranks statistical test for the comparison of both years, finding statistically significant differences ($p\text{-value} < 0.05$) and improvements in ROA, ROIC, ROE and in most of the market ratios; and a decrease in the Cash Ratio and Quick Ratio. In both the financial and quantitative analysis, better results were observed for the companies during the takeover bids year.

Keywords: Financial performance, financial ratios, takeover bid, acquisitions, GEA, Gilinski

Tabla de Contenido

1. Introducción.....	15
2. Marco Teórico	18
2.1. Antecedentes.....	18
2.1. Marco conceptual	24
2.2. Marco legal.....	35
3. Objetivos y Metodología	36
3.1. Objetivo general	36
3.2. Objetivos específicos.....	36
3.3. Metodología.....	37
4. Ofertas Públicas de Adquisición	39
4.1. Que son las OPA	39
4.2. Tipos de OPA	41
4.3. Mecanismo de defensa contra las OPA.....	43
5. Análisis Financiero.....	46
5.1. Grupo Nutresa	46
5.2. Grupo Sura.....	51
6. Análisis Cuantitativo.....	58
6.1. Grupo Nutresa	58
6.2. Grupo Sura.....	72
7. Conclusiones	82

8. Referencias.....86

9. Anexos95

Lista de Figuras

Figura 1. Composición accionaria principales grupos del GEA corte junio 2021.....	29
Figura 2. Precio de la acción de Nutresa durante los eventos OPA.....	51
Figura 3. Precio de la acción de Sura durante los eventos OPA.....	57
Figura 4. NPM del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022	59
Figura 5. Margen EBITDA del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022	60
Figura 6. ROA del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022.....	61
Figura 7. ROIC del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022.....	61
Figura 8. ROE del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022	62
Figura 9. CR del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022.....	63
Figura 10. Cash Ratio del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022	63
Figura 11. Quick Ratio del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022.....	65
Figura 12. D/E Ratio del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022.....	65
Figura 13. Interest Coverage Ratio del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022	66
Figura 14. EPS del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022	67
Figura 15. Book Value Per Share del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022	68
Figura 16. Market Value Per Share del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022.....	68
Figura 17. M/B Ratio del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022	69
Figura 18. Estructura de Capital del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022	70
Figura 19. Correlaciones de indicadores financieros evaluados del Grupo Nutresa	71
Figura 20. NPM del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022.....	73
Figura 21. Margen EBITDA del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022	74
Figura 22. ROA del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022.....	74

Figura 23. ROIC del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022.....	75
Figura 24. ROE del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022	76
Figura 25. D/E ratio del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022	77
Figura 26. EPS del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022	77
Figura 27. Book Value Per Share del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022.....	78
Figura 28. Market Value Per Share del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022.....	79
Figura 29. M/B ratio del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022.....	80
Figura 30. Estructura de Capital del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022	80
Figura 31. Correlaciones de indicadores financieros evaluados del Grupo Sura	81
Figura 32. Línea cronológica eventos OPAs	95
Figura 33. Ficha técnica Grupo Nutresa	97
Figura 34. Ficha técnica Grupo Sura	98
Figura 35. Indicadores evaluados Grupo Nutresa.....	104
Figura 36. Indicadores evaluados Grupo Sura.....	105
Figura 37. Estado de resultados Grupo Nutresa.....	106
Figura 38. Estado de situación financiera Grupo Nutresa	107
Figura 39. Flujo de caja Grupo Nutresa.....	108
Figura 40. Estados de resultados Grupo Sura	109
Figura 41. Estados de situación financiera Grupo Sura.....	110
Figura 42. Flujo de caja Grupo Sura.....	111

Lista de Tablas

Tabla 1. Resultados prueba de Wilcoxon Nutresa	58
Tabla 2. Resultados prueba de Wilcoxon Sura	72
Tabla 3. Resumen OPAs por Grupo Nutresa	96
Tabla 4. Resumen OPAs por Grupo Sura	96
Tabla 5. Número de acciones en circulación	96

Lista de Anexos

Anexo A. Cronología de las OPAs realizadas por Grupo Nutresa y Grupo Sura.....	95
Anexo B. Datos de interés de las OPAs realizadas por Grupo Nutresa y Grupo Sura	96
Anexo C. Fichas técnicas Grupo Nutresa y Grupo Sura.....	97
Anexo D. Fórmulas de indicadores de Bloomberg	99
Anexo E. Resultados indicadores de Bloomberg Grupo Nutresa y Grupo Sura	104
Anexo F. Estados financieros Grupo Nutresa y Grupo Sura	106

1. Introducción

En Colombia desde la unificación de la Bolsa de Valores de Bogotá, Medellín y Cali, en el año 2001 bajo el nombre de la Bolsa de Valores de Colombia S.A (Serna & Mora, 2003), las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA) han estado en aumento, como mecanismo para intercambiar propiedades y participación accionaria. Durante las últimas dos décadas se han realizado varias ofertas públicas de adquisición, entre ellas resaltan la OPA por Bavaria en el año 2005 donde SABMiller adquirió el 71.73% en una primer oferta y posteriormente adquirió el 28.23%; la OPA de Almacenes Éxito por Carulla Vivero a comienzos del 2007, Grupo Argos con una OPA en el año 2018 por acciones de la Organización de Ingeniería Internacional Odinsa (Moreno, 2020), y este último año las OPAs realizadas por el grupo Nugil S.A.S., por el Grupo Nutresa S.A de ahora en adelante mencionado como Grupo Nutresa y posteriormente por JGDB Holding S.A.S por el Grupo de Inversiones Suramericana S.A. de ahora en adelante mencionado como Grupo Sura.

En noviembre del 2021 la Bolsa de Valores de Colombia BVC (2021a) informó la acreditación de la constitución de la garantía para realizar la OPA sobre el Grupo Nutresa por parte de Servivalores GNB Sudameris S.A Comisionista de Bolsa, actuando en nombre de Nugil SAS, compañía liderada por Jaime Gilinski, oferta que fue considerada por muchos como hostil por no haberse anunciado previamente con la junta directiva del Grupo Nutresa, y con la cual pretendían adquirir entre 50.1% y 62.62% de las acciones de la compañía, por un valor de hasta US\$1,082 millones. Finalizando noviembre del 2021, se anunció una nueva OPA por parte de JGDB Holding S.A.S actuando igualmente en nombre del Grupo Gilinski, por el Grupo Sura con la cual buscaba conseguir entre el 25.3% y el 31.6% de las acciones (BVC, 2021b). En adelante, para hacer referencia a los ofertantes Nugil S.A.S y JGDB Holding S.A.S se utilizará el nombre “Grupo

Gilinski” ya que ambas empresas realizaron las ofertas de adquisición en nombre de este grupo, el cuál es dirigido por Jaime y Gabriel Gilinski.

Tanto el Grupo Nutresa como el Grupo Sura pertenecen al Grupo Empresarial Antioqueño (GEA), empresas de las más importantes del país, los cuales han funcionado como enroque junto a Grupo Argos, teniendo participación accionaria unas compañías con otras, evitando así que terceros tomen el control del grupo por encima del GEA. Sin embargo, tras las cinco OPAs exitosas realizadas por el Grupo Gilinski con las cuales obtuvo una participación del 30.80% del Grupo Nutresa y del 34.49% del Grupo Sura, consiguió entrar en la junta directiva de las compañías y tener participación y control en los holdings del GEA, convirtiéndose en el segundo accionista mayoritario de Grupo Nutresa después de Grupo Sura (Grupo Nutresa, 2022), y el primero en el Grupo Sura seguido por Grupo Argos.

En septiembre del año 2022, un nuevo anuncio sacudió el mercado colombiano con la OPA presentada por la International Holding Company (IHC) por el Grupo Nutresa, ofreciendo US\$15 por cada acción, un 94.6% mayor a la presentada en la primera oferta del Grupo Gilinski por valor de US\$7.71, buscando obtener una participación accionaria entre el 25% y el 31.25% del Grupo Nutresa. Cabe resaltar que esta compañía está dirigida por el jeque Tahnoon bin Zayed Al Nahya, quien es también el Chairman de la compañía The Royal Group de Abu Dhabi que respaldó las ofertas del Grupo Gilinski (Superintendencia Financiera de Colombia, 2022), sin embargo, esta OPA no alcanzó el umbral mínimo de participación accionaria que buscaban.

Como era de suponerse el conflicto entre el GEA y el Grupo Gilinski por el control corporativo del Grupo Nutresa y del Grupo Sura pasó del mercado de valores a los tribunales, al momento de la presentación de este estudio se conoce que existen varios procesos judiciales en

curso en el Tribunal Superior de Bogotá, Tribunal Superior de Medellín y Tribunal Contencioso Administrativo de Cundinamarca que aún esperan una decisión de los tribunales.

Con los hechos transcurridos durante el año 2022 que tuvieron inicio a finales del año 2021, y los movimientos en la junta directiva de ambos grupos, se han planteado estudios sobre el impacto en el mercado accionario, sin embargo aún queda por evaluar el impacto en el desempeño financiero, por ello, se plantea la pregunta de investigación: **¿Los anuncios de las OPAs del Grupo Gilinski y de la IHC desde noviembre del 2021 y el éxito de varias de ellas durante el año 2022 por el Grupo Nutresa y el Grupo Sura, han tenido efectos en el desempeño financiero de cada compañía?**

Por lo anterior, este estudio planteó evaluar el efecto de estos eventos sobre el desempeño financiero del Grupo Sura y Grupo Nutresa por medio del análisis y comparación del antes y después de los indicadores financieros por trimestre para cada compañía.

Se propuso evaluar indicadores de *rentabilidad* definidos por Kariyawasam (2019) como la capacidad de una empresa de generar beneficios económicos; indicadores de *liquidez*, los cuales permiten observar la rapidez con la que los activos de una organización se transfieren a dinero en efectivo (Kariyawasam, 2019); indicadores de *endeudamiento* o *solventia* con los que se evaluará la capacidad de las compañías de cumplir sus obligaciones financieras (Chiriac, 2015), los indicadores del *mercado de valores* que proporcionan a los accionistas información sobre la posibilidad de recuperar su inversión con la venta de acciones (Álvarez, 2014) y la *estructura de capital* para entender de qué forma las compañías financian sus activos.

2. Marco Teórico

2.1. Antecedentes

De acuerdo con la literatura, una oferta pública de adquisición OPA se hace con el fin de tener control sobre una compañía por medio de la compra de un número significativo de acciones. Berkovitch y Narayanan (1993) plantean que los tres principales motivos por los cuales se realizan OPAs son la sinergia, la agencia y la arrogancia. La sinergia porque los directivos de la compañía que adquiere y la compañía objetivo pueden aumentar las ganancias de todo el grupo de accionistas; motivos de agencia porque el adquiriente puede encontrar la compañía objetivo como la más adecuada para maximizar su beneficio propio, y el motivo de arrogancia, en el cual la compañía que realiza la OPA ha cometido errores de estimación de ganancias y adquiere una compañía con la cual no hay sinergia.

En cuanto a los motivos que llevaron al Grupo Gilinski a realizar la OPA podría pensarse en motivos de sinergia ya que cuentan con compañías del mismo sector del Grupo Nutresa y Grupo Sura como lo son Productos Yupi, GNB Sudameris y Lulo Bank con los cuales se podrían tener complementariedad entre empresas y maximizar beneficios; o motivos de agencia ya que se cree, por la historia de disputas que hay entre el GEA y el Grupo Gilinski (El Tiempo, 1999), que el objetivo final del Grupo Gilinski es llegar a Bancolombia, el banco más grande en Colombia y poder hacer alianza con su propio banco GNB Sudameris, logrando así posicionarse con un porcentaje alto en el mercado de entidades financieras del país.

Por otra parte, una oferta hostil se define como una oferta en la cual los directivos de la compañía objetivo se oponen a una primera oferta y se dice que es exitosa si el oferente adquiere el objetivo de adquisición (Franks & Mayer, 1996). En el contexto de este estudio, la OPA inicial del Grupo Gilinski se consideró hostil porque fue sin previo aviso a la junta directiva de ese

momento y el objetivo era conseguir un porcentaje de participación que le permitiera tener control sobre las compañías (Pearce II & Robinson, 2004), ofreciendo compra de acciones por un precio mayor al del mercado.

Un escenario adecuado para que un grupo de inversionistas realice una OPA ocurre cuando una compañía cotiza en el mercado a precios por debajo de su valor intrínseco, es decir, está subvalorada o hace parte de un mercado de eficiencia débil (Fama, 1970), y ese precio no refleja plenamente la información del activo. Con lo anterior es posible que el Grupo Gilinski busque la adquisición del Grupo Nutresa y Grupo Sura por el potencial de ganancia que pueda tener la compañía y sus títulos (Hyme, 2003) y que consideren que actualmente el precio de estas en el mercado no representa su valor intrínseco.

Lo anterior siguiendo la teoría de eficiencia de mercados planteada en 1970 por (Fama, 1970) el cual presenta tres formas de eficiencia de mercado; eficiencia débil cuando la información de los inversionistas se basan en históricos, por lo cual no podrá obtener precios mayores al promedio del mercado ni podrá hacer predicciones del precio en el futuro (Fama, 1970; García et al., 2014); eficiencia semi-fuerte cuando la información es la conocida por todos los participantes del mercado, es decir, tanto histórica como pública (Fama, 1970; Uribe & Ulloa, 2011), en esta situación no se logra hallar nuevos indicios realizando análisis técnicos pues la información disponible ya la tiene el precio del mercado; y la eficiencia fuerte cuando se dispone tanto de información histórica, pública y privada (Duarte Duarte & Mascareñas Pérez-Iñigo, 2014; Fama, 1970).

La teoría de mercados eficientes se basa en algunos supuestos: los precios son libres (se forman por oferta y demanda), no hay barreras de entrada ni de salida del mercado, el mercado provee toda la información relevante sin costo, los inversionistas usan toda la información

relevante para ellos (Duarte Duarte & Mascareñas Pérez-Iñigo, 2014; Fama, 1970; Pascale & Pascale, 2011). La literatura es amplia en mostrar evidencia empírica sobre la eficiencia de mercados, sin embargo Duarte Duarte & Mascareñas Pérez-Iñigo (2013) y Pascale & Pascale (2011) sugieren que no hay evidencia de eficiencias fuerte en países de menor desarrollo como en Latinoamérica, no obstante, los mercados de México, Brasil, Chile y Colombia si han mostrado mejorías en su eficiencia respecto a los demás países (Duarte Duarte & Mascareñas Pérez-Iñigo, 2014; Ruiz & Garcia, 2020), lo cual puede atraer a inversionistas al país.

Por otra parte, el Grupo Gilinski dependía de cuántos y quienes le venderían las acciones a través de la OPA para alcanzar sus objetivos, como actores de la transacción de venta se tenían a los accionistas mayoritarios (compañías del enroque del GEA), fondos de pensiones y accionistas minoritarios. El principio de señalización en finanzas señala que toda acción financiera resulta en transmisión de información (Mascareñas, 2018), este principio se basa en la asimetría de la información, donde algunos actores tienen información privilegiada respecto al resto y por lo tanto las acciones que tomen servirán de base para los demás.

Podría pensarse que los fondos de pensiones por sus directivos y dueños tengan información que los accionistas minoritarios no, o que basados en la historia y en sus conocimientos tengan mejor manejo de la situación a lo que los accionistas minoritarios (personas individuales) puedan reaccionar e igualar, adicional, se sabe que los fondos de pensiones deben cumplir con expectativas de rentabilidad de sus clientes, por lo que cualquier transacción que deje un margen considerable de ganancias debe ejecutarse.

De acuerdo con Barberis & Thaler (2002) existen estudios donde los inversionistas individuales son más propensos a vender sus acciones cuando estas cotizan con ganancias en relación con su precio de compra, caso presentado en las OPAs del Grupo Gilinski en el cual el

precio ofrecido de compra aumentó en un 126.1% y 85.8% en la tercer OPA por Grupo Nutresa y Grupo Sura respecto al precio anterior a las OPAs; en el cierre de las seis OPAs, los fondos de pensiones decidieron vender un porcentaje considerable de su participación en los grupos (aproximadamente 17% en cada uno).

Siguiendo con el principio de señalización y de conducta financiera, existieron mensajes en el entorno que pudieron influir en las decisiones de venta de los accionistas: la inflación que ha estado en aumento significativo desde el año 2021, la incertidumbre electoral por la cual muchas personas han preferido sacar su dinero del país y la especulación concerniente a que al llegar un inversionista mayoritario disminuyen los títulos flotantes, se pierde liquidez, no hay opciones de compra en el mercado, lo que podría llevar a des enlistar las acciones de la bolsa de valores.

Con el porcentaje de participación adquirido por el Grupo Gilinski en ambos grupos, entró a formar parte del grupo de accionistas patrimoniales y podría tomar decisiones claves para las compañías que tendrían un impacto positivo o negativo en los resultados financieros. La mayoría de los estudios encuentran efectos negativos en los resultados financieros de las compañías tras haber sido adquiridas o fusionadas. Yunus et al. (2021) evaluaron 7 indicadores financieros de 5 compañías listadas en la bolsa de la India que fueron adquiridas, encontrando que cuatro indicadores no tuvieron cambios significativos antes y después de la adquisición y los indicadores del Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE) y rotación de activos, tuvieron un resultado negativo estadísticamente significativo después de la adquisición. Sailou et al. (2017) encontraron que el Return on Assets (ROA) y el Return on Equity (ROE) disminuyeron significativamente en la evaluación de 40 compañías fusionadas o adquiridas en Londres.

En Japón, Fukuda (2020) realizó un estudio de un grupo de compañías adquiridas comparadas con un grupo de control de compañías no adquiridas y evaluó sus indicadores

financieros, encontrando que las adquisiciones deterioraron el Return on Assets (ROA). Así también Tajjali y Amir (2014), Chayed et al. (2021), Pervan et al. (2015) y King et al. (2004) encontraron en sus estudios indicadores financieros con resultados negativos después de las adquisiciones y fusiones o sin diferencias significativas, este último realizando un meta-análisis que incluyó 93 estudios de adquisiciones ejecutadas entre el año 1921 y 2002.

Alcalde y Espitia-Escuer (2002) usaron una metodología diferente a los anteriores, evaluaron el desempeño de las compañías adquiridas por medio de dos variables denominadas performance operativo y performance global, con la primera analizaron los efectos de la OPA sobre su actividad principal y con la segunda el beneficio antes de intereses e impuestos de la sociedad sobre su activo total neto, encontrando empeoramiento en las variables estudiadas en el 76% de las empresas.

Con resultados opuestos, Joshua (2011) encontró que los ingresos brutos y activos netos tuvieron alto desempeño después de la adquisición de las compañías pese a que sus resultados no fueron estadísticamente significativos. Masud (2015) evaluó el sector bancario encontrando que, de los bancos incluidos en el análisis, un porcentaje mayor tuvo resultado positivo sobre el Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE) y Earnings Per Share (EPS) después de la adquisición.

De acuerdo con los resultados hallados en la literatura, existe la posibilidad de que haya un cambio positivo en los resultados financieros de los grupos, un cambio negativo o que no haya cambios significativos. Por lo tanto, se plantea como hipótesis alterna en este estudio: hay diferencias significativas en los resultados financieros de las compañías después de las OPAs.

La Bolsa de Valores en Colombia

Aunque la historia de la Bolsa de Valores de Colombia se remonta hasta principios del siglo XX con la constitución de la Bolsa Popular de Medellín y la Bolsa Comercial de Medellín, no fue sino hasta el 2 de abril de 1929 donde inició la primera rueda de acciones en la Bolsa de Bogotá, con la participación de importantes empresas como Banco de Bogotá, Banco Alemán Antioqueño, Cine Colombia, entre otras (Moreno, 2020).

El 1935 nace la Bolsa de Bogotá como fusión de la antigua Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Bogotá (Alcaldía Mayor de Bogotá, 2018). En el 1961 se crea la Bolsa de Medellín con empresas como Bavaria, Coca Cola, Suramericana, entre otros, posteriormente en 1983 inicia operaciones la Bolsa de Occidente S.A con 11 compañías inscritas (Serna & Mora, 2003).

En 1996 llega el Depósito Centralizado de Valores (Deceval) con un sistema de custodia electrónica de títulos el cual sigue vigente a la fecha, dejando atrás la transferencia de títulos en papel. El 3 de julio de 2001 nace la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) con la integración de la Bolsa de Valores de Bogotá, Medellín y Occidente, con el propósito de una disminución en su estructura de costos y un fortalecimiento en el mercado de activos financieros del país; a esa fecha se tenía 118 empresas emisoras de acciones.

Con la llegada de la BVC se creó un índice único llamado índice General de la Bolsa de Colombia (IGBC) que fue reemplazado el 1 de noviembre del 2013 con el índice COLCAP que refleja la variación de los precios de las acciones más líquidas de la BVC dónde el valor de la capitalización bursátil ajustada de cada compañía determina su nivel de ponderación. La canasta del índice COLCAP está compuesta por mínimo 20 acciones de 20 emisores diferentes (Banco de la República de Colombia, n.d.-a, n.d.-b)

La BVC administra el sistema transaccional para la negociación de acciones, soportada en la plataforma X-Stream de Nasdaq-OMX (Franco, 2012). Todas las compañías registradas están obligadas a proporcionar reportes financieros periódicamente, para que los inversionistas dispongan de suficiente información en la toma de decisiones. Adicionalmente, la BVC hace parte del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), junto con la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS), la Bolsa de Valores de Lima (BVL), la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y los depósitos centralizados de valores de los cuatro países, donde se negocian productos de renta fija, renta variable, divisas o derivados.

A marzo del 2023 existían 16 sociedades comisionistas de bolsa activas, 66 empresas listadas en la BVC, donde las acciones más líquidas que componen el índice COLCAP son Bancolombia, Grupo Sura, Ecopetrol, Grupo Argos, Grupo Nutresa, Grupo Aval, entre otras, alrededor de 8 especies tienen mínima liquidez y el restante no tienen liquidez. Aunque existen alrededor de 545.000 inversionistas, uno de los principales actores del mercado son los Fondos Privados de Pensiones. El volumen promedio de las últimas dos semanas de negociación de acciones fue de 79,090 con un mínimo de 13,307 el 20 de febrero y un máximo de 223,553 el 28 de febrero (cifra expresada en millones de pesos colombianos), que con una TRM de \$4,800 son aproximadamente 16 millones de dólares, comparado con casi 4 billones de dólares que se negocian diariamente en la bolsa de valores de New York NYSE con cerca de 3,200 empresas listadas.

2.1. Marco conceptual

Oferta pública de adquisición (OPA)

Es una oferta realizada de forma pública por alguien que quiere adquirir un número de acciones que le permita tener dominio en las decisiones de una compañía (Fernández et al., 2002)

y una OPA hostil de acuerdo con Pearce II y Robinson (2004) “representa una batalla por el control corporativo” (p. 16).

Grupo empresarial

La definición del grupo empresarial se encuentra en el Código de Comercio de Colombia en la Ley 222 de 1995 en su artículo 28, descrito como:

Habrá grupo empresarial cuando además del vínculo de subordinación, exista entre las entidades unidad de propósito y dirección. Se entenderá que existe unidad de propósito y dirección cuando la existencia y actividades de todas las entidades persigan la consecución de un objetivo determinado por la matriz o controlante en virtud de la dirección que ejerce sobre el conjunto, sin perjuicio del desarrollo individual del objeto social o actividad de cada una de ellas. Corresponderá a la Superintendencia de Sociedades, o en su caso a la de Valores o Bancaria, determinar la existencia del grupo empresarial cuando exista discrepancia sobre los supuestos que lo originan. (Ley 222 de 1995 Por la cual se modifica el Libro II del Código de Comercio, se expide un nuevo régimen de procesos concursales y se dictan otras disposiciones, 1995).

En este trabajo se menciona al GEA Grupo Empresarial Antioqueño, reconocido así por las características de sus inicios, sin embargo, los mismos directivos del GEA cuestionan su denominación como Grupo Empresarial ya que no está registrada como tal ni existe como ente jurídico (Londoño, 2004) y no se comporta como tal pues no hay unidad en la dirección de estas compañías.

Holding

De acuerdo con la Real Academia Española un Holding es una “sociedad financiera que posee o controla la mayoría de las acciones de un grupo de empresas”, es decir, son las relaciones

de capital que permiten a una empresa matriz influir en las actividades de las empresas que conforman el holding, no por gestión del negocio en sí, sino por poseer la mayoría de las acciones de estas y tener voto (Gajewski, 2013). Las Holding no necesariamente tienen empresas que sean de la misma naturaleza u objeto de negocio pues les permite diversificar su capital y disminuir el riesgo, sin embargo en el caso de Grupo Sura el foco son los servicios financieros, ellos mismos se definen como “Somos un gestor de inversiones latinoamericano que desarrolla un portafolio balanceado de inversiones con foco en servicios financieros y afines. Nos orienta el propósito de crear bienestar y desarrollo armónico para las personas, las organizaciones y la sociedad” (Grupo Sura, n.d.). Grupo Sura tiene 3 inversiones: Suramericana, Sura Asset Management y Bancolombia (no controlante).

En Colombia, el holding financiero también está definido como vehículo de inversión, el artículo 3 de la Ley 1870 de 2017 define así:

Se considera como holding financiero a cualquier persona jurídica o vehículo de inversión que ejerza el primer nivel de control o influencia significativa sobre las entidades que conforman un conglomerado financiero. El holding financiero será el responsable por el cumplimiento de lo dispuesto en este título. (Ley 1870 de 2017 Por la cual se dictan normas para fortalecer la regulación y supervisión de los conglomerados financieros y los mecanismos de resolución de entidades financieras, 2017)

Conglomerado

Los conglomerados financieros pueden definirse como un grupo de compañías bajo un control común constituidos por varias entidades de naturaleza similar (Rodríguez, 2002). Weston (1970) resalta la ventaja de los conglomerados financieros como la habilidad de la gerencia para

formular planes financieros eficaces que mejoren las operaciones de las empresas del conglomerado. La dirección del conglomerado está orientada a un crecimiento rápido de beneficios, y mientras ese sea el objetivo principal la gerencia debe realizar adquisiciones de negocios ya que no se tiene el tiempo para construir todo lo necesario para producir nuevos productos (Kuhlman & Duke, 1970).

Tanto la Superintendencia Financiera de Colombia (Circular 42 de 2009), como el Congreso de Colombia con la Ley 1870 de 2017, artículo 2, define al conglomerado financiero como:

Un conglomerado financiero es un conjunto de entidades con un controlante común que incluya dos o más entidades nacionales o extranjeras que ejerzan una actividad propia de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, siempre que al menos una de ellas ejerza dichas actividades en Colombia. El conglomerado financiero está constituido por su controlante y las entidades subordinadas. (Ley 1870 de 2017 por la cual se dictan normas para fortalecer la regulación y supervisión de los conglomerados financieros y los mecanismos de resolución de entidades financieras, 2017).

El Grupo Nutresa es considerado como un conglomerado financiero en Colombia que nació en 1920 y a lo largo del tiempo ha acelerado su proceso de expansión con la adquisición de empresas de gran tradición. Actualmente opera con 8 unidades de negocio relacionados con alimentos, diversificando en términos de mercados, categorías, materias primas y redes de distribución (Grupo Nutresa, n.d.).

Modelo enroque

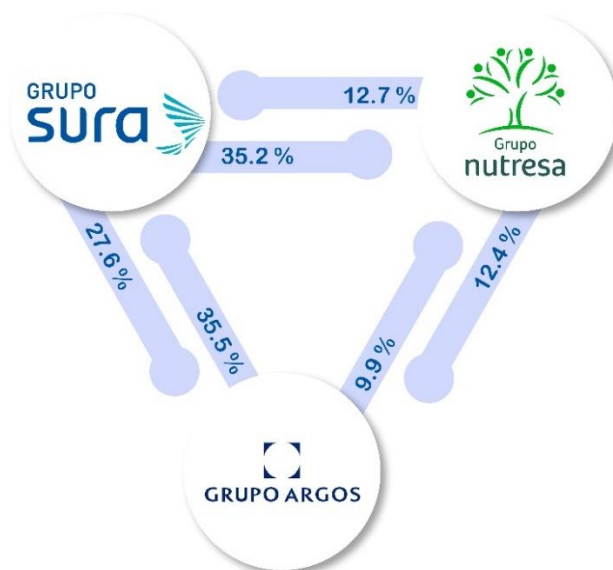
El modelo de enroque o cruce accionario tiene un símil con el modelo japonés de keiretsu el cual hace relación a la composición de agrupaciones interempresariales y a los vínculos de las empresas con participaciones accionarias cruzadas (Lincoln et al., 1996). En el contexto del GEA, no fue algo planeado, surgió como mecanismo de defensa por parte de empresarios antioqueños ante las posibles tomas hostiles de otros grupos económicos como el de Ardila Lulle, Grancolombiano y Santodomingo, así como por parte de los narcotraficantes en los finales de la década de los 80 (Londoño, 2004; Londoño & Acosta, 2004), pero que a diciembre del 2021 seguía funcionando. De acuerdo con Londoño & Acosta (2004) las oportunidades que tiene el modelo de enroque son:

Permite proteger a las compañías menos fuertes, las cuales se han beneficiado por varias vías: en situaciones de recesión, se fortalecen por otras empresas del Grupo; y reciben apalancamiento en la consecución de mercados, recursos, socios y aliados. Permite formar círculos cerrados de confianza entre distintos sectores y empresas, lo cual genera seguridad ante amenazas y fuerzas del mercado desconocidas. Y constituye un apoyo sólido y mutuo entre las empresas del Grupo para crear nuevas compañías en sectores estratégicos para las actividades actuales o futuras. (p.45)

El enroque del GEA antes de las OPAs estaba estructurado de la siguiente forma: Grupo Sura tenía el 35.2% del Grupo Nutresa y el 35.5% del Grupo Argos; el Grupo Nutresa tenía el 12.7% del Grupo Sura y el 12.4% del Grupo Argos; y el Grupo Argos tenía el 27.6% del Grupo Sura y el 9.9% del Grupo Nutresa (ver Figura 1).

Figura 1.

Composición accionaria principales grupos del GEA corte junio 2021



Nota: Elaboración propia. Fuente: Páginas web del Grupo Sura, Grupo Nutresa, Grupo Argos, Superintendencia Financiera. Consultado octubre 2022.

Estado de resultados

Los estados de resultados o estado de pérdidas y ganancias (PYG), son registros contables que detallan las utilidades o pérdidas de una compañía en un determinado periodo. El estado de resultados permite observar tanto los ingresos por actividades ordinarias y extraordinarias como los egresos, también la rentabilidad de la empresa evidenciando el desempeño de esta e identificar en qué partes del proceso se tienen sobrecostos o se pueden realizar ajustes (Romero López, 2014).g

Estado de situación financiera

El estado de situación financiera también llamado balance general se define en el marco conceptual de las NIIF como “el estado de situación financiera y el estado (o estados) de

rendimiento financiero que describen los activos, pasivos, patrimonio, ingresos y gastos de una entidad en resúmenes estructurados que se diseñan para hacer la información comparable y comprensible” (p.44). El balance general tiene a su lado izquierdo los activos, es decir, lo que la empresa posee, desde efectivo, cuentas por cobrar, inversiones a corto plazo, inventarios hasta el activo fijo como planta y equipos. El lado derecho tiene el pasivo y el patrimonio, es decir las obligaciones financieras con proveedores, bancos, acreedores, accionistas, y el capital inicial de los inversionistas junto a las utilidades retenidas (Ehrhardt & Brigham, 2007).

Flujo de caja

El flujo de caja es uno de los principales registros contables de una compañía, en este se reconocen las entradas y salidas de efectivo. Rodríguez-Masero & López-Manjón (2016) define el flujo de efectivo como “la suma del resultado del ejercicio en un periodo de tiempo, más aquellos gastos que no generan salida de tesorería (amortizaciones y correcciones valorativas)”. El flujo de caja resume actividades de operación como la utilidad neta, depreciación, inversiones a corto plazo; actividades de inversión como ventas de activo fijo o inversiones, y actividades financieras las cuales se refieren a la obtención de efectivo a partir de emisión de deuda, acciones o vendiendo inversiones (Ehrhardt & Brigham, 2007).

Desempeño financiero

Es la medida de productividad y eficacia de una compañía (Mohsin et al., 2020). El desempeño financiero se medirá en este estudio a través de indicadores financieros.

Indicadores financieros

Son métricas que las compañías usan para analizar y determinar la salud financiera de la empresa. Estos indicadores se clasifican por categorías que incluyen rentabilidad, liquidez, solvencia, eficiencia y valoración (Harvard Business School Online, 2020).

Indicadores de rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad permiten ver la capacidad de una empresa para generar ganancias (Rist & Pizzica, 2015), así como el resultado operativo producido por las políticas y decisiones tomadas, la administración del activo, la liquidez y la deuda (Ehrhardt & Brigham, 2007).

Net Profit Margin (NPM). El margen de beneficios netos, expresa los beneficios que finalmente quedan después de asumir costos, gastos e impuestos como porcentaje de los ingresos (Rist & Pizzica, 2015). Este indicador muestra qué parte de cada unidad del ingreso obtenido se traduce en beneficio.

Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA) Margin. Las ganancias antes de intereses, impuestos depreciación y amortización EBITDA es un indicador financiero calculado a partir del EBIT eliminando además la depreciación y la amortización (Rist & Pizzica, 2015). El EBITDA se puede interpretar como el flujo de efectivo o beneficios dados por la actividad principal de la compañía (Walsh, 2009), permite saber si el negocio es rentable o no y compararlo con otras compañías para evaluar potencial de inversión o rentabilidad.

Return on Equity (ROE). Rendimiento del capital o rendimiento de fondos propios, mide la rentabilidad de la empresa por la cantidad de beneficios que se generan con lo invertido por los accionistas (Rist & Pizzica, 2015). A nivel de la economía total, el rendimiento de los fondos propios impulsa la inversión industrial, el crecimiento del producto nacional bruto, el empleo, los ingresos fiscales del gobierno, entre otros (Walsh, 2009).

Return on Assets (ROA). El rendimiento sobre los activos, “es la relación entre los ingresos operacionales de una compañía y sus activos totales, permite comparar empresas con diferentes proporciones en sus recursos financieros.” (Mysková & Hájek, 2017). Un aumento del

ROA podría indicar una mejora en el uso de los activos por parte de la empresa, refleja la cantidad de beneficios que puede producir una compañía con sus activos.(Durrah et al., 2016).

Return on Invested Capital (ROIC). Retorno sobre capital invertido “es un cociente entre el resultado operativo y el capital invertido” (Dumrauf, 2010); permite medir que tan eficiente es la gestión de una empresa cuantificando la rentabilidad que genera con respecto al capital que dispone para invertir en sí misma.

Indicadores de liquidez

Estos indicadores miden la capacidad de la compañía para pagar sus obligaciones financieras. Permiten identificar si la empresa está en problemas o si puede realizar pagos de deuda financiera, proveedores, acreedores; también para evaluar si la compañía está en capacidad de crecer a través de adquisiciones (Rist & Pizzica, 2015).

Current Ratio (CR). Conocido como el índice de liquidez o solvencia, mide hasta qué punto el pasivo corriente puede ser cubierto por el activo corriente (Rist & Pizzica, 2015). En otras palabras, mide la capacidad de la empresa para convertir sus activos en efectivo con el fin de pagar las obligaciones financieras a corto plazo. Walsh (2009) sugiere que este indicador no distingue entre tipos de activos corrientes y algunos pueden ser más líquidos que otros, lo cual es una desventaja, pues una compañía puede tener un indicador CR fuerte aun teniendo problemas de liquidez.

Cash Ratio. El indicador de caja o de efectivo, mide que cantidad de efectivo y equivalentes de efectivo hay en la compañía para cubrir el pasivo corriente (Rist & Pizzica, 2015). Este indicador mide la capacidad de la compañía para pagar sus obligaciones a corto plazo sin necesidad de vender ningún activo.

Quick Ratio. Razón rápida o test ácido, es un indicador de liquidez que solo incluye los activos corrientes más líquidos de la empresa (Durrah et al., 2016). Este indicador refleja la capacidad que tiene la empresa para cubrir sus pasivos con activos corrientes como efectivo, equivalentes a efectivo, inversiones a corto plazo o valores negociables.

Indicadores de Deuda y Solvencia

Estos indicadores permiten ver la carga de endeudamiento de la empresa, es decir su apalancamiento. Se evalúan de acuerdo con el momento que está pasando la compañía y de otros factores para definir si sus resultados son buenos o malos (Rist & Pizzica, 2015).

Debts to Equite (D/E). Relación entre deuda y patrimonio, expresa la parte de la compañía que financian sus deudas en comparación con el patrimonio. Una empresa con mucha deuda tendrá un indicador deuda a patrimonio muy alto (Rist & Pizzica, 2015). El objetivo de este indicador es medir la mezcla de fondos en el balance y compararlos.

Interest Coverage. Cobertura de intereses, mide la capacidad de la compañía para pagar los intereses de sus obligaciones financieras y hasta qué punto los ingresos operacionales pueden disminuir antes de que la empresa no sea capaz de cubrir sus gastos anuales financieros. Un indicador bajo sugiere mayor probabilidad de que la compañía no pueda cumplir con el pago de intereses de su deuda (Rist & Pizzica, 2015).

Indicadores de Mercado

Los indicadores de mercado dan una perspectiva sobre el futuro de una compañía y su valor para los inversionistas.

Earnings Per Share (EPS). Beneficios por acción, muestra la parte del beneficio de una empresa asignada a cada acción en circulación (Rist & Pizzica, 2015). No se puede comparar el EPS de una empresa con otra pues una puede tener un número de acciones grande de baja denominación o un número bajo de acciones con una denominación alta. Una empresa puede también decidir aumentar o reducir el número de acciones lo cual modificaría este indicador. El crecimiento del EPS en el tiempo es un dato muy importante en los informes anuales para muchos presidentes, pues tiene una importante influencia en el precio de mercado de la acción (Walsh, 2009).

Market Value Per Share. El valor de mercado por acción es el precio al que los compradores y los vendedores están dispuestos a negociar los activos (Ross et al., 2012).

Book Value Per Share. El valor en libros por acción es el capital total (y no solo el capital común) dividido entre el número de acciones en circulación; es una cifra contable que refleja costos históricos (Ross et al., 2012).

Market/Book (M/B) Ratio. Relación mercado – valor contable. Compara el valor de mercado de las inversiones de la empresa con su costo (Ross et al., 2012). Se puede calcular dividiendo el valor de mercado por acción sobre el valor en libros por acción. Una relación inferior a 1 puede significar que una acción está subvalorada, y si es superior a 1 podría estar sobrevalorada.

Indicadores de Estructura de Capital

Capitalization Ratio/Capital Structure Ratio. La estructura de capital mide cuánto la compañía financia sus activos de capital propio y de deuda a largo plazo. (Rist & Pizzica, 2015).

2.2. Marco legal

Ofertas públicas de adquisición

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. Título 2. Oferta Pública de Adquisición, Artículo 6.15.2.1.1 Obligatoriedad de adquirir a través de una oferta pública de adquisición (Decreto 2555, 2010).

Conglomerados, holdings, grupos empresariales

Ley 222 de 1995 por la cual se modifica el libro II del código de comercio, se expide un nuevo régimen de procesos concursales y se dictan otras disposiciones. Artículo 28. (Ley 222,1995).

Ley 1870 de 2017 por la cual se dictan normas para fortalecer la regulación y supervisión de los conglomerados financieros y los mecanismos de resolución de entidades financieras. Artículo 2,3 y 4. (Ley 1870, 2017).

3. Objetivos y Metodología

3.1. Objetivo general

El objetivo principal de este estudio es evaluar el efecto de las OPAs hostiles por el Grupo Nutresa y el Grupo Sura sobre su desempeño financiero durante el primer año.

3.2. Objetivos específicos

- Caracterizar las ofertas públicas de adquisición, los tipos más frecuentes que se presentan a nivel nacional e internacional y los mecanismos de defensa que existen para las compañías.
- Diagnosticar el desempeño financiero de ambos grupos por medio del análisis de los indicadores financieros para cada trimestre entre el año 2021 y 2022 en los eventos asociados a las ofertas públicas de adquisición e identificar comportamientos inusuales.
- Comparar el antes y después de los indicadores financieros por medio de análisis cuantitativo con pruebas estadísticas, comparando 4 trimestres antes y después del inicio de las OPAs.

3.3. Metodología

En este estudio se evaluó el desempeño financiero de Grupo Nutresa por medio de los indicadores de *rentabilidad*: net profit margin (NPM), earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (EBITDA) margin, return on equity (ROE), return on assets (ROA), return on invested capital (ROIC); *liquidez*: current ratio (CR), cash ratio y quick ratio; *deuda y solvencia*: debts to equity (D/E) e interest coverage; de *valor del mercado*: earnings per share (EPS), book value per share, market value per share y market/book ratio y la *estructura de capital*. Para el Grupo Sura se evaluaron los de *rentabilidad*, *deuda y solvencia*, *valor de mercado* y *estructura de capital* ya que no se contó con información de indicadores de liquidez. El análisis del efecto de las OPAs sobre el desempeño financiero de ambos grupos se realizó en dos secciones:

1. Se analizaron los anteriores indicadores financieros para cada grupo dentro de la línea cronológica de eventos relacionados con las OPAs para validar si hubo comportamientos inusuales asociados a estos (ver Anexo A). Este análisis fue descriptivo y financiero, con el cuál se pudo identificar y diagnosticar la situación en la que se encontraban las compañías en cada momento evaluado de anuncios y movimientos en el mercado y el efecto de las OPAs sobre estas. Además, se evaluó el precio de la acción en cada momento del proceso de las OPAs desde noviembre del año 2021 hasta diciembre del año 2022 para analizar la reacción del mercado durante cada noticia (análisis de eficiencia de mercados y señalización).

2. Se realizó un análisis cuantitativo para comparar los indicadores en los 4 trimestres anteriores a los eventos de las OPAs (enero 2021 – diciembre 2021) y los 4 trimestres posteriores a esto (enero 2022 – diciembre 2022) de la siguiente forma: para Grupo Nutresa y Grupo Sura y para cada uno de los 15 indicadores se tuvieron 2 muestras de tamaño 4. El diseño de este estudio fue comparativo, por lo cual se aplicaron métodos para calcular diferencias en dos muestras

relacionadas o pareadas ya que se trata de una medición antes y después para la misma compañía. Dado el pequeño tamaño de la muestra, fue necesario usar pruebas estadísticas no paramétricas para contrastar los resultados (Fagerland, 2012), y no las pruebas usadas en los estudios de referencias que son paramétricas y se aplican cuando los datos de las muestras cumplen varias condiciones, la principal: que se ajusten a una distribución normal (Gómez-Gómez et al., 2003).

De acuerdo con el comportamiento de los datos de este estudio (tamaño pequeño de la muestra, muestras relacionadas, pareadas o dependientes), la prueba no paramétrica adecuada para usar en este estudio fue la prueba de los rangos con signo de Wilcoxon (Corder & Foreman, 2014; Pappas & DePuy, 2004; Pereira & Leslie, 2010; Pett, 2015). Esta prueba compara las diferencias entre cada par de datos (antes y después) y verifica si siguen una distribución simétrica entorno a un valor, es decir, si no hay diferencias entre el antes y después se espera que giren entorno al cero. Algunos autores sugieren que esta prueba debe comparar las diferencias entre medianas y no medias (McDonald, 2022), y otros incluyendo el software a utilizar en este estudio usan los rangos de diferencia en medias (R Project for Statistical Computing). Un valor p menor a 0.05 fue considerado estadísticamente significativo en las pruebas de comparación y en las correlaciones se consideró significativo un valor p menor a 0.01.

Todos los análisis estadísticos se realizaron en el Software estadístico R Project for Statistical Computing 4.1.1. Los datos de los indicadores fueron tomados del portal Bloomberg, adicional se consultaron en el mismo portal los Estados de Resultados, Estados de Situación Financiera, Flujos de Caja consolidados y los precios de las acciones del Grupo Nutresa y del Grupo Sura para revisar y validar el comportamiento de los indicadores.

4. Ofertas Públicas de Adquisición

4.1. Que son las OPA

Las ofertas públicas de adquisición son un instrumento con el cual un oferente busca una compra significativa de acciones de una compañía en el mercado de valores, ésta es dirigida a personas no determinadas con las cuales desea adquirir derechos de participación o de representación de una sociedad. Rodríguez-Sastre (1975) define las OPAs como “una propuesta de un grupo competidor que puede ser aceptada por los accionistas aún en contra de los deseos de los dirigentes”, es decir, los accionistas están en total libertad de elegir vender o no sus acciones.

Por otra parte, Melo-Velandia et al. (2022) precisan que “las OPAs son operaciones financieras utilizadas como mecanismo para obtener el control de una determinada empresa, ofreciendo un precio mayor al del mercado”, este precio representa una oportunidad de beneficio en especial para los accionistas minoritarios que buscan rentabilidad de la acción ya sea vía dividendos o valorización de la acción en el mercado de valores. Los autores (Easterbrook & Fischel, 1981) definen las OPAs como “la competencia entre equipos corporativos por el derecho de administrar los recursos de la compañía”, en el cual el grupo corporativo que representa una oferta de adquisición supone que podrá realizar una mejor gestión al mando, recuperando la inversión que se realizó, pero además obteniendo ganancias de ella.

Así mismo, para algunos inversionistas las OPAs son de interés cuando quieren aumentar el tamaño de sus holdings y buscan compañías objetivo que le permitan posicionarse como líderes en el mercado de determinado producto o servicio en caso de que la OPA sea exitosa (Jensen, 1986; Piper & Weiss, 1974), o cuando consideran que una compañía será valiosa para su sociedad y pueden generar ganancias en sinergia por sus activos, ingresos, costos, entre otros (Melicher & Rush, 1973; Weston & Mansinghka, 1971).

Para la legislación colombiana una OPA se define en el Decreto 255 de 2010, Título 2. Oferta Pública de Adquisición, Artículo 6.15.2.1.1 Obligatoriedad de adquirir a través de una oferta pública de adquisición como:

“Toda persona o grupo de personas que conformen un mismo beneficiario real, directamente o por interpuesta persona, sólo podrá convertirse en beneficiario real de una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en bolsa de valores, adquiriendo los valores con las cuales se llegue a dicho porcentaje a través de una oferta pública de adquisición conforme a lo establecido en el presente decreto. De igual forma, toda persona o grupo de personas que sea beneficiario real de una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de la sociedad, sólo podrá incrementar dicha participación en un porcentaje superior al cinco por ciento (5%), a través de una oferta pública de adquisición conforme a lo establecido en el presente decreto. Parágrafo 1. Cuando se adelante una oferta pública de adquisición, la misma deberá realizarse sobre un número de valores que represente como mínimo el cinco por ciento (5%) del capital con derecho a voto de la sociedad.”

En resumen, una OPA se puede definir como una operación financiera en la cual un oferente se dirige a todos los accionistas, tanto mayoritarios como minoritarios, manifestando su intención de adquirir un porcentaje determinado de acciones, por lo general a un precio mayor al cotizado en el mercado de valores, con el objetivo de tener participación en la dirección o control de la compañía. Sin importar los motivos del oferente de la OPA, en Colombia, la Superintendencia Financiera de Colombia será la encargada de velar por el control y ejecución de

dicha operación dentro del marco normativo. La oferta debe contener información detallada como el tiempo de duración de la OPA, el precio de compra ofrecido por la acción y el mínimo y máximo de acciones a adquirir.

4.2. Tipos de OPA

Las OPAs hostiles son las más comunes a nivel internacional, sin embargo, existen diferentes tipos de ofertas ya que el objetivo de los adquirientes y la forma en hacer la oferta puede variar.

OPA amistosa

Son ofertas públicas en las cuales tanto el oferente como los socios accionistas de la compañía objetivo tienen un arreglo previo, es decir, ambas partes están de acuerdo en la transferencia de las acciones a un precio negociado con anticipación en busca de generar beneficios para ambos. Las adquisiciones amistosas pueden lograr sinergia, beneficios o ganar participación en el mercado (Ciobanu et al., 2014).

OPA voluntaria

A diferencia de la OPA amistosa, en este tipo de ofertas públicas de adquisición, es la misma junta directiva o socios los que invitan a otros inversionistas a realizar un acuerdo de transferencia o compra de acciones.

OPA hostil

De acuerdo con Aparicio (2007) una OPA hostil sucede “cuando no existe acuerdo de adquisición entre los accionistas de control y el oferente, el oferente dirige la oferta a los accionistas minoritarios para alcanzar el porcentaje que le otorga el control de la compañía”. Las

OPAs hostiles tienen como finalidad obtener el control corporativo de una sociedad, en contra del deseo de los accionistas que tienen dicho control (Puccio, 2001).

OPA competidora

Este tipo de ofertas públicas de adquisición ocurren cuando un segundo oferente lanza una OPA por la misma compañía objetivo por la cual otro oferente ya había realizado previamente una oferta y aún está en plazo de aceptación, es decir, en vigencia y a un precio superior de compra del primer oferente. Este tipo de OPAs suelen ser beneficiosas para los accionistas minoritarios pues el precio de la acción puede llegar a precios más altos que los inicialmente ofertados (Aparicio, 2007).

OPA de exclusión

Este tipo de ofertas públicas de adquisición tiene como objetivo permitir a los accionistas minoritarios vender sus títulos antes de que la compañía deje de estar listada en el mercado de valores. En este tipo de OPA normalmente la contraprestación será en dinero (Aparicio, 2007).

OPA parcial y total

Una oferta pública de adquisición en la cual se desea adquirir un determinado número de acciones menor al total de acciones en circulación se denomina OPA parcial, por lo general este tipo de OPAs están asociadas a las hostiles ya que no es fácil obtener el control total de la compañía. Las OPAs en las cuales se llega a la compra del 100% de las acciones por medio de OPA amistosa o voluntaria, se le conoce como OPA total (Aparicio, 2007).

4.3. Mecanismo de defensa contra las OPA

Mecanismos de defensa preventivos

Modificaciones estatutarias. Los cambios o enmiendas a los estatutos de las compañías se han convertido en estrategias preventivas ante adquisiciones hostiles, conocidas también como Shark Repellent. Tienen el objetivo de evitar que la compañía adquiriente tome rápidamente el control sobre la junta directiva, una de las formas es con la elección escalonada de los miembros de la junta, es decir que no todos los miembros sean elegidos en el mismo año, y así evitar que el adquiriente instale una nueva junta directiva para la transición de la adquisición (Kuchey et al., 2018).

Sin embargo, hay quienes creen que la elección escalonada es más una molestia que un obstáculo para la compañía adquiriente, pues al final muchos miembros de la junta siguen las necesidades de los nuevos accionistas (Pearce II & Robinson Jr, 2004). Otras modificaciones a los estatutos son la prohibición de remoción de directores sin justa causa, mayorías calificadas requeridas para determinados acuerdos y restricciones al ejercicio del derecho de voto (Payet Puccio, 2001).

Indemnizaciones. Las indemnizaciones como estrategia de prevención o *Golden Parachute* son garantías para los ejecutivos actuales de la compañía que será adquirida en caso de que haya una toma del control y puedan ser despedidos o eliminados sus cargos (Hanly, 1992). Algunos autores afirman que estas indemnizaciones buscan alinear los intereses de los altos ejecutivos con los intereses de los accionistas, y así lograr una disminución de la oposición de los ejecutivos hacia las OPA (Hanly, 1992; Payet Puccio, 2001; Pearce II & Robinson Jr, 2004).

Píldoras envenenadas. Las píldoras envenenadas por su término en inglés *poison pills* es una estrategia preventiva que usan las compañías ante una oferta pública de adquisición por un

tercero otorgando derechos especiales a los accionistas en caso de este evento, lo que hace que la transacción de la adquisición sea poco atractiva financieramente para el inversionista adquiriente (Kuchey et al., 2018; Payet Puccio, 2001; Pearce II & Robinson Jr, 2004). Existen dos formas de realizar estas píldoras envenenadas; *flip in* con el cual se le da derecho a los accionistas actuales a adquirir acciones adicionales con un descuento significativo, los accionistas pueden vender las acciones a un precio más alto, aumentar la cantidad de acciones que la compañía adquiriente requiere para tener control de la empresa y así hacer la transacción más difícil para el adquiriente (Kuchey et al., 2018; Pearce II & Robinson Jr, 2004).

Por otro lado, se tiene *flip over* que es el derecho que tienen los accionistas actuales a acceder a acciones de una compañía que ha sido fusionada con otra a un precio por debajo del mercado (Payet Puccio, 2001). Pearce II & Robinson Jr (2004) sostienen que algunos analistas financieros ven esta píldora envenenada como un riesgo financiero para el adquiriente ya que el *flip over* permite la emisión de acciones preferentes lo que equivale a una emisión de bonos o un préstamo que aumenta la deuda de la compañía y por ende el apalancamiento financiero de la misma.

Pez globo. Denominada en inglés blowfish, esta estrategia tiene como objetivo forzar a la compañía a crecer por medio de la adquisición de nuevos activos, el valor de la compañía aumenta pero los activos líquidos disminuyen, lo cual puede hacer que la compañía adquiriente tenga que aumentar su presupuesto financiero para realizar la oferta por una empresa que vale más, o como efecto contrario que la reducción de los activos líquidos de la empresa haga que ésta ya no sea atractiva para adquirirla (Kuchey et al., 2018).

Mecanismos de defensa reactivos

Caballero blanco y escudero blanco o búsqueda de un adquirente amistoso. Esta estrategia conocida en inglés como *white knight and white squire*, tiene como objetivo para la compañía que está siendo foco de OPA hostil, buscar una compañía amistosa que la rescate de dicha OPA haciendo una oferta competidora, a esta compañía con quien los tratos son amigables se le conoce como *white knight*. Por otro lado, están los escuderos blancos o *white squire* que son compañías también amistosas para la compañía objetivo, pero a estas no se les busca para que tomen el control de la empresa sino para que tengan un bloque de acciones y puedan votar a favor (Kuchey et al., 2018; Payet Puccio, 2001).

Las joyas de la corona o transferencia de activos valiosos. *Crown jewels* es una estrategia de defensa que consiste en vender o transferir a un tercero los activos más esenciales de la compañía para que esta sea visible como una compañía poco valiosa y la compañía adquirente retire su oferta (Kuchey et al., 2018). Sin embargo, algunas legislaciones restringen el porcentaje de activos que se pueden disponer a un tercero mientras la compañía es objeto de OPA.

Litigio. Como mecanismo de defensa reactivo ante una OPA se tiene la opción de iniciar acciones ante las autoridades judiciales o administrativas competentes a través de litigios, impugnando la adquisición con base en leyes antimonopolios, efectos de la adquisición, información faltante en las radicaciones de las ofertas, violación de las normas que regulan las OPAs, o violación de las normas del Derecho de la Competencia (Kuchey et al., 2018; Payet Puccio, 2001).

5. Análisis Financiero

5.1. Grupo Nutresa

Iniciando los anuncios de las OPAs por parte del Grupo Gilinski en noviembre 10 del 2021, los indicadores de rentabilidad del Grupo Nutresa presentan decrecimiento en el NPM y margen EBITDA de 107 y 304 pbs respectivamente, siendo estos los ítems más golpeados del 2021-Q3 al 2021-Q4. Para el ROIC y el ROE la disminución es más baja, pues solo caen 15 y 17 pbs respectivamente, únicamente el ROA tiene un crecimiento, de 7 pbs. Para los indicadores de liquidez de la compañía se encuentra que solo el CR tiene una leve caída como consecuencia del aumento en el pasivo corriente, para el Cash ratio y el Quick ratio se observó un crecimiento debido al aumento en el efectivo y el equivalente a efectivo.

Por otro lado, en los indicadores de deuda y solvencia se evidenció una disminución para D/E debido a un aumento en el capital social y para el Interest Coverage por una reducción en el ingreso operacional y un aumento en el gasto de intereses. En los indicadores de mercado, el EPS disminuyó, pero el Book Value Per Share aumentó debido al crecimiento del capital ordinario total, el Market Value Per Share también incrementó debido a un aumento en el valor de la empresa en el mercado, manteniendo el mismo número de acciones en circulación como consecuencia de lo anterior el M/B también mejoró. En lo que respecta a su estructura de capital se mantuvo estable para el cierre del año 2021.

Es de anotar que en este periodo que comprende desde octubre a diciembre del 2021 solo se realizó el anuncio de la primera OPA por parte del Grupo Gilinski por el Grupo Nutresa, el periodo de aceptación se extendió hasta el 12 de enero del 2022, por lo cual durante este trimestre no hubo resultados definitivos de la OPA, ni cambios en la junta directiva del Grupo. Con lo anterior no se podría concluir que estos sucesos tuvieron algún impacto dentro de los indicadores.

En cuanto al comportamiento del precio de la acción, el precio promedio del año 2021 estaba en \$22,578, con un promedio mínimo mensual de \$21,583 en septiembre y un promedio máximo mensual de \$24,102 en enero, hasta el periodo inicial de aceptación de la OPA (del 29 de noviembre al 17 de diciembre), donde el promedio de precio de la acción en el mercado aumentó un 25.6% quedando en \$28,352 en diciembre (ver Figura 2).

Para el primer trimestre del año 2022, se observó un repunte en todos sus indicadores de rentabilidad, donde se destacan el NPM que creció 427 pbs y el margen EBITDA que subió 334 pbs debido al incremento del ingreso operacional. El ROE creció 78 pbs, el ROIC y el ROA crecieron más de 30 pbs. En cuanto a los indicadores de liquidez, el Cash Ratio fue el más afectado debido a que en el primer trimestre del año, el efectivo de la compañía disminuyó considerablemente (43%), para el Quick ratio también se observó una disminución asociada al detrimento del efectivo y el CR se mantuvo estable.

Además, el Interest Coverage registró un aumento el cual se debió al crecimiento del ingreso operacional con respecto al cuarto trimestre del 2021, el D/E permaneció estable durante todo el año 2022. En lo que respecta a los indicadores de mercado, el principal indicador que presentó un crecimiento fue el EPS pues para el primer trimestre del año 2022 se aumentó el beneficio para los accionistas, ya que sus acciones representaban una mayor ganancia debido al aumento del precio de la acción que hubo en ese trimestre. El Market Value Per Share tuvo un aumento gracias al incremento de valor de la empresa en el mercado, manteniendo el mismo número de acciones en circulación durante todo el periodo de análisis, arrastrando consigo el crecimiento del M/B; el Book Value Per Share también se ajustó levemente. Por otra parte, su estructura de capital se mantuvo estable durante todo el año 2022.

Durante el primer trimestre del año 2022, el 17 de enero se presentaron los resultados de la primer OPA en la cual el Grupo Gilinski logró adjudicarse el 27.69% del Grupo Nutresa, además ese mismo día anunció la segunda OPA por el Grupo y la BVC informó la radicación de la garantía por esta OPA a finales del mes de enero. En esta segunda OPA, el Grupo Gilinski logró adjudicarse un 3.11% más de participación accionaria, llegando a un total de 30.79%, con la cual se convierte en miembro patrimonial y el segundo mayor accionista del Grupo Nutresa, solo por debajo del Grupo Sura. El 28 de febrero, día que se conocen los resultados anteriores, el Grupo Gilinski anuncia una tercera OPA, para la cual la BVC notifica la radicación de la garantía el 25 de marzo.

Después del anuncio de la segunda OPA por este grupo el precio de la acción quedó congelado en \$27,000 hasta el 27 de enero que se radicaron las garantías de acuerdo con la BVC. Después de esto, el precio de la acción aumentó en un 51% pasando de \$27,000 a \$40,680 y se mantuvo todo febrero con un promedio de \$40,825. Tras el tercer anuncio del Grupo Gilinski el 28 de febrero, y la radicación de garantía en la BVC el 25 de marzo, el precio de la acción se congeló todo marzo en \$44,220 y aumentó un 3.6% en el primer día de transacciones en el mercado por esta acción el 31 de marzo (ver Figura 2).

Al iniciar el segundo trimestre del año 2022, después de los anuncios de las OPAs y la nueva junta directiva ya con el Grupo Gilinski dentro de ella, algunos indicadores de rentabilidad descendieron, arrastrado principalmente por el NPM, el cual cayó 304 pbs y el margen EBITDA que se redujo en 92 pbs. Aunque el principal rubro que creció fue el ROE con 62 pbs, el ROA y el ROIC también crecieron en 28 y 36 pbs respectivamente. En todos los indicadores de liquidez, se evidenció un comportamiento estable para los tres primeros trimestres del año 2022. Para el indicador de deuda y solvencia, Interest Coverage disminuyó levemente debido al aumento del gasto de intereses y la reducción del ingreso operativo.

Los indicadores de mercado mostraron una disminución en el EPS pues en ese trimestre se disminuyó el beneficio de los accionistas, ya que sus acciones representaban una menor ganancia, en cuanto al Book Value Per Share se ajustó nuevamente al alza debido al aumento del capital ordinario total. El Market Value Per Share cayó por la disminución del valor de la empresa en el mercado empujando consigo al M/B, lo cual se puede asociar a que no se realizaron nuevos anuncios de OPAs que presionaran el precio de la acción al alza como en el trimestre anterior.

A mediados del segundo trimestre del año 2022, se concluyó el plazo por la tercera OPA del Grupo Gilinski sobre el Grupo Nutresa declarándose desierta por no alcanzar la meta mínima de participación accionaria la cual era 9.6%, pues solo se llegó a un 0.55% de aceptaciones y los títulos no se adjudicaron. Respecto al precio de la acción, este aumentó a un promedio en el mes de abril de \$46,830. Tras el anuncio de los resultados de la tercer OPA, el precio de la acción cae pasando de \$49,590 el 16 de mayo a \$44,000 el 17 de mayo y alcanzando mínimos de \$37,000, finalmente llegando a un promedio en mayo de \$45,164 (ver Figura 2).

Para comienzos del tercer trimestre del año 2022 los indicadores de rentabilidad repuntaron nuevamente, especialmente el margen EBITDA el cual aumentó 125 pbs llegando a 13.01% siendo la mejor cifra para el año 2022 gracias al incremento en los ingresos operativos. El ROE y el ROIC crecieron un 43 y 47 pbs individualmente y el de menor crecimiento en el periodo fue el ROA que se incrementó solo en 16 pbs, excepto el NPM que disminuyó en 33 pbs. El indicador Interest Coverage disminuyó debido al incremento del gasto de intereses. En cuanto a los indicadores de mercado tanto para EPS y el Book Value Per Share permanecieron estables para el tercer trimestre del año 2022, el Market Value Per Share se ajustó levemente a la baja impulsando consigo al M/B.

Al finalizar el tercer trimestre del año, el Grupo Nutresa nuevamente fue sorprendido por el anuncio de una nueva OPA, pero esta vez por la International Holding Company (IHC) de

Emiratos Árabes Unidos liderada por el Jeque Tahnoon bin Zayed Al Nahyan el cual también lidera el Royal Group, compañía que apoyaba al Grupo Gilinski en anteriores OPAs, con esta noticia, el precio de la acción se congeló en \$36,980.

En el último trimestre del año 2022 los indicadores de rentabilidad disminuyeron, especialmente el margen EBITDA, el cual perdió 340 pbs ubicándose en 9.61%, la cifra más baja para el año debido a la reducción del ingreso operativo. El ROE disminuyó 75 pbs, seguidos por el ROA y el ROIC que disminuyeron 28 y 27 pbs respectivamente. El NPM permaneció igual al trimestre anterior. En los indicadores de liquidez se observó un crecimiento liderado por el CR debido a un aumento en los activos corrientes del Grupo, el Cash Ratio y el Quick Ratio mejoraron debido a un aumento del 71% en el efectivo.

Para el indicador de deuda y solvencia, el Interest Coverage se redujo debido al aumento del gasto de intereses y la reducción del ingreso operativo. En cuanto a los indicadores de mercado el EPS disminuyó debido a la pérdida de beneficio para los accionistas; el Book Value Per Share se ajustó al alza debido al aumento del capital ordinario total, así como el Market Value Per Share el cual aumentó manteniendo el mismo número de acciones en circulación y por ende el indicador M/B tuvo la misma tendencia de crecimiento.

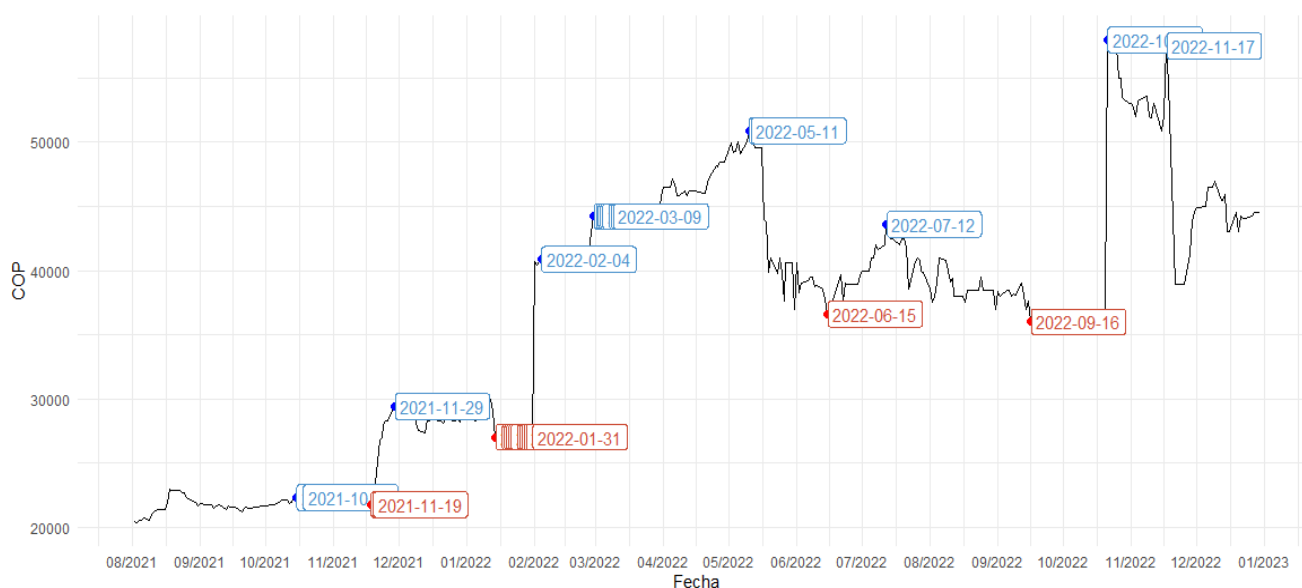
Iniciando el último trimestre del año 2022, la BVC informó sobre la radicación de garantías de la OPA por parte de IHC que buscaba entre un 25% y 31% de participación accionaria por el Grupo Nutresa, iniciando el periodo de aceptación el 3 de noviembre, el cual no se postergaría y finalizaría el 18 de noviembre del 2022 donde se declararía desierta. El precio de la acción tuvo alta volatilidad durante este trimestre, alcanzando un precio máximo de \$57,990, después de anunciada la OPA por el IHC, un 56.8% más que el último precio registrado el trimestre anterior,

y un mínimo de \$36,980 en octubre, aunque finalmente cerró el trimestre con un precio promedio de \$45,307 (ver Figura 2).

El año 2022 cerró con una nueva Junta Directiva la cual inició funciones desde el 3 de octubre de 2022 e irá hasta el 31 de marzo de 2024; el Grupo Gilinski logró quedarse con 3 de los 7 puestos (2 patrimoniales y 1 independiente) de esta nueva junta.

Figura 2.

Precio de la acción de Nutresa durante los eventos OPA



Nota: Elaboración propia. Datos tomados de Yahoo finance.

5.2. Grupo Sura

Para los indicadores de rentabilidad se evidenció que el segundo trimestre del año 2021 el NPM y el margen EBITDA alcanzaron su mejor cifra desde la pandemia. Después de esto en el cuarto trimestre del año 2021 se observó una disminución en el margen EBITDA de 293 pbs

respecto al trimestre anterior debido al desplome en el ingreso operacional, pero para todos los demás indicadores se presentó un aumento. El ROIC y el ROE fueron los que más crecieron, con un incremento de 119 y 163 pbs respectivamente, para el ROA el aumento fue de 60 pbs y el NPM subió 21 pbs.

Continuando con los indicadores de deuda y solvencia se observó que el D/E se mantuvo estable para todo el año 2021. En los indicadores de mercado, el EPS logró su mejor dígito en el segundo trimestre el año 2021, disminuyendo paulatinamente en el tercer y cuarto trimestre, ya que las acciones representaban un menor beneficio para los accionistas. Con respecto al Book Value Per Share y el Market Value Per Share crecieron en el tercer y cuarto trimestre gracias al aumento en el capital ordinario total y al crecimiento del valor de la empresa en el mercado, compensando el aumento en el número de acciones en circulación durante el último trimestre del año, como resultado el M/B se impulsó también. Para la estructura de capital del Grupo Sura, se evidenció que tuvieron un comportamiento estable durante todos los periodos del análisis.

El anuncio de la primer OPA por parte del Grupo Gilinski por el Grupo Sura llegó a finales del mes de noviembre, donde semanas después la BVC informa la radicación de las garantías por dicha OPA en la cual reposaba el cuadernillo con los objetivos, precio a pagar, tipo de acciones a adquirir (ordinarias) y periodo de ejecución, no se podría concluir que estas noticias tuvieron efectos en los indicadores financieros del Grupo Sura para el último trimestre del año 2021 por ser en la finalización del año. Sin embargo, el precio de la acción en el mercado si se vio afectado por estos anuncios, el promedio del precio de la acción del año 2021 hasta antes de comenzar el periodo de aceptación de ofertas el 17 de diciembre del 2021 fue de \$21,263, con mínimos de \$17,300 en julio y máximos de \$25,380 iniciando año en enero, el primer día del periodo de

aceptación de ofertas el precio de la acción tuvo un aumento del 35.9% pasando a \$28,890 y manteniendo un promedio mes en diciembre de \$27,170 (ver Figura 3).

En el primer trimestre del año 2022 destacaron el NPM el cual aumentó 208 pbs, debido a un aumento en el beneficio neto, pero el margen EBITDA tuvo una caída, pues bajó 520 pbs debido a la disminución en el ingreso operativo (presentó pérdidas), aunque el ROA creció solo 31 pbs, el ROIC y el ROE crecieron 52 y 75 pbs. El indicador de deuda y solvencia D/E ratio permaneció estable en los primeros tres trimestres del año. En los indicadores de mercado se registró un aumento en todos sus ratios, encabezándolo el Market Value Per Share en el cual se mantuvo estable el número de acciones en circulación con respecto al trimestre anterior, pero se evidenció un crecimiento en el valor de la compañía, lo cual también se ve reflejado en el crecimiento del EPS, y un ajuste al alza en el Book Value Per Share mejorando consigo el M/B, relacionado con los anuncios y resultados de las primeras OPAs que ocasionaron movimientos en el mercado con alza en el precio de la acción.

A solo 14 días de iniciado el año 2022 se conoció que la primer OPA del Grupo Gilinski fue exitosa y se adjudicarían títulos por un 25.42% del Grupo Sura, este mismo día también se lanzó una segunda OPA, donde semanas después la BVC confirmó la radicación de la garantía y reveló el objetivo principal del Grupo Gilinski el cual era ser el accionista mayoritario de dos de las principales compañías del GEA. A finales del mes de febrero el Grupo Gilinski anunció una tercera OPA por el Grupo Sura, una semana después el 4 de marzo del 2022 se conocieron los resultados de su segunda OPA con la cual logró adjudicarse 7.74% de los títulos, logrando tener más del 30% del Grupo Sura convirtiéndolo miembro patrimonial y en el accionista mayoritario de la compañía por encima del Grupo Argos y Grupo Nutresa, en la cual ya era el segundo accionista mayoritario.

El 25 de marzo, antes de finalizar el primer trimestre del año la BVC anunció la radicación de la garantía de la tercer OPA del Grupo Gilinski por el Grupo Sura. Para este primer trimestre del 2022 el precio de la acción cerró enero con un promedio de \$28,275 y después de la radicación de garantías para la segunda OPA aumentó un 27.6% quedando en un promedio de \$36,081 en el mes de febrero. Durante marzo del 2022 donde se da el anuncio de la tercer OPA y la radicación de la garantía de esta ante la BVC, el precio de la acción queda congelado en un valor de \$31,950 todo el mes (ver Figura 3).

Para el segundo trimestre del año 2022 terminó la tercer OPA del Grupo Gilinski que le otorgó un 2.99% de títulos adicionales del Grupo Sura alcanzando un total de 34.5%, logrando infiltrar el enroque accionario del GEA que por años permaneció en el poder de algunas familias antioqueñas, convirtiéndose en el nuevo accionista mayoritario en el Grupo Sura; los indicadores de rentabilidad registraron un repunte, principalmente por el crecimiento en el ingreso operativo después de un trimestre anterior en el que se registraron pérdidas, destacándose el margen EBITDA el cual creció 813 pbs ubicándose en 19.22% y el NPM que incrementó 181 pbs alcanzando un porcentaje de 18.20% siendo esta la mejor cifra del año.

El ROIC y el ROE crecieron cerca de 30 pbs y el ROA aumentó 13 pbs. Dicho repunte en los indicadores de rentabilidad, también se sintieron en algunos indicadores de mercado, impulsada por un crecimiento en el valor de la compañía reflejado en un EPS mejor que el del trimestre anterior. El Market Value Per Share creció manteniendo el mismo número de acciones en circulación, se ajustó un incremento del Book Value Per Share mejorando el M/B.

El precio de la acción durante este trimestre empieza con un promedio en abril de \$36,802 con máximos de \$41,000 con los resultados de la tercer OPA del Grupo Gilinski. El precio de la

acción aumenta durante mayo a un promedio de \$42,465 alcanzando máximos de \$46,200 durante este mes, motivados por una posible cuarta OPA por el Grupo Sura. Sin embargo, durante el segundo trimestre no se presentaron más ofertas de adquisición por el Grupo. Este trimestre cierra con un promedio en el precio de la acción de \$40,171 (min: \$35,500, max: \$57,780) (ver Figura 3).

En el tercer trimestre del año 2022 todos los indicadores de rentabilidad presentaron un detrimento, destacándose el margen EBITDA el cual tuvo la mayor caída en lo corrido del año con 890 pbs ubicándose en 10.32% debido a que se registró pérdida en el ingreso operacional de la compañía afectando consigo el NPM que disminuyó 500 pbs alcanzando la cifra más baja en el año, trimestre en el cual también se reconoció disminución en el ingreso neto. El ROE perdió 17 pbs, el ROA y el ROIC se redujeron en 11 y 7 pbs.

Después del rebote del segundo trimestre de los indicadores de mercado, en el tercer trimestre cayeron, a pesar de que se reconoció una disminución en el número de acciones circulantes. Esta caída se reflejó en el EPS y en el Market Value Per Share que junto con el aumento del Book Value Per Share hicieron que el M/B disminuyera. Sin más anuncios en el mercado bursátil sobre ofertas de adquisición por el Grupo Sura durante este trimestre, el precio de la acción cae a un promedio mensual en julio de \$40,590, en agosto de \$39,607 y en septiembre de \$38,093, cerrando con un promedio trimestral de \$39,414, un 1.9% menos que el segundo trimestre del 2022 (ver Figura 3).

Para el último trimestre del año 2022 en los indicadores de rentabilidad se destaca el margen EBITDA el cual creció 1530 pbs alcanzando una cifra de 25.62%, siendo la mejor cifra en los últimos dos años, gracias al aumento del ingreso operacional que en el trimestre anterior

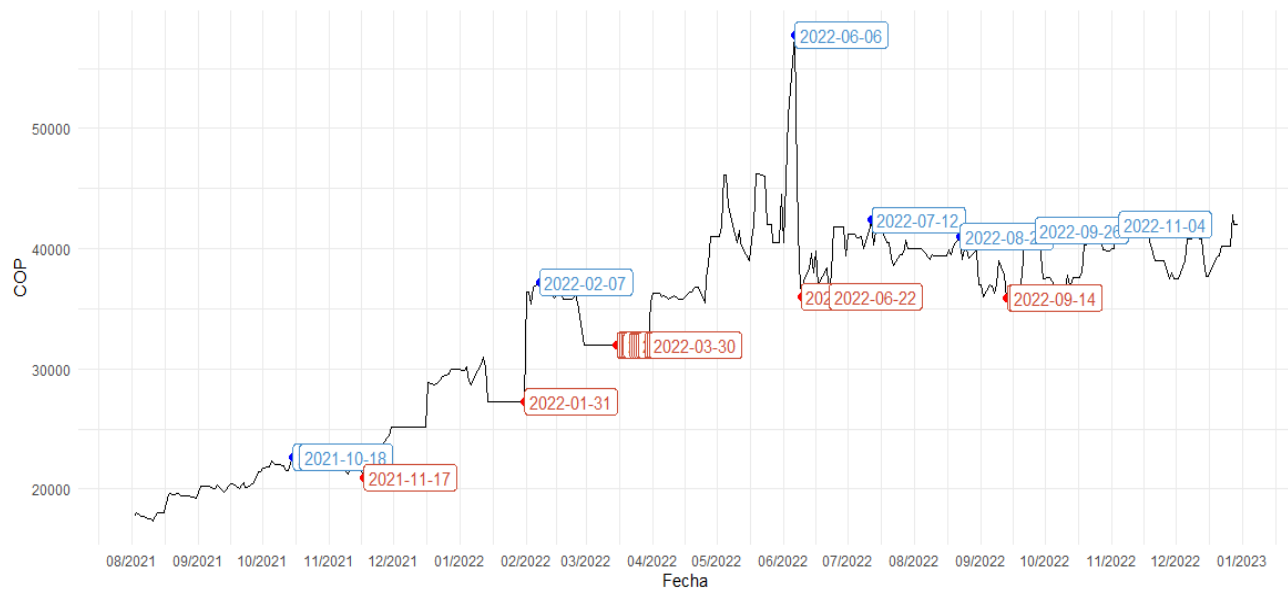
registró pérdidas impulsando consigo un aumento de 394 pbs en el NPM. El ROIC creció 84 pbs y el ROE 64 pbs, el indicador de menor crecimiento fue el ROA que solo registró un aumento de 13 pbs. El indicador de deuda y solvencia D/E tuvo una disminución, ubicándose en 29.21 la cifra más baja en el año debido a una disminución de la deuda de corto y largo plazo.

En los indicadores de mercado, el EPS registró un aumento considerable debido al incremento del beneficio neto disponible para los accionistas, manteniendo el mismo número de acciones en circulación. El Book Value Per Share disminuyó debido a una reducción en el capital ordinario total. El Market Value Per Share tuvo un aumento por el crecimiento del valor de la empresa en el mercado, haciendo que el M/B también creciera.

En el cierre del año 2022 no se presentaron más ofertas públicas de adquisición, con respecto al precio de la acción en el mes de octubre cotizó a un mínimo de \$36,700 y un máximo de \$41.480 con un promedio de \$38,743. En el mes de noviembre alcanzó un promedio de \$40,376 con mínimos de \$37,530 y un máximo de \$42,000. En el mes de diciembre logro un máximo de \$42,800 y un mínimo de \$37,500 con un promedio de \$40,014. Con respecto al año corrido el precio de la acción paso de \$29,900 a \$42,000 lo cual representa un crecimiento del 40.47%.

Figura 3.

Precio de la acción de Sura durante los eventos OPA



Nota: Elaboración propia. Datos tomados de Yahoo finance.

Todos los indicadores y la información financiera con la cual Bloomberg los construyó, y con la cual se profundizó el análisis se encuentran en los anexos (ver Figura 23-30).

6. Análisis Cuantitativo

6.1. Grupo Nutresa

Los 15 indicadores de desempeño fueron evaluados un año antes de las OPAs (año 2021) y el año donde se realizaron las cuatro OPAs por el Grupo Nutresa (año 2022) con el fin de identificar si los eventos relacionados a las OPAs tuvieron algún efecto en los indicadores de cada trimestre.

Tabla 1.

Resultados prueba de Wilcoxon Nutresa

Indicador	Hipótesis	Valor P	Resultado
NPM	<i>Hay diferencias significativas en el NPM antes y después de las OPAs</i>	0.8857	Hipótesis Rechazada
Margen EBITDA	<i>Hay diferencias significativas en el Margen EBITDA antes y después de las OPAs</i>	0.8857	Hipótesis Rechazada
ROA	<i>Hay diferencias significativas en el ROA antes y después de las OPAs</i>	0.0285	Hipótesis Aceptada
ROIC	<i>Hay diferencias significativas en el ROIC antes y después de las OPAs</i>	0.0285	Hipótesis Aceptada
ROE	<i>Hay diferencias significativas en el ROE antes y después de las OPAs</i>	0.0285	Hipótesis Aceptada
CR	<i>Hay diferencias significativas en el CR antes y después de las OPAs</i>	0.6857	Hipótesis Rechazada
Cash Ratio	<i>Hay diferencias significativas en el Cash Ratio antes y después de las OPAs</i>	0.0284	Hipótesis Aceptada
Quick Ratio	<i>Hay diferencias significativas en el Quick Ratio antes y después de las OPAs</i>	0.0371	Hipótesis Aceptada
D/E	<i>Hay diferencias significativas en el D/E antes y después de las OPAs</i>	0.1143	Hipótesis Rechazada
Interest Coverage	<i>Hay diferencias significativas en el Interest Coverage antes y después de las OPAs</i>	0.3429	Hipótesis Rechazada
EPS	<i>Hay diferencias significativas en el EPS antes y después de las OPAs</i>	0.3429	Hipótesis Rechazada
Book Value Per Share	<i>Hay diferencias significativas en el Book Value Per Share antes y después de las OPAs</i>	0.0285	Hipótesis Aceptada
Market Value Per Share	<i>Hay diferencias significativas en el Market Value Per Share antes y después de las OPAs</i>	0.0285	Hipótesis Aceptada
M/B Ratio	<i>Hay diferencias significativas en el M/B antes y después de las OPAs</i>	0.0285	Hipótesis Aceptada
Estructura de Capital	<i>Hay diferencias significativas en la Estructura de Capital antes y después de las OPAs</i>	0.1143	Hipótesis Rechazada

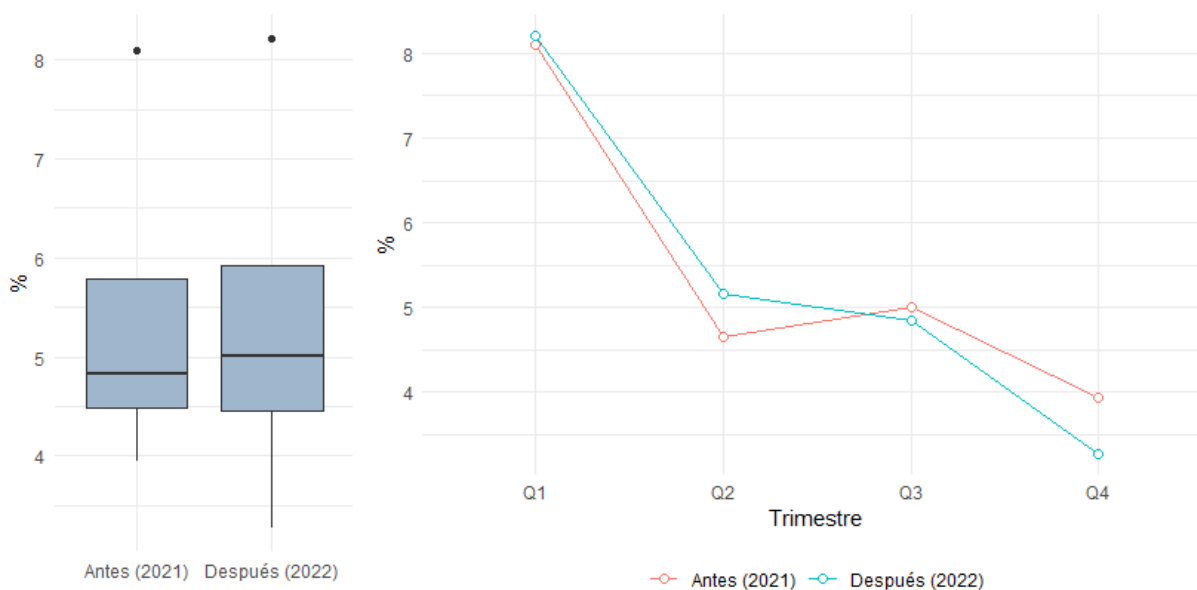
Nota: Elaboración propia. Resultados tomados de ejecución prueba estadística en R Project.

Se encontraron diferencias estadísticamente significativas en el ROA, ROIC, ROE, Cash Ratio, Quick Ratio, Book Value Per Share, el Market Value Per Share y el M/B.

El NPM estuvo durante el primer y segundo trimestre del año 2022 por encima del año 2021, sin embargo, para el tercer y cuarto trimestre disminuyó respecto al año anterior. En general, se observó que el comportamiento de los cuatro trimestres en cada año es similar y no hay diferencias significativas, teniendo un primer trimestre superior al 8% y disminuyendo para el último trimestre del año cerca al 4% (ver Figura 4).

Figura 4.

NPM del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022



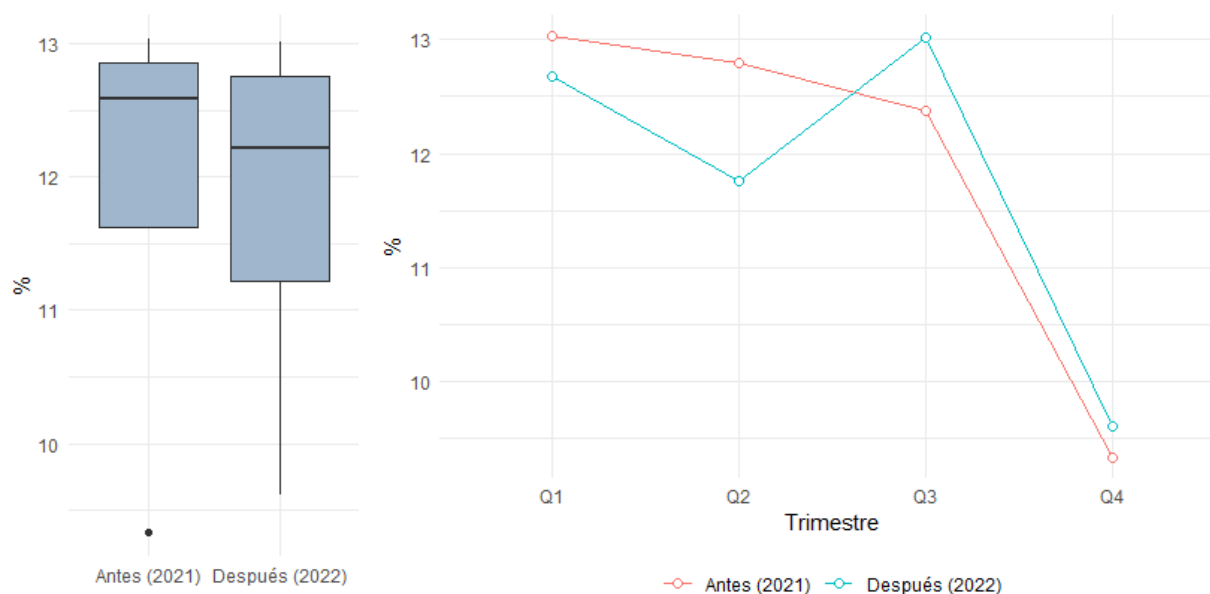
Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

El margen EBITDA tuvo un comportamiento contrario al NPM, en los dos primeros trimestres del año 2021 el margen es más alto respecto al año 2022 pero en los últimos dos

trimestres cambian y es mayor el del año 2022 (ver Figura 5). Estas diferencias no fueron significativas (ver Tabla I).

Figura 5.

Margen EBITDA del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022



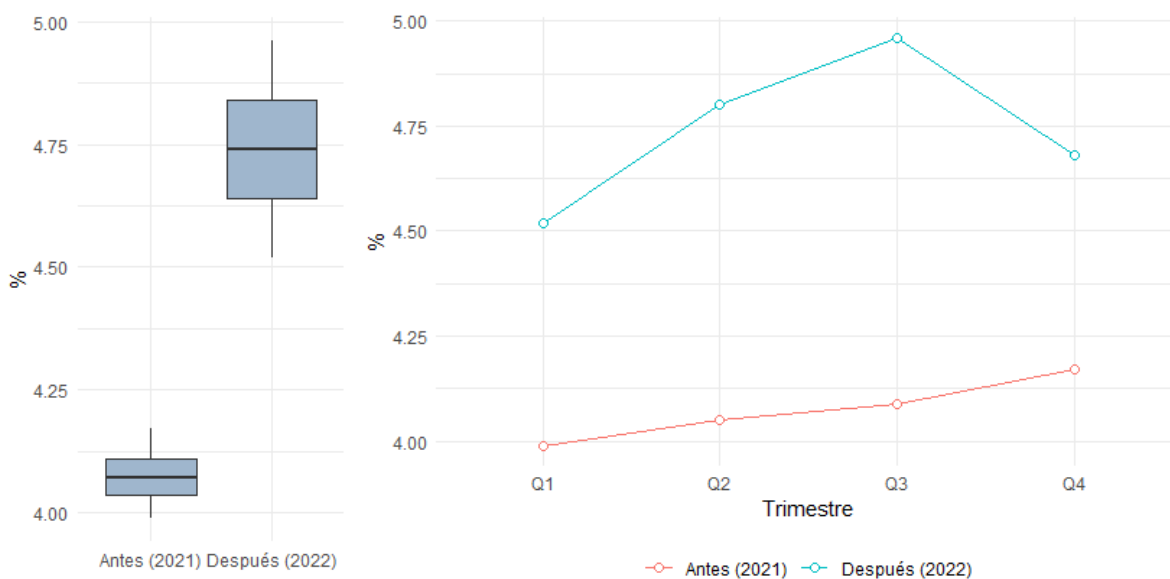
Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

Se observó para el ROA amplias diferencias en sus resultados en el año 2021 comparado con el año 2022 (ver Figura 6) con un aumento promedio de 66 pbs en cada trimestre, siendo estos estadísticamente significativos (valor $p < 0.05$).

En el ROIC se observó un comportamiento similar al ROA, con un aumento de 73 pbs en cada trimestre del año 2021 respecto al año 2022, con el mayor cambio en el tercer trimestre que pasó de 6% en el año 2021 a 6.98% en el año 2022. Estas diferencias también fueron estadísticamente significativas (valor $p < 0.05$). (ver Figura 7).

Figura 6.

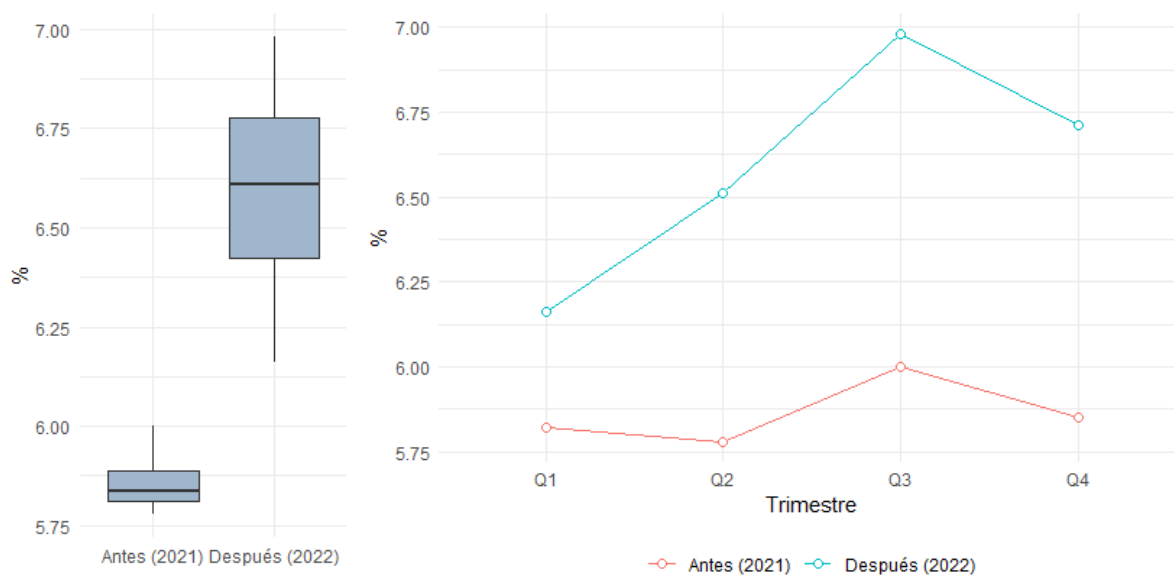
ROA del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022



Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

Figura 7.

ROIC del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022

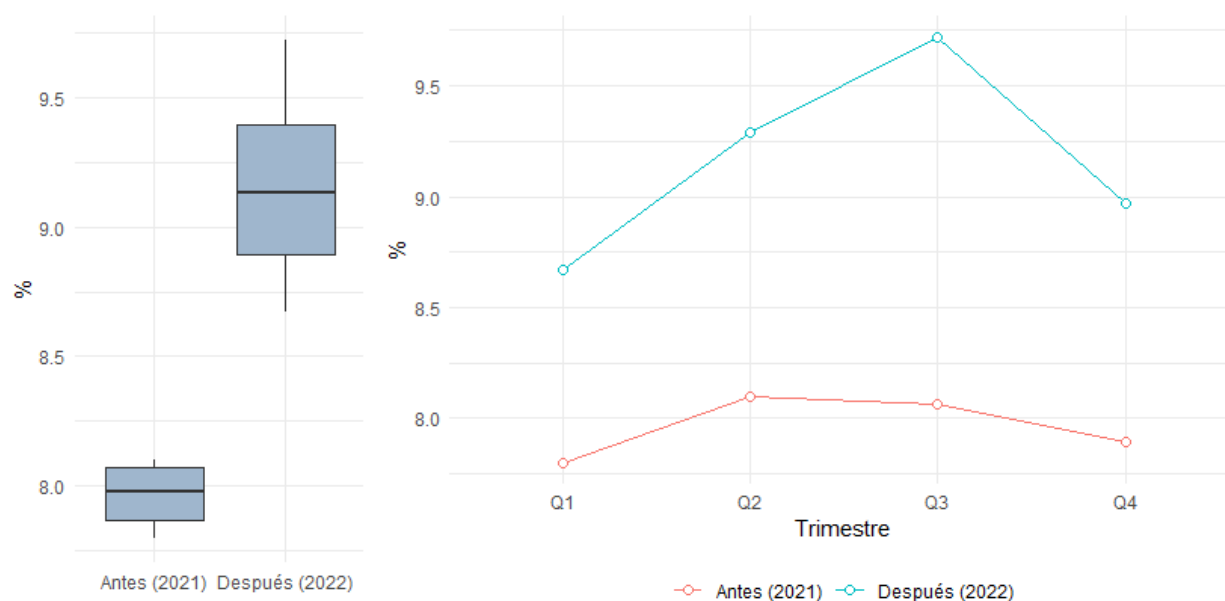


Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

El ROE al igual que el ROA y el ROIC tuvieron diferencias estadísticamente significativas en la comparación de los cuatro trimestres antes y los cuatro trimestres después de empezar los eventos de las OPAs. Se observaron grandes aumentos de un año respecto al otro, con un crecimiento promedio de 120 pbs en cada trimestre, alcanzando cifras de 9.72% en el tercer trimestre. En cuanto a la tendencia del comportamiento de cada trimestre no difieren mucho un año del otro, se observan primeros trimestres bajos para el año 2021 y 2022, con crecimiento en el segundo y tercer trimestre en el año 2022, para posteriormente caer nuevamente en el último trimestre de ambos años (ver Figura 8).

Figura 8.

ROE del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022

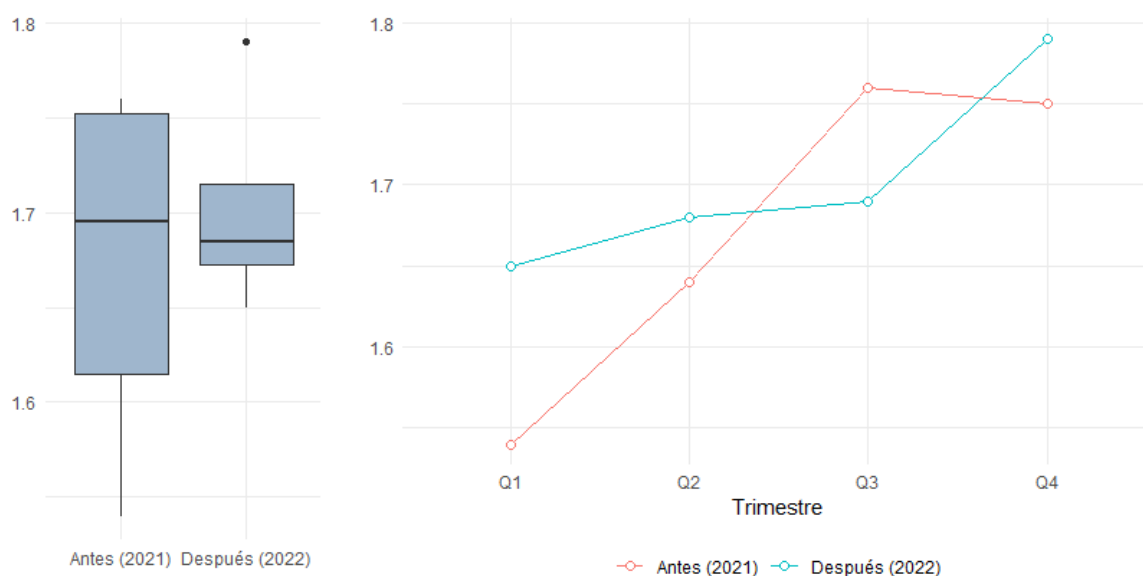


Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

En el CR se observó una variación mayor en el año 2021 respecto al año 2022, pasando de 1.54 en el trimestre 1 a 1.76 en el trimestre 3 (0.22 puntos), diferente al año 2022 donde el aumento en el mismo rango de tiempo fue de solo 0.04 puntos. A lo largo de los dos años no se evidencian diferencias significativas, manteniéndose este indicador en un promedio de 1.69 (ver Figura 9).

Figura 9.

CR del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022

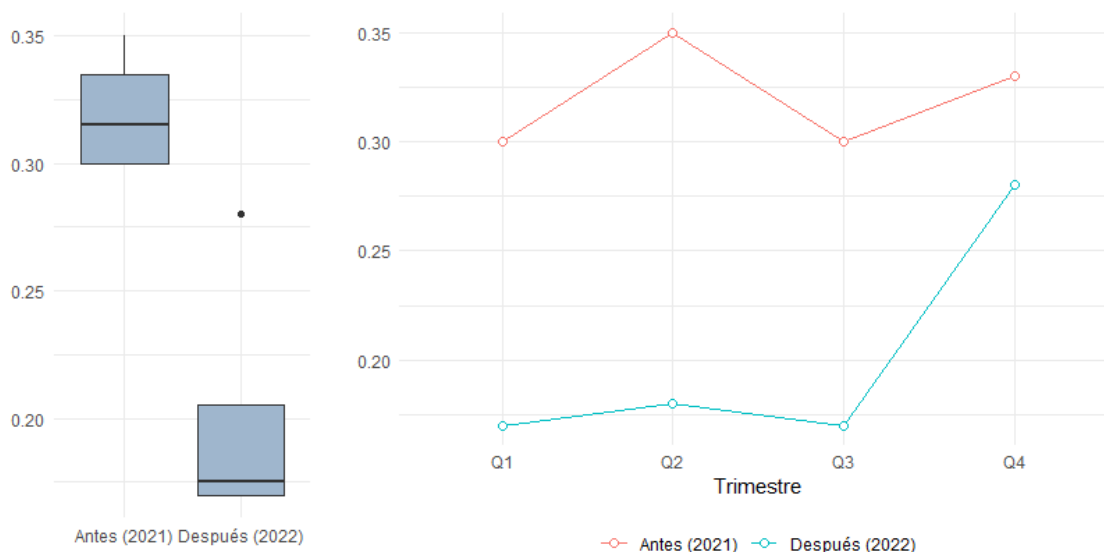


Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

El Cash Ratio tuvo diferencias altas y estadísticamente significativas de un año a otro, durante el año 2021 mantuvo en cada trimestre cifras superiores a 0.30, pero para el año 2022 están por debajo de esta con mínimos de 0.17 evidenciando un gasto de efectivo mayor al del año anterior. También se observa para el último trimestre del año 2022 un esfuerzo por alcanzar el nivel del año 2021, logrando un 0.28 (ver Figura 10).

Figura 10.

Cash Ratio del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022



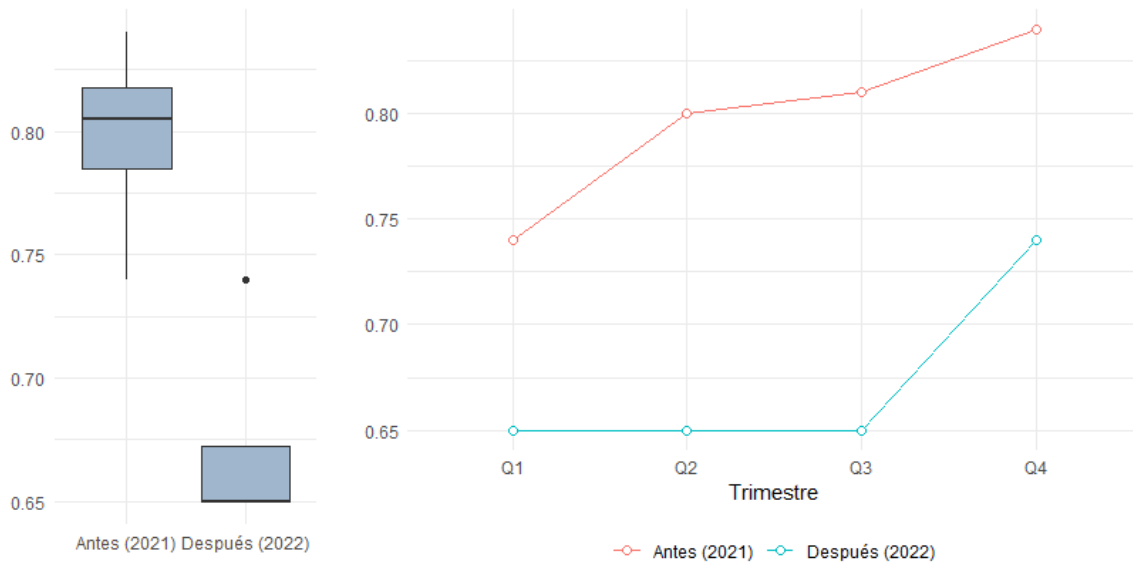
Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

Al observar el Quick Ratio el comportamiento es similar al del Cash Ratio, donde los trimestres del año 2022 estuvieron muy por debajo de las cifras obtenidas en el año 2021, intentando aumentar en el último trimestre del año. Estas diferencias también fueron estadísticamente significativas y evidencian un deterioro del efectivo durante el año 2022 (ver Figura 11).

El indicador de deuda a capital D/E empieza a caer en el tercer trimestre del año 2021 y se mantiene así hasta el segundo trimestre del año 2022 donde aumentó respecto al periodo anterior y siguió creciendo hasta el último trimestre. Al hacer la comparación por trimestre ambos años tienen un comportamiento inverso, mientras en el año 2021 los últimos tres trimestres decrecen, en el año 2022 aumentan. En el año 2022 la deuda respecto al capital fue más baja comparado con el año 2021, sin embargo, estas no fueron estadísticamente significativas (ver Figura 12).

Figura 11.

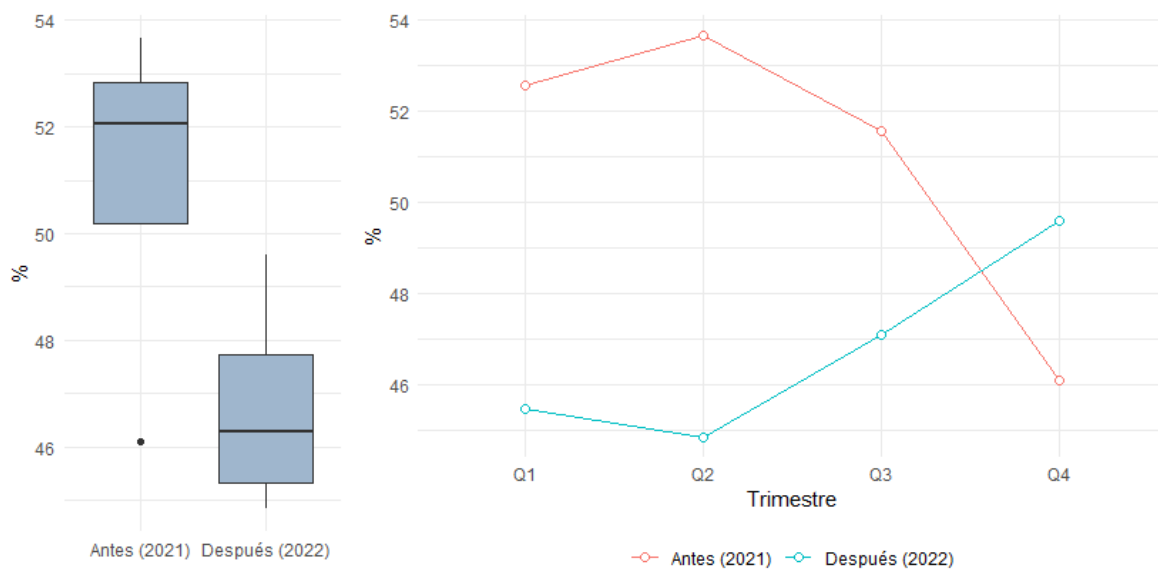
Quick Ratio del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022



Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

Figura 12.

D/E Ratio del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022

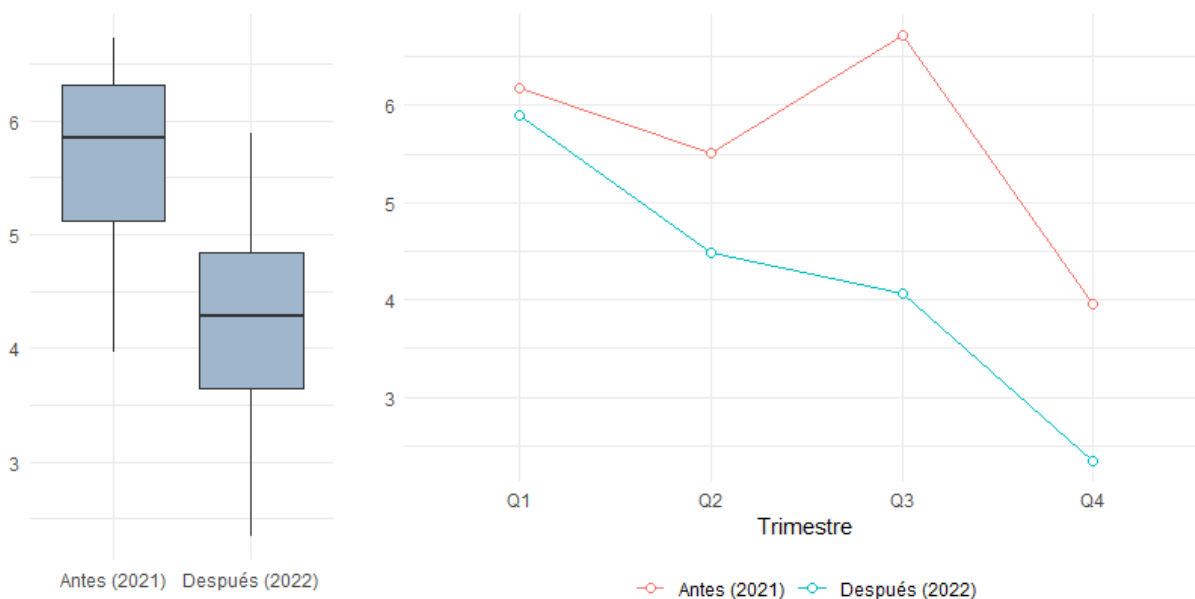


Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

El indicador de deuda y solvencia Interest Coverage mostró una disminución desde el segundo trimestre del año 2022, hasta caer a 2.35 en el último trimestre. Comparando con el año 2021 los cuartos trimestres fueron los más bajos. Aunque estas diferencias observadas no fueron estadísticamente significativas, si se evidenció un deterioro en la capacidad de pago de la compañía para cubrir intereses generados por deuda, sin embargo, se considera que un indicador por debajo del 1.5 sería preocupante para algunos accionistas o establecimientos de crédito, resultado aún no alcanzado por el Grupo (ver Figura 13).

Figura 13.

Interest Coverage Ratio del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022

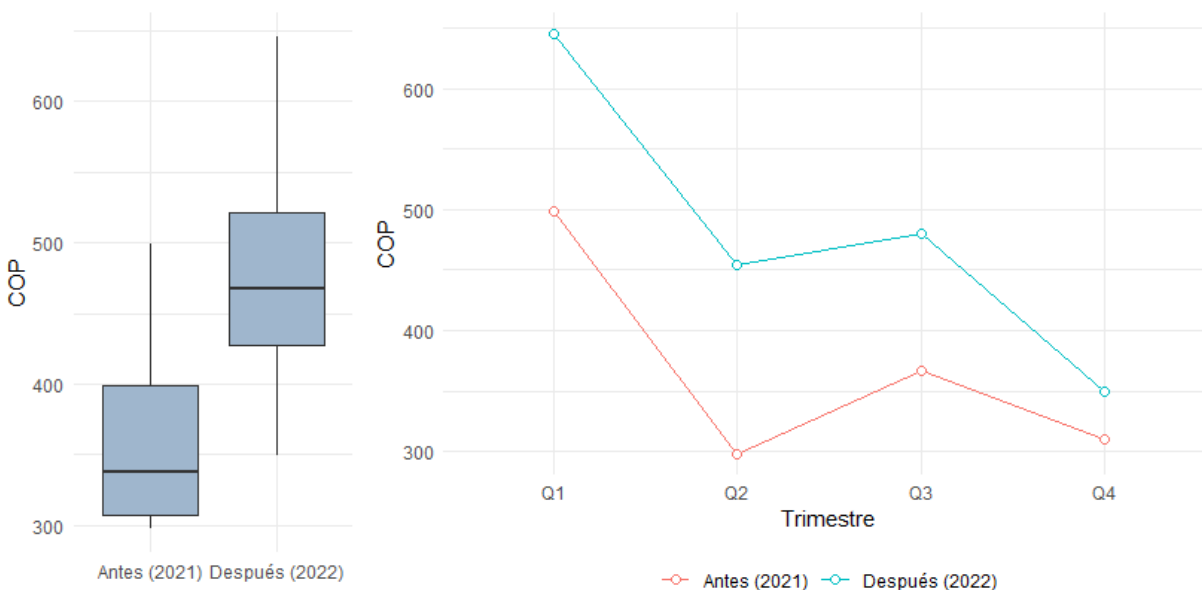


Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

El EPS fue alto en el primer trimestre de ambos años, siendo mayor en el año 2022 por ser el periodo en el cual se obtuvo un mayor beneficio neto disponible para los accionistas, alcanzando un EPS de 645.4 pesos por acción en el primer trimestre del 2022. El comportamiento del año 2022 fue mejor con respecto al año 2021, sin embargo, estas diferencias no fueron estadísticamente significativas (ver Figura 14).

Figura 14.

EPS del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022



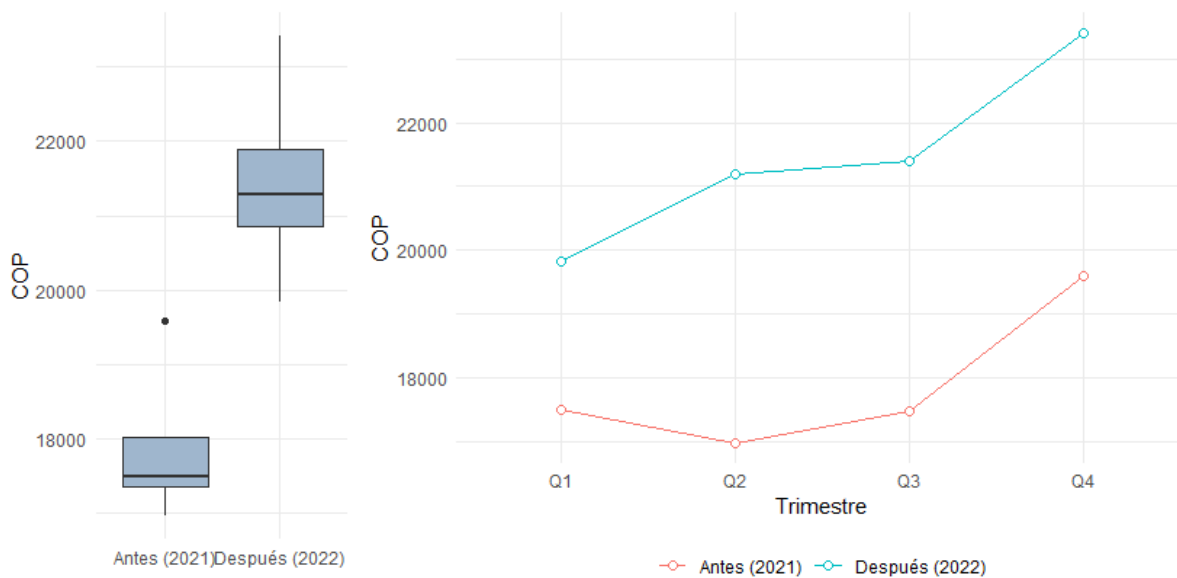
Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

El Book Value Per Share tuvo un aumento estadísticamente significativo del tercer al cuarto trimestre del año 2021 (12%), manteniéndose constante hasta el cuarto trimestre del año 2022. En general se observó un mejor indicador para el año 2022 comparado con el año 2021 debido al aumento de patrimonio, llegando a un máximo de \$23,411 en el último trimestre del año 2022 (ver Figura 15).

Al igual que el Book Value Per Share, el Market Value Per Share presentó un crecimiento significativo en el cuarto trimestre del año 2021 respecto al tercer trimestre, pasando de \$29,306 a \$36,027 y aumentando a \$53,991 en el primer trimestre del año 2022. Este aumento en el indicador se da después de los anuncios de la primer OPA del Grupo Gilinski y se sostiene hasta el primer trimestre del 2022 por los resultados de la OPA y el anuncio de una segunda, valorizando el precio de la acción en el mercado (ver Figura 16).

Figura 15.

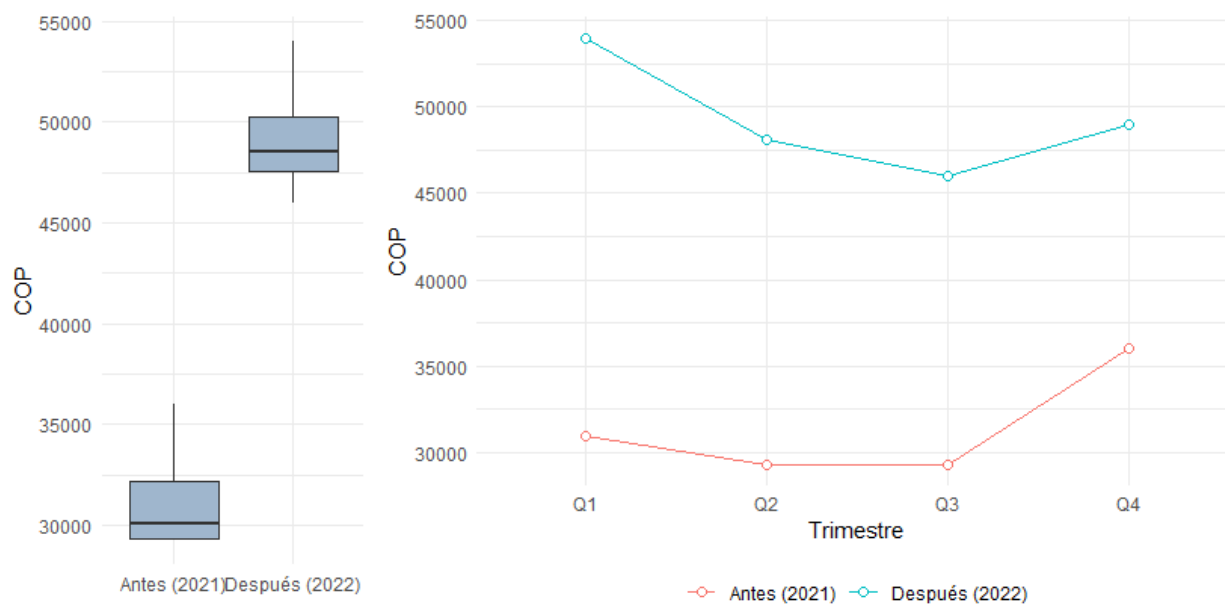
Book Value Per Share del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022



Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

Figura 16.

Market Value Per Share del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022

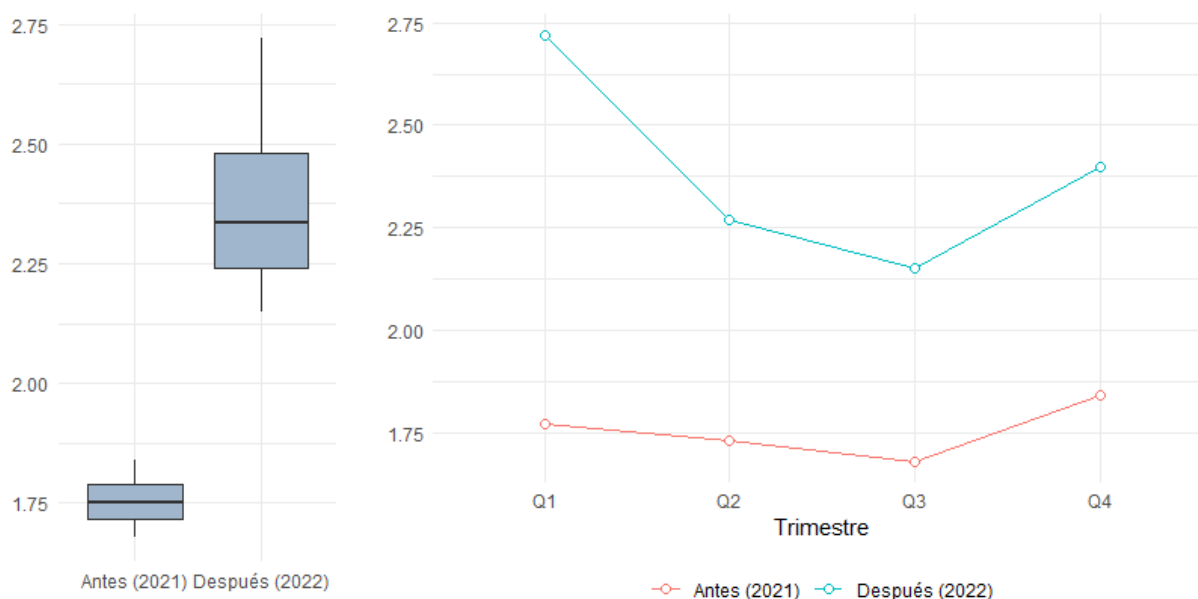


Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

El indicador M/B como es de esperarse sigue la tendencia del Market Value Per Share, con una diferencia estadísticamente significativa de su comportamiento en el año 2022 respecto al año 2021. Durante el año 2021 el promedio fue de 1.75, en el año 2022 con la reacción del mercado ante las OPAs presentadas y el aumento en el precio de la acción, este indicador aumenta a un promedio de 2.38, evidenciando una sobrevaloración del mercado respecto a lo que realmente vale la empresa en libros (ver Figura 17).

Figura 17.

M/B Ratio del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022

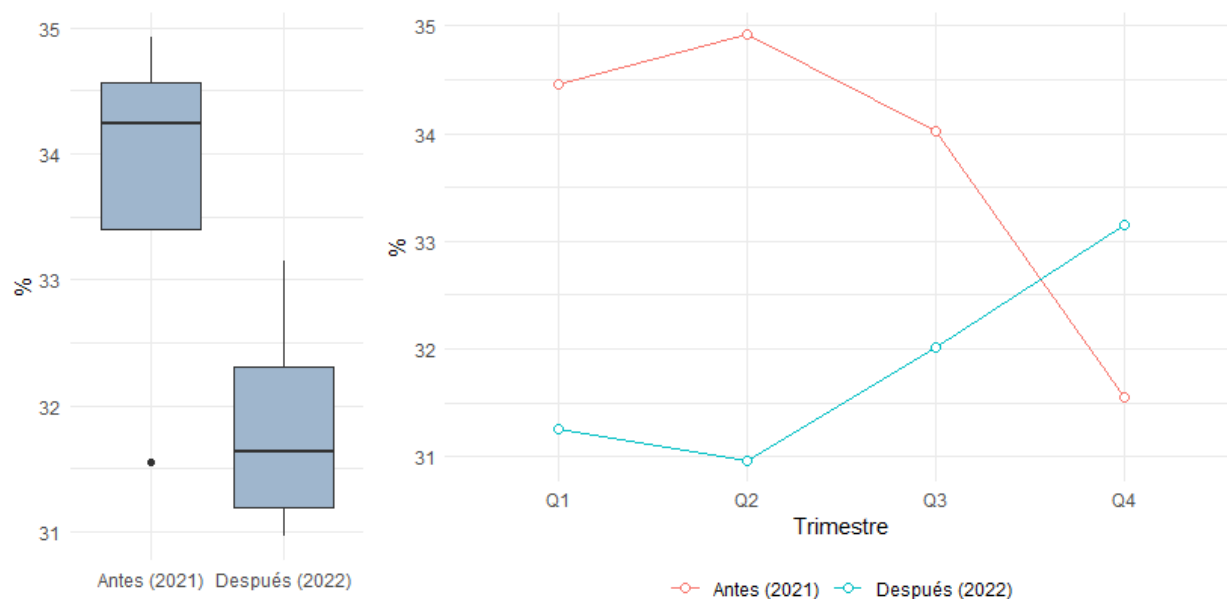


Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

La estructura de capital al igual que el D/E Ratio tiene un comportamiento inverso comparando ambos años; en el año 2021 inició con un porcentaje de deuda de 35.45% y disminuyó a 31.55% en el último trimestre, pero en el año 2022 inició con el porcentaje bajo que traía del año 2021 y aumentó alcanzando un 33.15% para el cuarto trimestre del año 2022 (ver Figura 18). En general la compañía tiene un nivel de deuda aceptable y con tendencia estable, por debajo del valor del patrimonio en cada trimestre de los dos años evaluados.

Figura 18.

Estructura de Capital del Grupo Nutresa durante el año 2021 y año 2022



Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

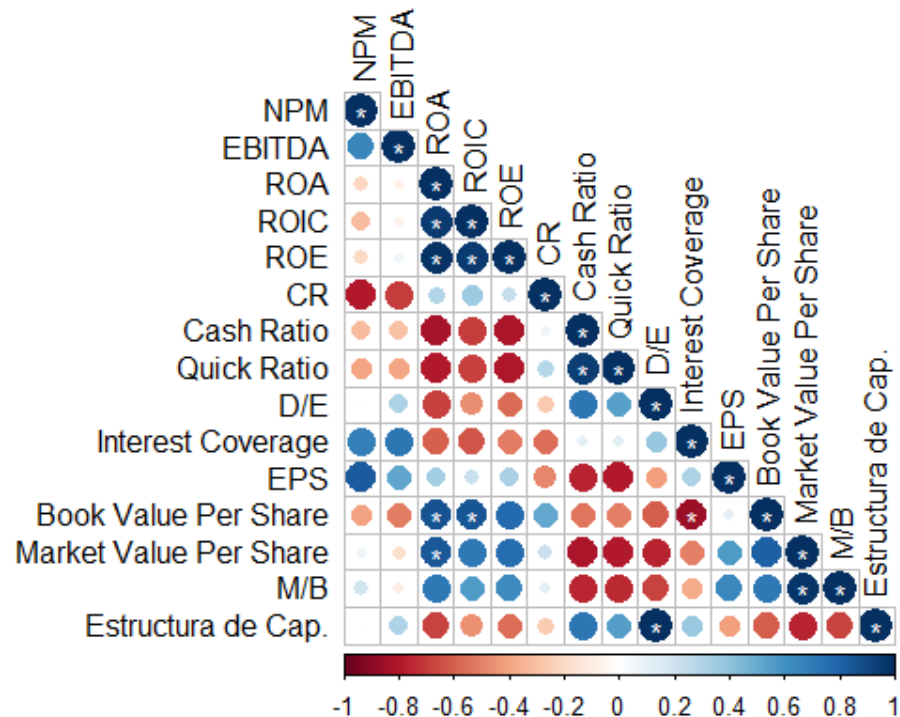
Se realizó un análisis de correlaciones para evaluar por qué algunos indicadores tienen la misma tendencia o comportamiento durante los cuatro trimestres de cada año. Se encontró una fuerte correlación positiva y estadísticamente significativa (valor $p < 0.01$) entre el ROA, ROE y ROIC, aunque los tres indicadores se construyen de forma diferente, se observó que en los periodos evaluados aumentaron al mismo tiempo, lo que podría explicar esta relación.

Igualmente se evidenció una correlación fuerte positiva y significativa entre la Estructura de Capital y el D/E debido a que ambos indicadores tienen el mismo numerador (deuda a largo y corto plazo) y ambos incluyen el patrimonio disponible; así mismo el M/B y el Market Value Per Share presentaron esta correlación, ya que están directamente relacionados, siendo el Market Value el numerador del M/B. Esta misma relación la tiene también el Cash Ratio y el Quick Ratio

ya que para el cálculo de ambos se tiene en cuenta el efectivo y el equivalente a efectivo (ver Figura 19).

Figura 19.

Correlaciones de indicadores financieros evaluados del Grupo Nutresa



Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg. La intensidad de los colores indica correlación fuerte (cercano a 1), color azul correlación positiva color rojo corrección negativa.

Por otro lado, se identificó una correlación fuerte negativa y significativa entre el Book Value Per Share y el Interest Coverage, es decir, se espera que cuando el Interest Coverage aumente, el Book Value tenga un comportamiento hacia la baja, y cuando el Interest Coverage disminuya se espera que el Book Value aumente. Los resultados de las correlaciones anteriores aplican únicamente para el Grupo Nutresa, pueden ser diferente en otras compañías.

6.2. Grupo Sura

Se evaluaron 11 indicadores de desempeño un año antes de las OPAs (año 2021) y el año donde se realizaron las tres OPAs por el Grupo Sura (año 2022) con el fin de identificar si los eventos relacionados a las OPAs tuvieron algún efecto en los indicadores de cada trimestre.

Tabla 2.

Resultados prueba de Wilcoxon Sura

Indicador	Hipótesis	Valor P	Resultado
NPM	<i>Hay diferencias significativas en el NPM antes y después de las OPAs</i>	0.3429	Hipótesis Rechazada
Margen EBITDA	<i>Hay diferencias significativas en el Margen EBITDA antes y después de las OPAs</i>	0.7715	Hipótesis Rechazada
ROA	<i>Hay diferencias significativas en el ROA antes y después de las OPAs</i>	0.0285	Hipótesis Aceptada
ROIC	<i>Hay diferencias significativas en el ROIC antes y después de las OPAs</i>	0.0285	Hipótesis Aceptada
ROE	<i>Hay diferencias significativas en el ROE antes y después de las OPAs</i>	0.0285	Hipótesis Aceptada
D/E	<i>Hay diferencias significativas en el D/E antes y después de las OPAs</i>	0.2000	Hipótesis Rechazada
EPS	<i>Hay diferencias significativas en el EPS antes y después de las OPAs</i>	0.1143	Hipótesis Rechazada
Book Value per Share	<i>Hay diferencias significativas en el Book Value Per Share antes y después de las OPAs</i>	0.8857	Hipótesis Rechazada
Market Value per Share	<i>Hay diferencias significativas en el Market Value Per Share antes y después de las OPAs</i>	0.0285	Hipótesis Aceptada
M/B Ratio	<i>Hay diferencias significativas en el M/B antes y después de las OPAs</i>	0.0571	Hipótesis Rechazada
Estructura de Capital	<i>Hay diferencias significativas en la Estructura de Capital antes y después de las OPAs</i>	0.2000	Hipótesis Rechazada

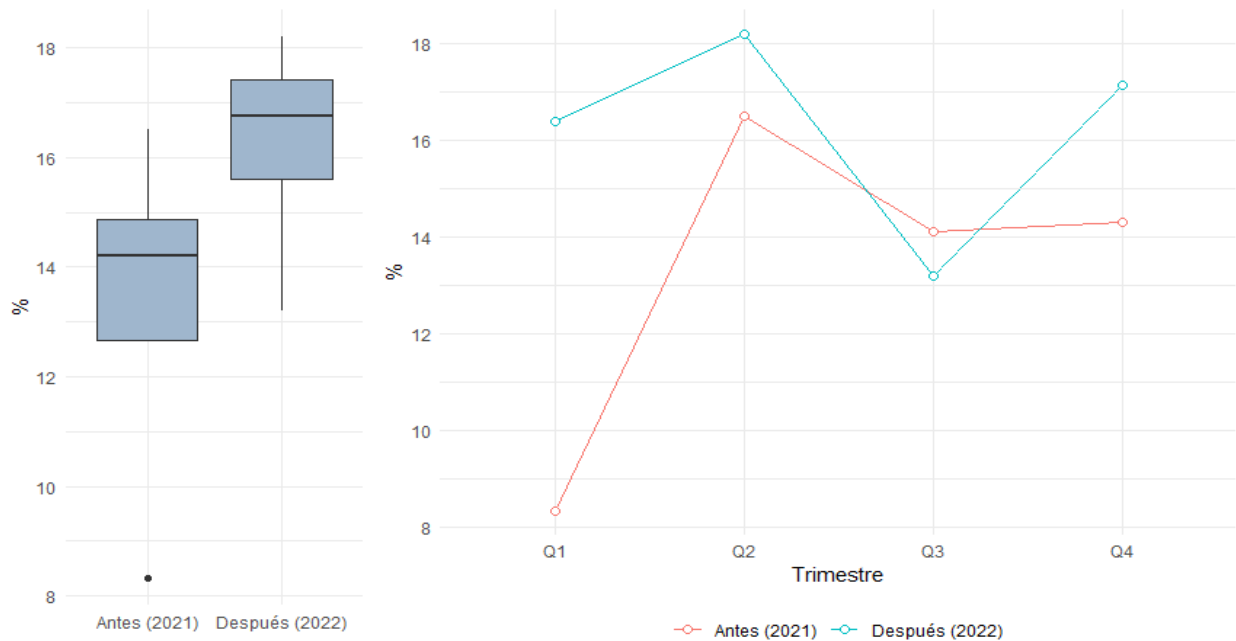
Nota: Elaboración propia. Resultados tomados de ejecución prueba estadística en R Project.

Se encontraron diferencias estadísticamente significativas en el ROA, ROIC, ROE y el Market Value Per Share.

El NPM del año 2022 alcanzó valores altos; de 16.39% en el primer trimestre, 18.20% en el segundo y 17.14% en el último trimestre, superando al máximo alcanzado en el año 2021 de 16.50%, sin embargo, estadísticamente no fueron significativas (ver Figura 20).

Figura 20.

NPM del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022



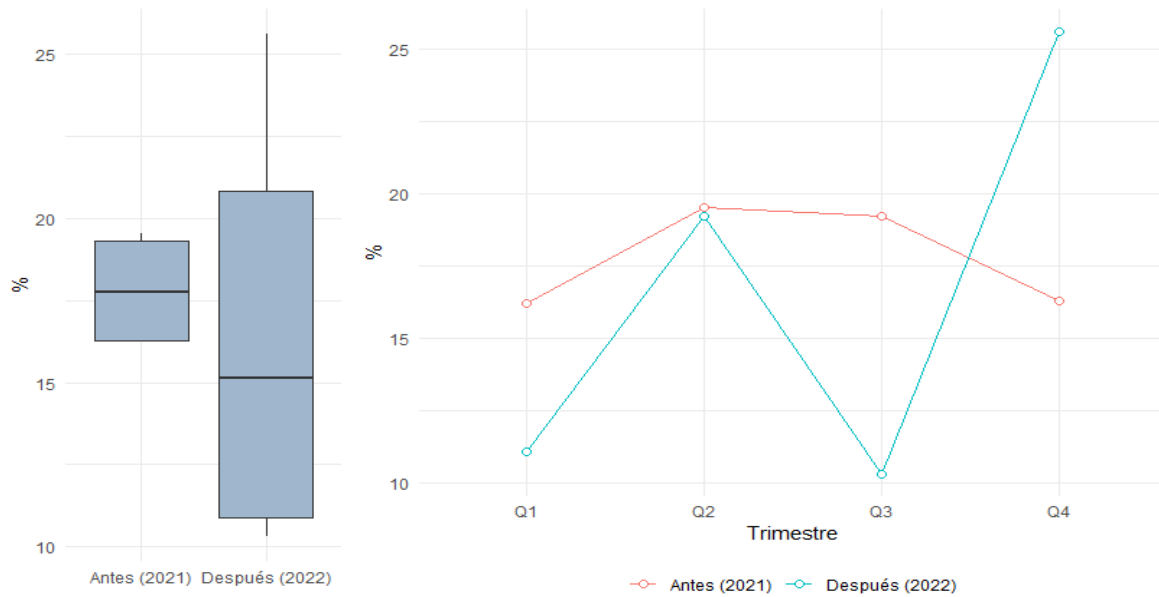
Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

El margen EBITDA durante el año 2021 se comportó estable, manteniéndose entre 16.23% y 19.53% en los cuatro trimestres, y estando por encima del año 2022 en los primeros tres trimestres; diferente al año 2022 que tuvo trimestres variables, con un mínimo de 10.32% y máximo de 20.62% en el último trimestre (ver Figura 21).

En la Figura 22 se observa el comportamiento del ROA para Grupo Sura, el cuál es superior en todos los trimestres del año 2022 respecto al año 2021, con diferencias estadísticamente significativas y poca variabilidad, manteniéndose en un rango entre 2.23% y 2.38%. Aunque el año 2022 fue el mejor en este indicador respecto al año 2021, desde el primer trimestre del año 2021 se reflejó alta variabilidad con una tendencia al alza.

Figura 21.

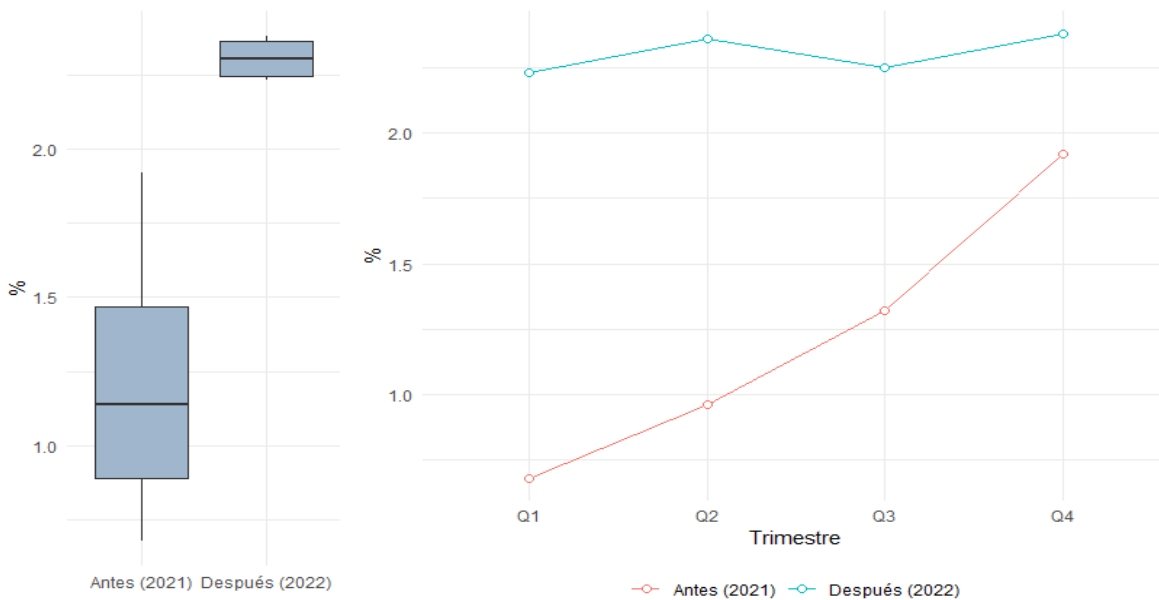
Margen EBITDA del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022



Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

Figura 22.

ROA del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022



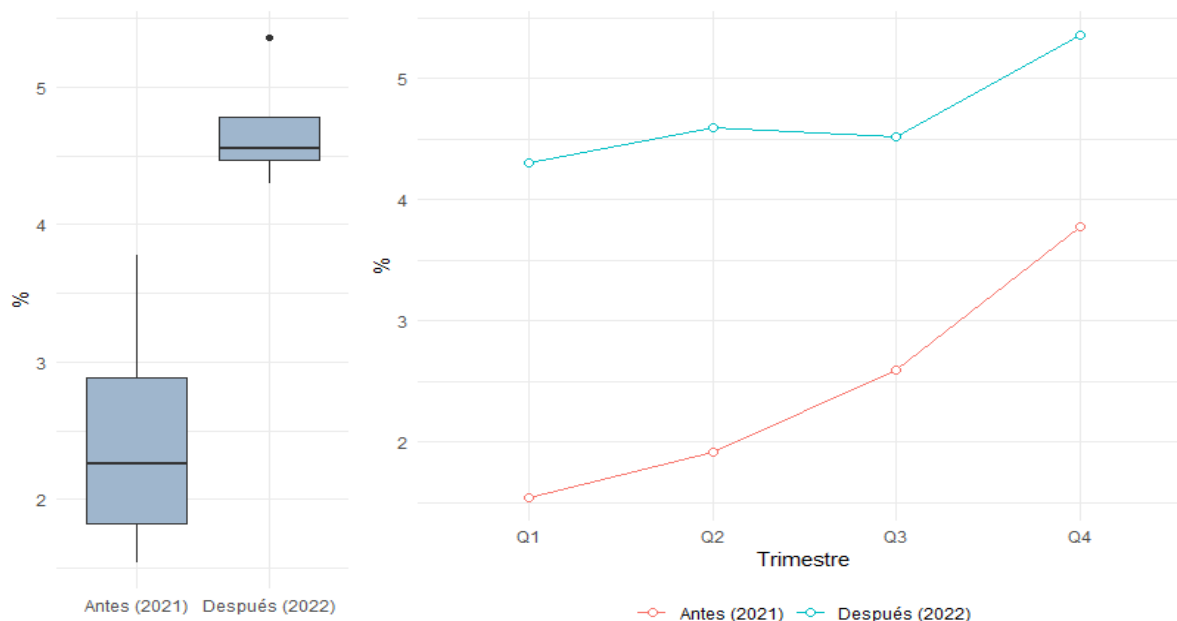
Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

El comportamiento del ROIC y del ROE fue muy similar al del ROA, con poca variabilidad en el año 2022 y alta variabilidad en el año 2021 con tendencia al alza. El ROIC del año 2022 fue superior en los cuatro trimestres respecto al año 2021, alcanzando un máximo de 5.36%, aumentando un 18.6% respecto al tercer trimestre del mismo año y 1.58 pp mayor que el mismo trimestre en el año 2021. Las diferencias entre ambos años fueron estadísticamente significativas (ver Figura 23).

El ROE por su parte estuvo más estable durante los cuatro trimestres del año 2022 manteniéndose en un rango entre 5.91% y 6.66%, siendo superior al año 2021 entre 1.5 pp (cuarto trimestre) y 4.05 pp en el primer trimestre, siendo estas diferencias estadísticamente significativas (ver Figura 24).

Figura 23.

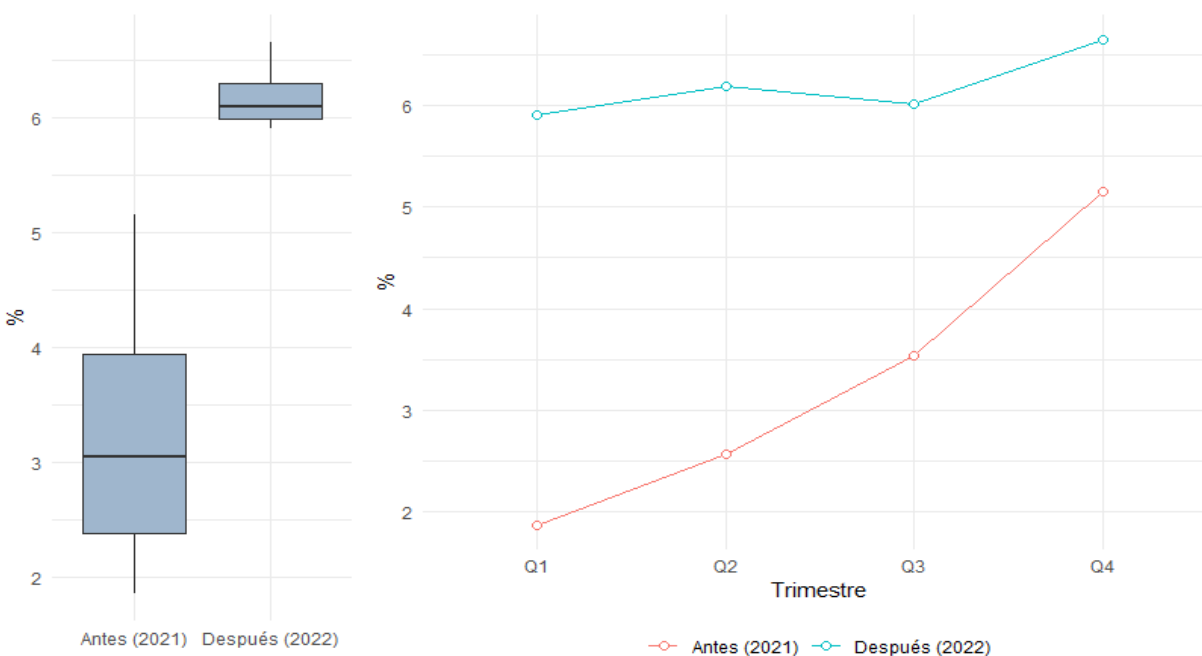
ROIC del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022



Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

Figura 24.

ROE del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022



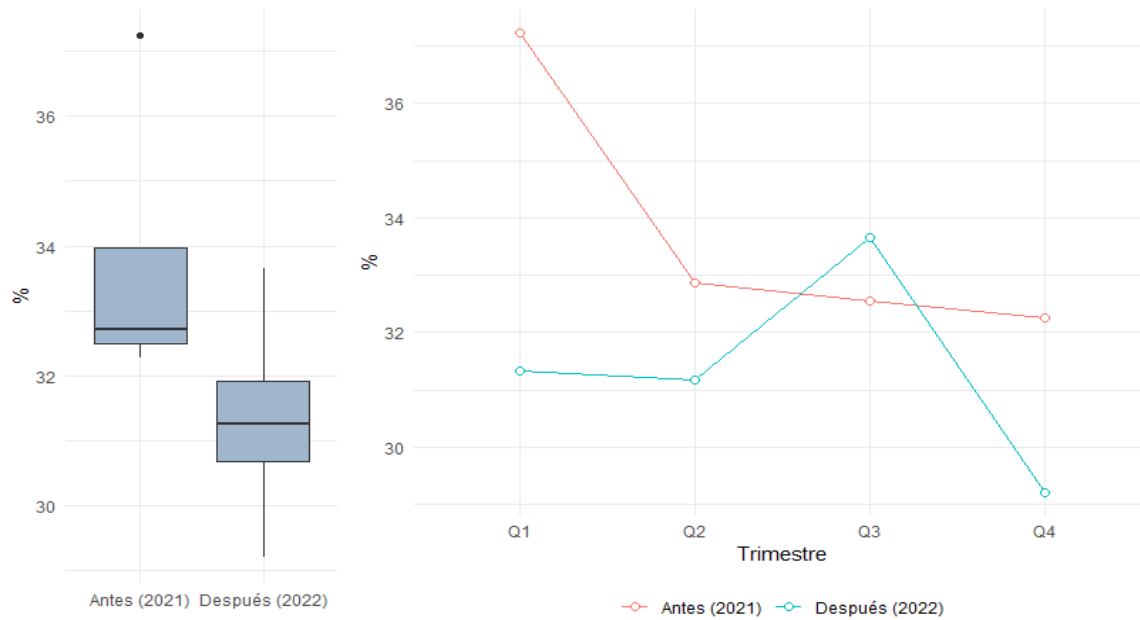
Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

El indicador D/E fue muy variable en ambos años, con tendencia a bajar en el año 2021 después de alcanzar un pico atípico de 37.24 en el primer trimestre (5.9 pp por encima del mismo trimestre en el año 2022). Aunque se observaron diferencias porcentuales altas entre los trimestres de ambos años, estas no fueron estadísticamente significativas (ver Figura 25).

El EPS fue superior en el primer, segundo y cuarto trimestre del año 2022 con respecto al año 2021, alcanzando un máximo de \$1,470 pesos por acción en el último trimestre del año, \$668 por encima del mismo trimestre en el año 2021. Durante el tercer trimestre de ambos años el valor fue cercano, de \$858 en el año 2022, \$13 por debajo que en el año 2021. Aunque durante el año 2022 este indicador fue mejor en la mayoría de los trimestres, sus diferencias no fueron estadísticamente significativas (ver Figura 26).

Figura 25.

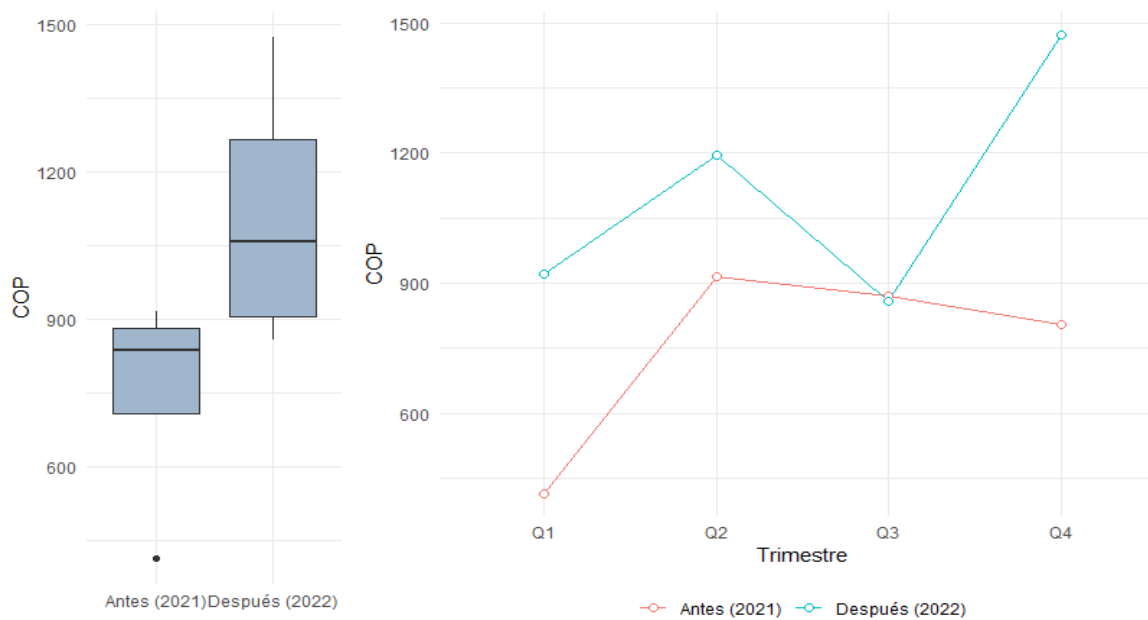
D/E ratio del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022



Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

Figura 26.

EPS del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022

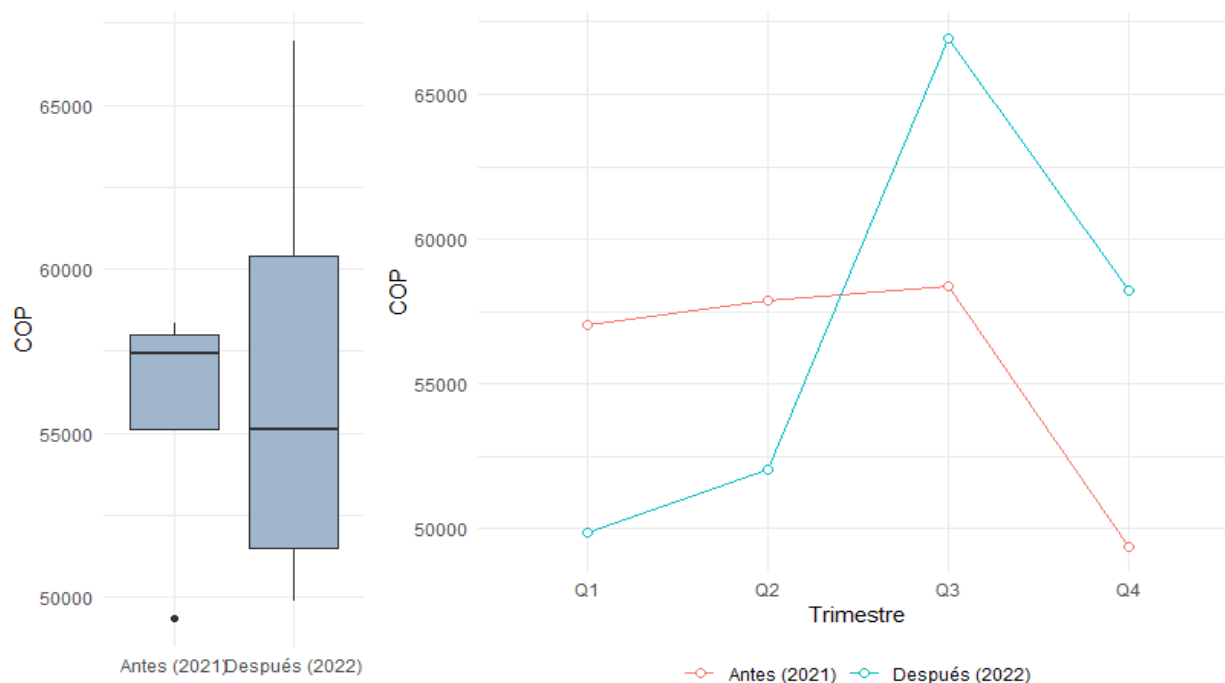


Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

El Book Value Per Share tuvo alta variabilidad durante el año 2022, con un mínimo de \$49,878 en el primer trimestre y un máximo de \$66,949 en el tercer trimestre. En el tercer y cuarto trimestre del año 2022 fue superior al año 2021, con una diferencia de \$8,582 y \$8,859 respectivamente. Estas diferencias de un año a otro no fueron estadísticamente significativas (ver Figura 27).

Figura 27.

Book Value Per Share del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022

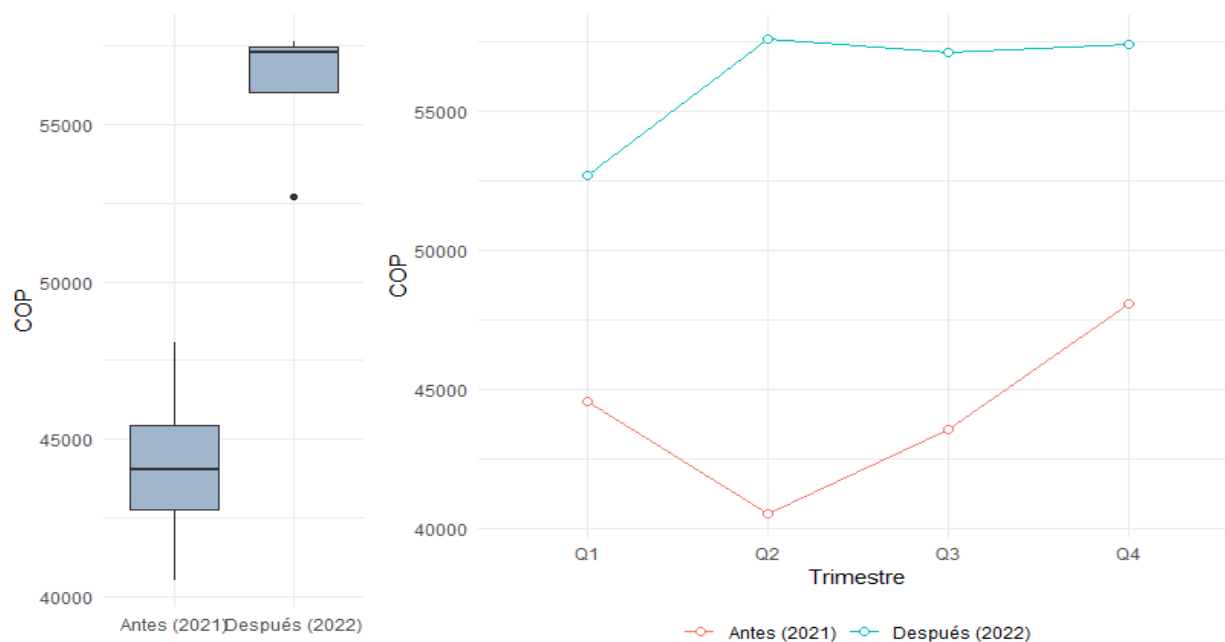


Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

El Market Value Per Share tuvo diferencias estadísticamente significativas entre el año 2021 y el año 2022. En la Figura 28 se observa que el año 2022 estuvo muy por encima en todos los trimestres, manteniéndose superior a los \$52,000 y alcanzando un máximo de \$57,633 en el tercer trimestre del año.

Figura 28.

Market Value Per Share del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022



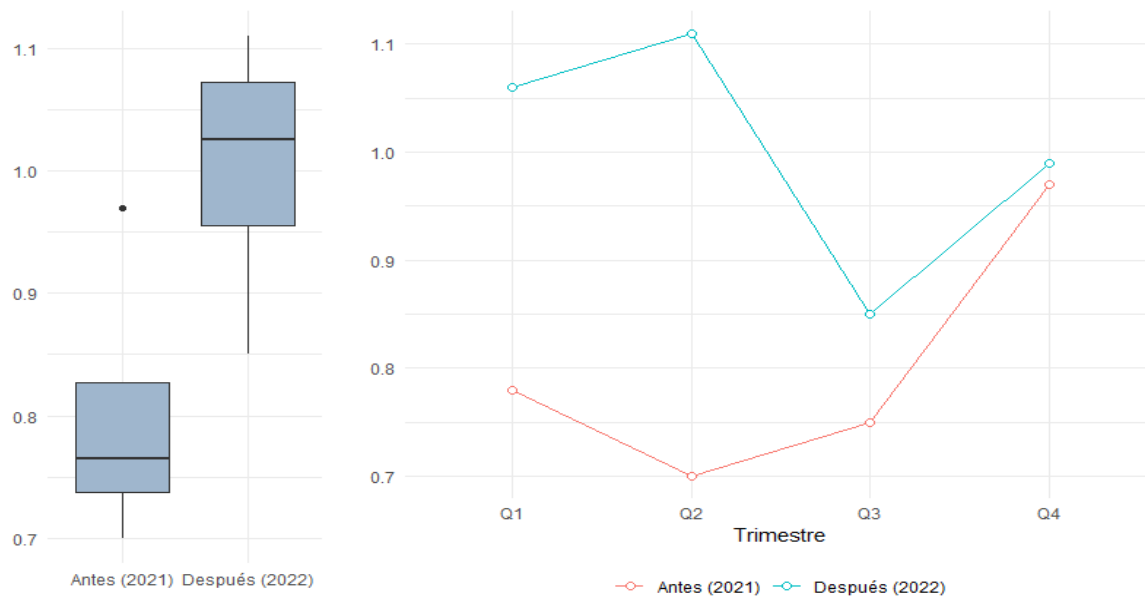
Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

Durante el año 2021 el indicador M/B estuvo en todos los trimestres por debajo de 1, señalando que el valor del mercado fue menor que el valor en libros. En el primer y segundo trimestre del año 2022 el valor de mercado pasa a ser mayor, aumentando el valor del indicador M/B, sin embargo, para el tercer y cuarto trimestre disminuye. Comparando ambos años las diferencias no son estadísticamente significativas, aunque se observan amplias diferencias en el primer y segundo trimestre (ver Figura 29).

El indicador de Estructura de Capital no tuvo diferencias estadísticamente significativas entre ambos años. Se observó durante el año 2022 un porcentaje de la relación deuda/capital menor comparado con el año 2021, con un leve aumento a 25.18% en el tercer trimestre para luego caer a 22.61% en el último trimestre; indicando que la deuda de la compañía es baja y su estructura en general está compuesta principalmente por el patrimonio (ver Figura 30).

Figura 29.

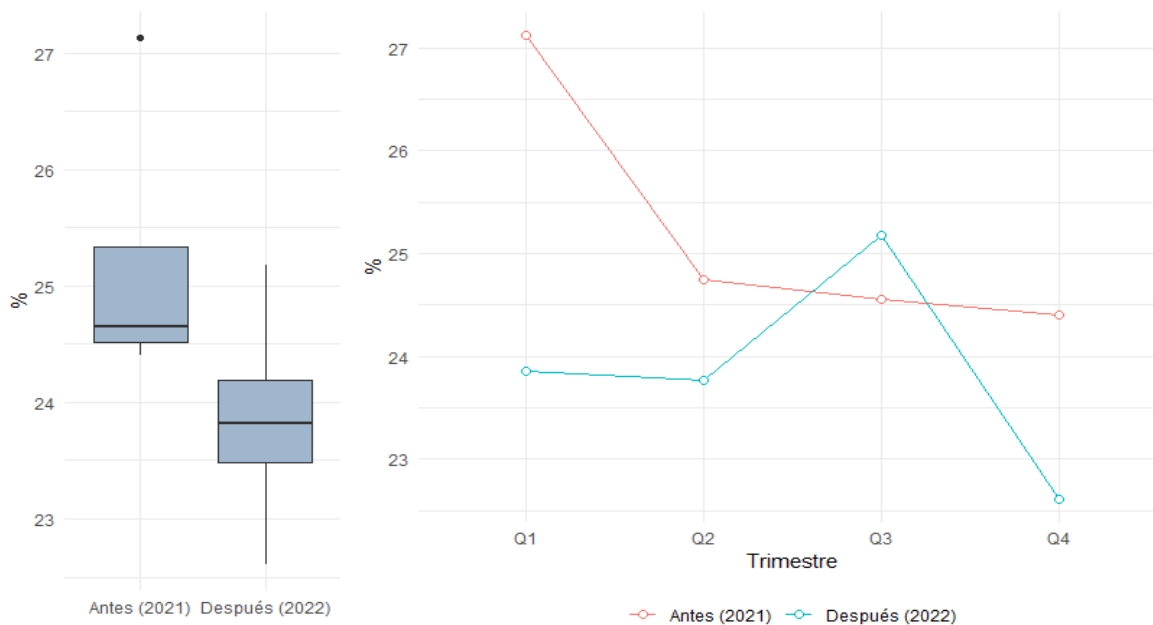
M/B ratio del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022



Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

Figura 30.

Estructura de Capital del Grupo Sura durante el año 2021 y año 2022

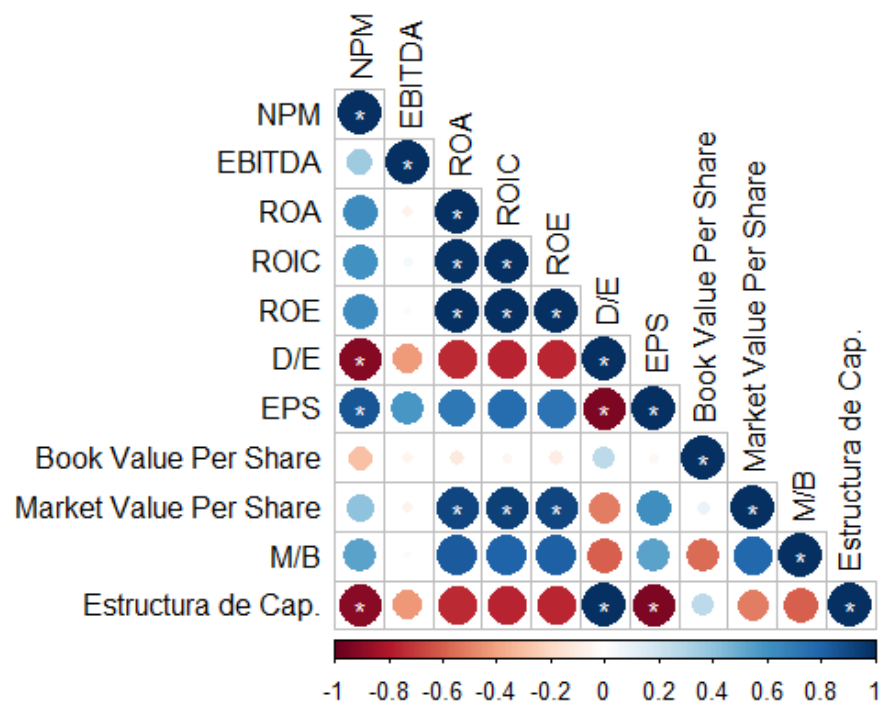


Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg.

Se realizó un análisis de correlaciones para evaluar por qué algunos indicadores tienen la misma tendencia o comportamiento durante los cuatro trimestres de cada año. Se encontró una fuerte correlación positiva y estadísticamente significativa (valor $p < 0.01$) entre el ROA, ROE y ROIC, aunque los tres indicadores se construyen de forma diferente, se observó que en los periodos evaluados aumentaron al mismo tiempo, lo que podría explicar esta relación. Así mismo se evidenció fuerte correlación positiva entre la estructura de capital y el D/E ratio.

Figura 31.

Correlaciones de indicadores financieros evaluados del Grupo Sura.



Nota: Elaboración propia. Gráfica realizada en R Project con los datos de Bloomberg. La intensidad de los colores indica correlación fuerte (cercano a 1), color azul correlación positiva color rojo corrección negativa.

7. Conclusiones

El objetivo bajo el cual se desarrolló el presente estudio fue, evaluar el efecto de las OPAs realizadas por el Grupo Nutresa y el Grupo Sura sobre su desempeño financiero en el primer año de estos eventos. Bajo esta premisa se realizó una descripción y caracterización de los principales tipos de OPAs a nivel internacional y sus mecanismos de defensa, lo cual permitió enmarcar los antecedentes que vislumbraron la situación que están afrontando ambos grupos al mismo tiempo; acompañado de un análisis financiero de cada uno de los indicadores en ambos grupos y un análisis cuantitativo dónde se evaluó la significancia estadística de los cambios de los indicadores de un año a otro por trimestre. De este modo se encontró que las OPAs tuvieron efectos sobre el desempeño financiero de las compañías, principalmente en los indicadores de rentabilidad y de mercado, los cuales tuvieron crecimientos importantes durante el año de las OPAs comparado con el año previo.

A través de la búsqueda y descripción realizada de las OPAs que se han presentado en un contexto internacional, se evidenció que las más comunes son las OPAs hostiles y las amistosas o voluntarias conocidas también como adquisiciones. En Colombia, dado el pequeño tamaño del mercado de valores, cualquier acción hostil o amistosa genera ruidos y reacciones fuertes en el mercado de valores; en el caso de Grupo Nutresa y Grupo Sura son dos de las principales compañías cotizando en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo cual su efecto en el mercado fue notorio, y la reacción del mercado fuerte haciendo aumentar el precio de sus acciones; pero adicional, dado el contexto de los principales actores en la operación financiera, el GEA y el Grupo Gilinski, su impacto no estuvo solo en el mercado sino dentro de la compañía por la incertidumbre que generó tanto en directivos como en empleados y en el país en general, la toma de control de estos importantes grupos que han estado a cargo de empresarios antioqueños.

Son varios los mecanismos de defensa que tienen las compañías ante las ofertas hostiles, sin embargo, el Grupo Nutresa y Grupo Sura no actuaron con alguna de las tácticas mencionadas en el capítulo 4 sino hasta noviembre del año 2022, que, ante una serie de acciones jurídicas por parte del Grupo Gilinski que presionaron y a la fecha siguen presionando la venta de acciones del Grupo Nutresa por parte del Grupo Sura a la IHC, decidieron tomar medidas legales, adjudicando varias demandas en contra de los procesos que ha iniciado el Grupo Gilinski para evitar que los miembros antioqueños de la Junta Directiva del Grupo Sura puedan ejercer su derecho al voto, y así obtener el control total sobre los grupos del enroque GEA. Las disputas judiciales siguen a la fecha, aún no se conocen las decisiones finales de los jueces, y de las asambleas extraordinarias que están citadas para los próximos días.

En cuanto al análisis financiero de los indicadores de Bloomberg, este mostró que, durante el año de las operaciones financieras de toma hostil por el Grupo Nutresa, 11 de los 15 indicadores evaluados crecieron, solo 4 de ellos disminuyeron: el Cash Ratio, Quick Ratio, D/E y la estructura de capital, sin embargo, su disminución no necesariamente representa algo negativo para la empresa, solo detrimento del efectivo por alguna posible inversión, y caída del porcentaje de la deuda respecto al capital total para el caso de la estructura de capital. Lo que si se puede evidenciar es una mayor proporción de resultados positivos tras estos eventos, es decir, un mejor desempeño financiero. Efecto similar ocurrió en el Grupo Sura, donde 9 de los 11 indicadores estudiados crecieron, y solo dos: el D/E y la estructura de capital tuvieron un leve descenso, indicando disminución en el porcentaje de deuda respecto al capital total. Como consecuencia de los resultados anteriores, las OPAs tuvieron un efecto positivo en el desempeño financiero de ambos grupos.

Por su parte en el análisis cuantitativo realizado por medio de pruebas estadísticas comparando cada trimestre del año 2021 contra cada trimestre del año 2022 se evidenciaron mejorías significativas en el Grupo Nutresa en el ROA, ROIC, ROE, Market Value Per Share y Book Value Per Share y el M/B Ratio, y en el Grupo SURA en el ROA, ROIC, ROE y Market Value Per Share, indicando que las compañías tuvieron una mejor rentabilidad en el año de las OPAs. Para el Grupo Nutresa se observó durante el año 2022 un deterioro en los indicadores de liquidez Cash y Quick Ratio estadísticamente significativos, que aún no han sido explicados en los informes de resultados financieros de la empresa.

Los resultados anteriores muestran que las OPAs tuvieron un efecto positivo significativamente estadístico para el Grupo Nutresa en 6 de los 15 indicadores evaluados y para el Grupo Sura en 4 de 11; resultados similares a Masud (2015), quien encontró en el sector bancario que los indicadores ROA, ROE y EPS tuvieron resultados positivos significativos después de las adquisiciones. La mayoría de los autores con estudios similares encontraron resultados negativos en los indicadores financieros después de las adquisiciones, sin embargo, en el presente estudio únicamente los indicadores de liquidez del Grupo Nutresa tuvieron este efecto.

El precio de la acción de ambas compañías estuvo en constante crecimiento durante el periodo de OPAs; para el Grupo Nutresa presentó alta volatilidad durante los anuncios de las cuatro OPAs presentadas, terminando el año 2022 con un precio muy superior al que se negociaba en el mercado de valores a inicios del mes de noviembre del 2021, previo a las operaciones financieras hostiles. Por su parte, el precio de la acción del Grupo Sura tuvo un comportamiento menos volátil, con un crecimiento pronunciado desde el inicio del anuncio de la primer OPA hasta junio del 2022 para después mantenerse estable, con la similitud de que el precio del cierre de la acción terminando el año 2022 también fue superior al precio que se podía adquirir antes de las

OPAs. Como se esperaba, los anuncios de las OPAs tuvieron efecto directo en el precio de la acción de ambos grupos.

Este estudio permitió tener un panorama más amplio sobre un evento financiero poco común en Colombia pero muy frecuente en países desarrollados con mercados financieros grandes; exponiendo el proceso de las OPAs que atravesaron dos importantes compañías, influyentes y consolidadas en el país, cómo actuaron éstas frente a esta toma hostil, y cómo se vieron afectadas no solo en el ámbito del mercado de valores, como se esperaba, sino en el desempeño financiero, es decir, el manejo interno de la compañía. Se contempló como uno de los principales aportes los métodos utilizados en esta investigación para comparar los resultados desde la perspectiva cuantitativa, por medio de pruebas estadísticas en escenarios de OPAs; sumando y soportando desde lo matemático al análisis financiero que se lleva a cabo en este tipo de estudios y que condujo a los mismos resultados.

Un aspecto importante que limita el alcance de los resultados del estudio es el periodo de tiempo evaluado de dos años, que hizo posible comparar únicamente cuatro trimestres antes y cuatro trimestres después, dando resultados del corto plazo. Este factor fue dado porque aún no finalizan los procesos de OPAs por ambos grupos, por lo tanto, solo se tuvo completo los datos de un año desde que iniciaron las ofertas. Se recomienda para futuros estudios analizar un periodo de tiempo más amplio, tanto para el antes como para el después, que cubra los eventos de OPAs y los cambios finales de las composiciones accionarias y de las juntas directivas de cada grupo.

8. Referencias

- Alcalde, N., & Espitia-Escuer, M. (2002). Análisis ex post de la influencia de las opas en el performance de las empresas adquiridas. *Moneda y Crédito*, 215, 11–43.
- Alcaldía Mayor de Bogotá. (2018, September). *La Bolsa de Bogotá*. Archivo de Bogotá. <https://archivobogota.secretariageneral.gov.co/noticias/la-bolsa-bogota-0>
- Álvarez, S. (2014). Cotización bursátil y creación de empleo: un análisis empírico para el mercado de valores español. *Cuadernos de Economía*, 37(103), 1–12.
- Aparicio, C. L. (2007). Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas. In *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (Issue 20).
- Banco de la República de Colombia. (n.d.-a). *Índices del mercado bursátil colombiano*. Retrieved March 4, 2023, from <https://www.banrep.gov.co/es/glosario/indices-mercado-bursatil-colombiano>
- Banco de la República de Colombia. (n.d.-b). *Mercado accionario*. Retrieved March 4, 2023, from <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/mercado-accionario>
- Barberis, N., & Thaler, R. (2002). *A survey of behavioral finance* (No. 9222). <https://www.nber.org/papers/w9222>
- Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: an empirical investigation. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), 347–362.
- BVC. (2021a). *Boletín informativo para comisionistas de bolsa. Asunto: radicación garantía oferta pública de adquisición OPA de acciones ordinarias de Grupo Nutresa S.A.* (No. 229). https://img.lalr.co/cms/2021/11/19205637/boletin_2021_11_19_No_229-3.pdf
- BVC. (2021b). *Boletín informativo para sociedades comisionistas de bolsa. Asunto: radicación proyecto de garantía OPA Grupo de Inversiones Suramericana.*

- Chayed Mashkour, S., Abdul SadaKhlaif Amer, & Kadhim Imran, I. (2021). The effect of merger and acquisition on financial performance of companies in Iraq. *Multicultural Education*, 7(11).
- Chiriac, S. C. V. (2015). Considerations regarding the evolution of the liquidity and solvency indicators of the most important romanian HORECA companies in the period 2010-2013. *Procedia Economics and Finance*, 32, 833–840.
- Ciobanu, R., Brad, L., Dobre, F., & Viorel, I. (2014). Similarities between the acquirer and the target company in successful takeover bid offers. *Procedia Economics and Finance*, 15, 815–821.
- Corder, G. W., & Foreman, D. I. (2014). *Nonparametric statistics: a step-by-step approach* (2nd ed.). John Wiley & Sons, Inc.
- Duarte Duarte, J. B., & Mascareñas Pérez-Iñigo, J. M. (2013). La eficiencia de los mercados de valores: una revisión. *Análisis Financiero*, 122, 21–35.
- Duarte Duarte, J. B., & Mascareñas Pérez-Iñigo, J. M. (2014). Comprobación de la eficiencia débil en los principales mercados financieros latinoamericanos. *Estudios Gerenciales*, 30(133), 365–375.
- Dumrauf, G. (2010). *Finanzas corporativas. Un enfoque latinoamericano* (2nd ed.).
- Durrah, O., Abdul, A., & Jamil, S. (2016). Exploring the relationship between liquidity ratios and indicators of financial performance: an analytical study on food industrial companies listed in Amman Bursa. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(2), 435–441.
- Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R. (1981). The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer. *Harvard Law Review*, 1161.
- Ehrhardt, M., & Brigham, E. (2007). *Finanzas Corporativas* (2nd ed.).

Ley 222 de 1995 por la cual se modifica el Libro II del código de comercio, se expide un nuevo régimen de procesos concursales y se dictan otras disposiciones, Pub. L. No. Capítulo V, Artículo 28 y 29 (1995).

http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0222_1995.html

Ley 1870 de 2017 por la cual se dictan normas para fortalecer la regulación y supervisión de los conglomerados financieros y los mecanismos de resolución de entidades financieras, (2017).

<https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?ruta=Leyes/30033767>

Ley 1943 de 2018 por la cual se expiden normas de financiamiento para el restablecimiento del equilibrio del presupuesto general y se dictan otras disposiciones, (2018).

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, (2010).

El Tiempo. (1999, March). *El accionista o la reserva bancaria*.

<https://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-871626>

Fagerland, M. W. (2012). t-tests, non-parametric tests, and large studies a paradox of statistical practice? *BMC Medical Research Methodology*, 12(1), 78.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <http://www.jstor.org/stable/2325486> .

Fernández, J. A., Agra, F., & Agrafojo, I. (2002). Las ofertas públicas de adquisición. In Netbiblo (Ed.), *Análisis Sectorial del Mercado de Valores* (pp. 117–146).

Franco, F. de J. (2012). La Bolsa de Valores de Colombia, espacio temporal y la World Federation of Exchanges - WFE*. *Económicas CUC*, 33(1).

Franks, J., & Mayer, C. (1996). Hostile takeovers and the correction of managerial failure. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 163–181.

- Fukuda, A. (2020). The effects of M&A on corporate performance in Japan: DID analysis in the era of corporate governance Reform. *Japan and the World Economy*, 55, 101013.
- Gajewski, D. (2013). The holding company as an instrument of companies' tax-financial policy formation. *Contemporary Economics*, 7(1), 75–82.
- García, R. S., Cruz, S., & Venegas, F. (2014). Una medida de eficiencia de mercado. Un enfoque de teoría de la información. *Contaduría y Administración*, 59(4), 137–166.
- Gómez-Gómez, M., Danglot-Banck, C., & Vega-Franco, L. (2003). Sinopsis de pruebas estadísticas no paramétricas. Cuándo usarlas. *Revista Mexicana de Pediatría*, 70(2).
<https://www.medigraphic.com/cgi-bin/new/resumen.cgi?IDARTICULO=8084>
- Grupo Nutresa. (n.d.). *Somos Grupo Nutresa. Quienes Somos*. Retrieved October 15, 2022, from <https://gruponutresa.com/quienes-somos/>
- Grupo Nutresa. (2022). *Grupo Nutresa S.A. composición accionaria fecha de corte: 30 junio de 2022*. <https://gruponutresa.com/wp-content/uploads/2022/08/Principales-25-accionistas-30-de-junio-de-2022.pdf>
- Grupo Sura. (n.d.). *Nuestra Compañía. Sobre Grupo Sura*. Retrieved October 15, 2022, from <https://www.gruposura.com/nuestra-compania/sobre-grupo-sura/>
- Hanly, K. (1992). Hostile takeovers and methods of defense: a stakeholder analysis. *Journal of Business Ethics*, 11, 895–913.
- Harvard Business School Online. (2020). *A manager's guide to finance & accounting*. Free Finance & Accounting E-Book.
- Hyme, P. (2003). La teoría de los mercados eficientes. Un examen crítico. *Cuadernos de Economía*, 39, 57–83.

- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. <http://www.jstor.org/stable/1818789>
- Joshua, O. (2011). Comparative analysis of the impact of mergers and acquisitions on financial efficiency of banks in Nigeria. *Journal of Accounting and Taxation*, 3(1), 1–7. <https://academicjournals.org/journal/JAT/article-full-text-pdf/BC2EA8F739>
- Kariyawasam, H. N. (2019). Analysing the impact of financial ratios on a company's financial performance. *International Journal of Management Excellence*, 13(1). https://core.ac.uk/display/234065358?utm_source=pdf&utm_medium=banner&utm_campaign=pdf-decoration-v1
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187–200.
- Kuchey, A., Khan, S., & Raja, M. (2018). Defensive strategies against hostile takeovers: a case study of warner-lambert vs pfizer. *International Journal of Research and Analytical Reviews*, 5(Special Issue), 103–109.
- Kuhlman, J. M., & Duke, R. M. (1970). A concept of the conglomerate firm. *St. John's Law Review*, 44(5). <https://scholarship.law.stjohns.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3466&context=lawreview>
- Lincoln, J. R., Gerlach, M. L., & Ahmadjian, C. L. (1996). Keiretsu networks and corporate performance in Japan. *American Sociological Review*, 61(1), 67–88.
- Londoño, C. F. (2004). Grupo empresarial antioqueño evolución de políticas y estrategias 1978-2002. *Revista EIA*, 47–62.

- Londoño, C. F., & Acosta, N. E. (2004). Grupo empresarial antioqueño 1978-2002 análisis del modelo empresarial. *Revista EIA*, 41–52.
- Mascareñas, J. (2018). Principios de finanzas. In *Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas* (Vol. 2). <https://ssrn.com/abstract=2313282>
- Masud, N. (2015). Impact of merger and acquisition on financial Performance of banks: evidence from pakistan. *Research Journal of Recent Sciences*, 4(5), 108–113.
- McDonald, J. H. (2022). *Handbook of biological statistics*. <http://www.biostathandbook.com/wilcoxonsignedrank.html>
- Melicher, R. W., & Rush, D. F. (1973). The Performance of Conglomerate Firms: Recent Risk and Return Experience. *The Journal of Finance*, 28(2), 381–388.
- Melo-Velandia, L. F., Orozco-Vanegas, C. A., & Parra-Amado, D. (2022). Ofertas públicas de adquisición y su efecto sobre las rentabilidades en el mercado accionario: el caso de NUTRESA y SURA en Colombia. *Borradores de Economía*, 1195.
- Mohsin, H. J., Ahmed, S. A., & Streimikiene, D. (2020). Evaluating the financial performance by considering the effect of external factors on organization cash flow. *Contemporary Economics*, 14, 406+.
- Moreno, A. (2020). *La Bolsa en Colombia en el siglo XXI. La evolución de los inversionistas y emisores de acciones de la Bolsa en Colombia en los últimos 20 años (1999-2020)* (Segunda).
- Mysková, R., & Hájek, P. (2017). Comprehensive assessment of firm financial performance using financial ratios and linguistic analysis of annual reports. *Journal of International Studies*, 10(4), 96–108.

- Pappas, P., & DePuy, V. (2004). An overview of non-parametric tests in SAS®: when, why, and how. *Proceeding of the. SouthEast SAS Users Group Conference (SESUG 2004): Paper TU04, TU04.*
- Pascale, R., & Pascale, G. (2011). *Teoría de las finanzas. Sus supuestos, neoclasicismo y psicología cognitiva.*
- Payet Puccio, J. A. (2001). Opas hostiles y medidas de protección. *IUS ET VERITAS*, 12(23), 107–127. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/16020>
- Pearce II, J. A., & Robinson, J. R. B. (2004). Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth. *Business Horizons*, 47(5), 15–24.
- Pearce II, J. A., & Robinson Jr, R. B. (2004). Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth. *Business Horizons*, 47(5), 15–24.
- Pereira, S. M. C., & Leslie, G. (2010). Testing differences between two samples of continuous data. *Australian Critical Care*, 23(3), 160–166.
- Pervan, M., Višić, J., & Barnjak, K. (2015). The Impact of M&A on Company Performance: Evidence from Croatia. *Procedia Economics and Finance*, 23, 1451–1456.
- Pett, M. A. (2015). *Nonparametric statistics for health care research. Statistics for small samples and unusual distributions.* SAGE Publications Inc.
- Piper, T. R., & Weiss, S. J. (1974). The Profitability of Multibank Holding Company Acquisitions. *The Journal of Finance*, 29(1), 163–174.
- Puccio, J. A. P. (2001). OPAs hostiles y medidas de protección. *IUS ET VERITAS*, 12(23). <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/16020>
- Rist, M., & Pizzica, A. J. (2015). *Financial ratios for executives: how to assess company strength, fix problems, and make better decisions.* Apress.

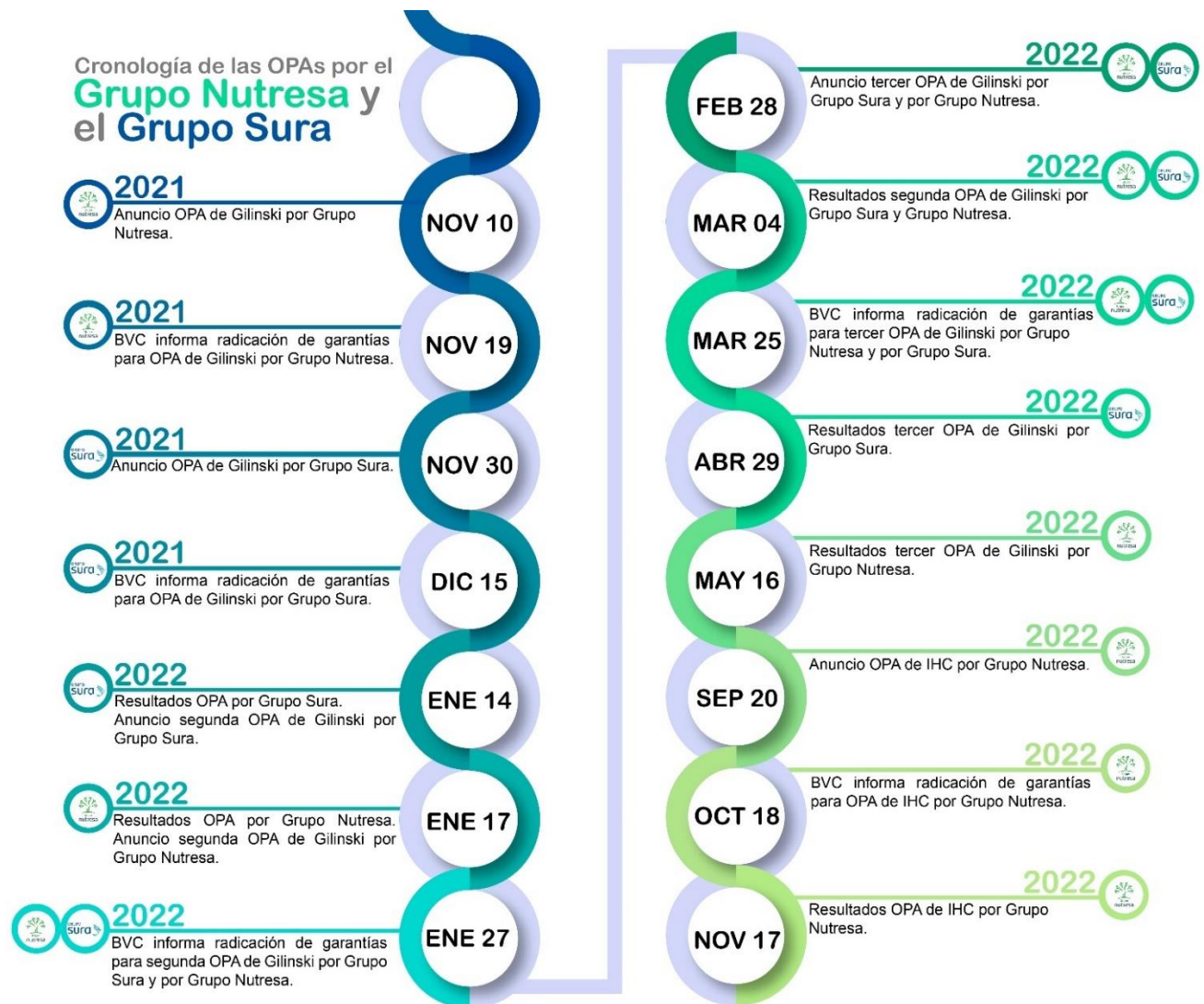
- Rodriguez, J. M. (2002). Los conglomerados financieros y su supervisión: una perspectiva en el contexto de la unión europea. *Revista de Estudios Europeos*, 31, 75–96.
- Rodríguez-Masero, N., & López-Manjón, J. (2016). El flujo de caja como determinante de la estructura financiera de las empresas españolas: Un análisis en tiempos de crisis. *Revista de Métodos Cuantitativos Para La Economía y La Empresa*, 21, 141–159.
- Rodriguez-Sastre, A. (1975). La oferta pública de adquisición de valores (OPA). *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, IV(11), 19–96.
- Romero López, Á. J. (2014). *Principios de contabilidad: incluye las NIIF para pymes* (McGraw-Hill Interamericana, Ed.).
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2012). *Finanzas Corporativas* (9th ed.).
- Ruiz, B. D., & Garcia, G. (2020). Hipótesis de mercados eficientes y estrategias de inversión en el MILA: 2014-2019. *Análisis Económico*, 35(90), 67–90.
- Sailou Jallow, M., Masazing, M., & Basit, A. (2017). The effects of mergers & acquisitions on financial performance: case study of UK companies. *International Journal of Accounting & Business Management*, 5(1).
- Serna, M., & Mora, A. M. (2003). La Bolsa de Valores de Colombia. Su historia y relación con la Universidad EAFIT. *AD-MINISTER Universidad EAFIT Medellín*, 2. <http://publicaciones.eafit.edu.co/index.php/administer/article/view/3182>
- SPSS Tutorials, & Geert van den Berg, R. (n.d.). *SPSS Wilcoxon signed-ranks test – simple example*. Retrieved September 24, 2022, from <https://www.spss-tutorials.com/spss-wilcoxon-signed-ranks-test-simple-example/>
- Circular 42 de 2009, Pub. L. No. Capitulo VI (2009).
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2022). *Oferta pública de adquisición. Urgente*.

- Tajjali, F., & Amir, S. (2014). An analysis of impact of merger and acquisition of financial performance of banks: A case of Pakistan. *Journal of Poverty, Investment and Development*, 5(10), 29–36.
- Uribe, J. M., & Ulloa, I. M. (2011). Revisando la hipótesis de los mercados eficientes: Nuevos datos, nuevas crisis y nuevas estimaciones. *Cuadernos de Economía*, 30(55).
- Walsh, C. (2009). *Key management ratios: the clearest guide to the critical numbers that drive your business, 4th edition (financial times series)*. FT Press.
- Weston, J. F. (1970). The nature and significance of conglomerate firms. *St. John's Law Review*, 44(5). <https://scholarship.law.stjohns.edu/lawreview/vol44/iss5/12/>
- Weston, J. F., & Mansinghka, S. K. (1971). Tests of the Efficiency Performance of Conglomerate Firms. *The Journal of Finance*, 26(4), 919–936.
- Yunus, I., Rasuli, L. O., & Lukum, A. (2021). Comparative analysis of financial performance before and after acquisition. *Proceedings of the 7th Regional Accounting Conference (KRA 2020)*, 175–186.

9. Anexos

Anexo A. Cronología de las OPAs realizadas por Grupo Nutresa y Grupo Sura

Figura 32. Línea cronológica eventos OPAs



Nota: Elaboración propia. Fuente: Boletines informativos de la Bolsa de Valores de Colombia.

Anexo B. Datos de interés de las OPAs realizadas por Grupo Nutresa y Grupo Sura

Tabla 3. Resumen OPAs por Grupo Nutresa

No. OPA	% Esperado Mínimo Adquirir	Precio Acción USD	Precio Acción COP	No. Aceptaciones	No. Acciones Adquiridas (Millones)	Total USD (Millones)	Total COP (Millones)	% Participación Adquirido	% Participación Acumulado Adquirido	Adquiriente
1	50.10%	7.71	30,791	3,364	126.8	977.6	3,904,272.6	27.69%	27.69%	G. Gilinski
2	18.30%	10.48	39,528	1,556	14.2	149.3	563,060.6	3.11%	30.80%	G. Gilinski
3	9.60%	12.58	48,263	Desierta	Desierta	Desierta	Desierta	Desierta	Desierta	G. Gilinski
4	25.0%	15.00	75,225	Desierta	Desierta	Desierta	Desierta	Desierta	Desierta	IHC

Nota: Los datos fueron tomados de los boletines de la Bolsa de Valores de Colombia. G: Grupo

Tabla 4. Resumen OPAs por Grupo Sura

No. OPA	% Esperado Mínimo Adquirir	Precio de la Acción USD	Precio de la Acción COP	No. Aceptaciones	No. Acciones Adquiridas (Millones)	Total USD (Millones)	Total COP (Millones)	% Participación Adquirido	% Participación Acumulado Adquirido	Adquiriente
1	25.34%	8.01	31,643	3,979	118.2	946.5	3,739,180.6	23.76%	23.76%	G. Gilinski
2	5.00%	9.88	37,265	1,763	29.2	288.9	1,089,793.5	7.74%	31.50%	G. Gilinski
3	5.20%	9.88	39,370	1,563	14.0	138.0	549,767.8	2.99%	34.49%	G. Gilinski

Nota: Los datos fueron tomados de los boletines de la Bolsa de Valores de Colombia. G: Grupo


Tabla 5. Número de acciones en circulación

	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022
Grupo Sura	469.04	469.04	469.04	579.23	579.23	579.23	466.72	466.72
Grupo Nutresa	460.12	459.87	458.00	457.76	458.00	457.76	457.76	457.76

Nota: Los datos fueron tomados de Bloomberg. Cifras expresadas en millones.


Anexo C. Fichas técnicas Grupo Nutresa y Grupo Sura

Figura 33. Ficha técnica Grupo Nutresa

		FICHA TÉCNICA	
		Marzo 2023	
Razón Social		GRUPO NUTRESA S.A	
Industria		Bienes de Consumo	
Super sector		Comida y Bebidas	
Sector		Productores de Alimentos	
Subsector		Productos Alimenticios	
Página Web		www.gruponutresa.com	
Representante Legal		Carlos Ignacio Gallego	
Ciudad		Medellín	
Información de la Acción			
Nemotécnico	NUTRESA	Acciones en circulación	457,755,869
Código Superfinanciera	COT04PAAO003	Valor nominal	5
ISIN	COT04PA00028	Valor en libros	21,758 30/09/2022
Código CFI	ESVUFR	Q de Tobin	2
Modalidad de negociación	Continuo	RPG	27
Capitalización Bursátil	22,292,710,820,300	Utilidad por acción	1,895 30/09/2022
Fechas exdividendo	9/03/2023	Beta	0.07
Dividiendo	79		
Participación Accionaria Cierre 2022			
Nombre Accionista	Número Acciones	%	
Grupo de Inversiones Suramericana S.A.	162,774,082	35.56%	
Nugil S.A.S	143,551,638	31.36%	
Grupo Argos S.A.	45,243,781	9.88%	
Microinversiones S.A.	10,627,220	2.32%	
Fondo Bursatil Ishares Colcap	6,564,680	1.43%	
Libreville S.A.S	6,283,447	1.37%	
Fundación Fraternidad Medellín	4,518,270	0.99%	
Finesterre S.A.S	3,806,654	0.83%	
Multinversiones Bolivar S.A.S	2,862,596	0.63%	
Otros (17)	71,523,501	15.62%	
Total	457,755,869		
Información para Inversionistas			
Nombre de contacto IR	Catherine Chacón		
Teléfono de contacto IR	6043258731		
Página web de IR	https://gruponutresa.com/inversionistas/		
Correo de Contacto de IR	cchacon@gruponutresa.com		

Nota: Elaboración propia. Datos tomados de página web de Nutresa y de la BVC, cierre 2022

Figura 34. Ficha técnica Grupo Sura

		FICHA TÉCNICA		
		Marzo 2023		
Razón Social	Industria	GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A		
Super sector	Sector	Financiero		
Subsector	Página Web	Servicios Financieros		
Representante Legal	Ciudad	Servicios Financieros		
		Administradores de Activos		
		www.gruposura.com		
		Gonzalo Alberto Pérez Rojas		
		Medellín		
Información de la Acción				
ACCIÓN ORDINARIA		ACCIÓN PREFERENCIAL		
Nemotécnico	GRUPOSURA	Nemotécnico	PFGRUPSURA	
Có	COT13PAAO004	Có	COT13PAAD031	
ISI	COT13PA00086	ISI	COT13PA00060	
Có	ESVUFR	Có	EPNRPR	
Modalidad de negociación	Continuo	Modalidad de negociación	Continuo	
Capitalización Bursátil	16,279,218,085,760	Capitalización Bursátil	1,237,589,903,000	
Acciones en circulación	466,720,702	Acciones en circulación	112,508,173	
Valor nominal	188	Valor nominal	188	
Valor en libros	45,119 30/09/2022	Valor en libros	45,119 30/09/2022	
Q de Tobin	0.80	Q de Tobin	0.23	
RPG	26.25	RPG	7.58	
Utilidad por acción	1,371 30/09/2022	Utilidad por acción	1,371 30/09/2022	
Beta	0.58	Beta	0.58	
Precio máximo	36,000 2/03/2023	Precio máximo	11,060 2/03/2023	
Precio mínimo	33,500 2/03/2023	Precio mínimo	10,500 2/03/2023	
Promedio móvil de 50 días	39,989 2/03/2023	Dividendo Anual	784	
Dividendo Anual	784			
Participación Accionaria Cierre 2022				
Nombre Accionista	Número Acciones		%	
	Ordinarias	Ordinarias	Preferenciales	Preferenciales
JGDB Holding SAS	177,509,800	38.03%	-	0.00%
Grupo Argos S.A.	130,012,643	27.86%	-	0.00%
Grupo Nutresa S.A.	62,032,220	13.29%	-	0.00%
Fondo de Pensiones Obligatorias Protección	-	0.00%	32,526,741	28.91%
Cementos Argos S.A.	28,394,940	6.08%	-	0.00%
Fondo Bursatil Ishares MSCI Colcap	3,346,272	0.72%	8,069,233	7.17%
Fundación Grupo Argos	10,685,767	2.29%	-	0.00%
Colombiana de Comercio SA Coberta y/o Alkos	10,000,000	2.14%	-	0.00%
Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos	-	0.00%	6,630,477	5.89%
Otros	44,739,059	9.59%	65,281,722	58.02%
Total	466,720,702		112,508,173	
Información para Inversionistas				
Nombre de contacto IR	Carlos Eduardo Gonzalez Tabares			
Teléfono de contacto IR	6043197039			
Página web de IR	https://www.gruposura.com/relacion-con-inversionistas/			
Correo de Contacto de IR	cegonzalez@gruposura.com.co			

Nota: Elaboración propia. Datos tomados de página web de Nutresa y de la BVC, cierre 2022

Anexo D. Fórmulas de indicadores de Bloomberg

Las siguientes fórmulas fueron transcritas del portal Bloomberg.

Indicadores de Rentabilidad

Net Profit Margin (NPM)

Mide la rentabilidad de la empresa, este ratio es la comparación de cuanto del ingreso incurrido durante el período se mantuvo en los beneficios. Se calcula como:

$$\left(\frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Ingreso}} \right) * 100$$

Margin EBITDA

Es la medida, en porcentaje, que calcula la relación de beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización a los ingresos. Se calcula como:

$$\left(\frac{\text{EBITDA}}{\text{Ingreso}} \right) * 100$$

El EBITDA se calcula como Ingreso operacional ajustado + Depreciación y amortización + Arrendamiento operacional

Return on Assets (ROA)

Es el indicador que mide qué tan rentable es una empresa en relación con sus activos totales, en porcentaje. El retorno en activos da una idea de qué tan eficiente es la gestión para usar sus activos para generar beneficios. Se calcula como:

$$\left(\frac{\text{Beneficio neto durante los últimos 12 meses}}{\text{Promedio de activos totales}} \right) * 100$$

Return on Equity (ROE)

Una medida de la rentabilidad de una corporación al revelar cuánto beneficio genera una empresa con el dinero que han invertido los accionistas, en porcentaje. Se calcula como:

$$\left(\frac{\text{Beneficio neto disponibles para accionistas comunes}}{\text{Capital común promedio total}} \right) * 100$$

Si el capital común total inicial o final es negativo, el retorno sobre el capital no se calculará.

Return on Invested Capital (ROIC)

Indica cuán eficiente una empresa usa las fuentes de capital (acciones y deuda) invertido en sus operaciones. El capital invertido promedio es el promedio entre el saldo inicial y final del capital invertido total. Se calcula como:

$$\left(\frac{\text{Beneficio operativo neto tras impuestos últimos 12 meses}}{\text{Capital invertido promedio}} \right) * 100$$

Indicadores de Liquidez***Cash Ratio***

Ratio que indica la liquidez de una empresa. Se calcula como:

$$\frac{(\text{Efectivo y Cuasi Efectivo} + \text{Val negociables y otras inversiones a corto plazo})}{\text{Pasivos circulantes}}$$

Current Ratio

Es ratio que indica la capacidad de una empresa para pagar sus pasivos a corto plazo con sus activos a corto plazo. Se calcula como:

$$\frac{\text{Activos corrientes}}{\text{Pasivos corrientes}}$$

Quick Ratio

Es el ratio que indica la capacidad de una empresa para pagar sus pasivos a corto plazo con sus activos líquidos. Se calcula como:

$$\frac{(\text{Efectivo y Cuasi Efectivo} + \text{Inversiones a corto plazo} + \text{Cuentas por cobrar})}{\text{Pasivos circulantes}}$$

Indicadores de Deuda y Solvencia***Debts to Equite (D/E)***

La deuda total dividida entre el capital social total. Se calcula como:

$$\frac{\text{Deuda a largo y a corto plazo}}{\text{Capital social}} * 100$$

Interest Coverage

Es el ingreso operacional como un porcentaje de gasto por intereses. Se calcula como:

$$\frac{\text{Ingreso operacional}}{\text{Gasto de intereses}}$$

Indicadores de Mercado

Earnings Per Share (EPS)

Se calcula basado en el beneficio neto disponible para accionistas ordinarios dividido por el promedio ponderado de acciones básicas en circulación. Este campo muestra la agregación de todas las contribuciones de capital. Cada contribución de capital se calcula de la siguiente manera:

$$\frac{(\text{Beneficios básicos por participación para cada acción} * \text{Número respectivo de participaciones en el índice} * \text{Tipo de cambio})}{(\text{Divisor de índice} * \text{Factor de cobertura})}$$

El factor de cobertura se define como:

$$1 - \frac{(\text{Capitalización de mercado sin usar})}{(\text{Capitalización de mercado del índice})}$$

La capitalización del mercado sin usar es la suma de la capitalización de mercado de valores que no tienen una contribución de capital al valor del índice. La capitalización de mercado del valor es:

$$\text{Último precio} * \text{Número de acciones en circulación}$$

La capitalización de mercado del índice es la suma de las capitalizaciones de mercado de valores.

Book Value Per Share

Una medida empleada por los propietarios (y participaciones transferibles en los casos de dilución) en una empresa para determinar el nivel de seguridad asociado con cada acción después que se paguen todas las deudas. Se calcula como:

$$\frac{\text{Capital ordinario total}}{\text{Número de acciones en circulación}}$$

Market Value Per Share

El valor empresarial de la empresa por acción en circulación al final del periodo de referencia. Se calcula como:

$$\frac{\textit{Valor de empresa}}{\textit{Acciones en circulación}}$$

Market/Book (M/B) Ratio

Relaciona valores de mercado con valores contables de una empresa. Se calcula como:

$$\frac{\textit{Market Value Per Share}}{\textit{Book Value Per Share}}$$

Estructura de Capital***Capitalization Ratio/Capital Structure Ratio***

Es una medida del apalancamiento financiero de una empresa que presenta su deuda total como un porcentaje del capital total. Se calcula como:

$$\frac{\textit{Deuda total} * 100}{\textit{Capital total}}$$

Anexo E. Resultados indicadores de Bloomberg Grupo Nutresa y Grupo Sura

Figura 35. Indicadores evaluados Grupo Nutresa

Grupo Nutresa SA (NUTRESA CB) - Consolidado Indicadores									
En Millones de COP excepto por acción		Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022
3 meses fin		03/31/2021	06/30/2021	09/30/2021	12/31/2021	03/31/2022	06/30/2022	09/30/2022	12/31/2022
Rentabilidad									
Margen beneficio neto	PROF_MARGIN	8.10	4.66	5.01	3.94	8.21	5.17	4.84	3.28
Margen EBITDA	EBITDA_TO_REVENUE	13.03	12.79	12.38	9.34	12.67	11.76	13.01	9.61
Retorno en activos	RETURN_ON_ASSET	3.99	4.05	4.09	4.17	4.52	4.80	4.96	4.68
Retorno de capital invertido	RETURN_ON_INV_CAPIT	5.82	5.78	6.00	5.85	6.16	6.51	6.98	6.71
Retorno sobre el capital común	RETURN_COM_EQY	7.80	8.10	8.06	7.89	8.67	9.29	9.72	8.97
Liquidez									
Ratio corriente	CUR_RATIO	1.54	1.64	1.76	1.75	1.65	1.68	1.69	1.79
Ratio de efectivo	CASH_RATIO	0.30	0.35	0.30	0.33	0.17	0.18	0.17	0.28
Ratio rápido	QUICK_RATIO	0.74	0.80	0.81	0.84	0.65	0.65	0.65	0.74
Deuda y Solvencia									
Deuda/Capital	TOT_DEBT_TO_TOT_E	52.56	53.65	51.56	46.09	45.48	44.86	47.09	49.60
EBIT a intereses	OPER_INC_TO_INT_EXE	6.18	5.51	6.72	3.96	5.89	4.49	4.07	2.35
Mercado									
Earnings per Share	IS_EPS	498.89	298.25	366.34	309.95	645.45	453.80	480.30	349.37
Book Value per Share	BOOK_VAL_PER_SH	17,494	16,978	17,479	19,587	19,831	21,189	21,396	23,411
Market Value per Share	EV_TO_SH_OUT	30,890	29,297	29,305	36,027	53,991	48,101	46,001	54,084
Market/Book (M/B) Ratio		1.77	1.73	1.68	1.84	2.72	2.27	2.15	2.31
Estructura de Capital									
Deuda/Capital	TOT_DEBT_TO_TOT_C	34.45	34.92	34.02	31.55	31.26	30.97	32.02	33.15

Nota: Información descargada de Bloomberg.

Figura 36. Indicadores evaluados Grupo Sura

Grupo de Inversiones Suramericana SA (GRUPOSUR CB) - Consolidado Indicadores									
En Millones de COP excepto por acción		Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022
3 meses fin		03/31/2021	06/30/2021	09/30/2021	12/31/2021	03/31/2022	06/30/2022	09/30/2022	12/31/2022
Rentabilidad									
Margen beneficio neto	PROF_MARGIN	8.33	16.50	14.10	14.31	16.39	18.20	13.20	17.14
Margen EBITDA	EBITDA_TO_REVENUE	16.23	19.53	19.22	16.29	11.09	19.22	10.32	25.62
Retorno en activos	RETURN_ON_ASSET	0.68	0.96	1.32	1.92	2.23	2.36	2.25	2.38
Retorno de capital:	RETURN_ON_CAP	1.54	1.92	2.59	3.78	4.30	4.59	4.52	5.36
Retorno sobre el capital común	RETURN_COM_EQY	1.86	2.56	3.53	5.16	5.91	6.19	6.02	6.66
Deuda y Solvencia									
Deuda/Capital	TOT_DEBT_TO_TOT_EQY	37.24	32.88	32.56	32.27	31.34	31.18	33.66	29.21
Mercado									
Earnings per Share	IS_EPS	414	915	871	806	920	1,195	858	1,474
Book Value per Share	BOOK_VAL_PER_SH	57,017	57,884	58,367	49,370	49,878	52,038	66,949	58,229
Market Value per Share	EV_TO_SH_OUT	44,581	40,518	43,534	48,084	52,687	57,633	57,140	57,430
Market/Book (M/B) Ratio		0.78	0.70	0.75	0.97	1.06	1.11	0.85	0.99
Estructura de Capital									
Deuda/Capital	TOT_DEBT_TO_TOT_CAP	27.13	24.74	24.56	24.40	23.86	23.77	25.18	22.61

Nota: Información descargada de Bloomberg.

Anexo F. Estados financieros Grupo Nutresa y Grupo Sura

Figura 37. Estado de resultados Grupo Nutresa

Grupo Nutresa SA (NUTRESA CB) - Estado de Resultados Ajustado								
En Millones de COP excepto por acción	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022
3 meses fin	03/31/2021	06/30/2021	09/30/2021	12/31/2021	03/31/2022	06/30/2022	09/30/2022	12/31/2022
Ingreso	2,833,700	2,942,014	3,359,576	3,602,981	3,597,442	4,014,178	4,545,170	4,881,033
+ Ingresos de servicios y ventas	2,833,700	2,942,014	3,359,576	3,602,981	3,597,442	4,014,178	4,545,170	4,881,033
- Coste de ingreso	1,646,174	1,735,923	2,001,871	2,226,916	2,223,204	2,540,946	2,905,539	3,129,906
+ Coste de bienes y servicios	1,603,892	1,693,947	1,957,299	2,179,940	2,179,974	2,496,084	2,850,803	3,074,635
+ Depreciación + amortización	42,282	41,976	44,572	46,976	43,230	44,862	54,736	55,271
Beneficio bruto	1,187,526	1,206,091	1,357,705	1,376,065	1,374,238	1,473,232	1,639,631	1,751,127
+ Otros ingresos operacionales	—	—	—	—	217	6,139	615	13,442
- Gastos operacionales	891,772	955,196	1,038,770	1,136,442	1,016,771	1,101,284	1,231,934	1,418,219
+ Ventas, generales y admin	784,366	850,863	925,357	1,029,562	912,046	995,433	1,110,017	1,271,619
+ Ventas y mercadotecnia	670,817	725,027	788,794	881,835	774,383	855,813	956,022	1,086,406
+ General y administrativo	113,549	125,836	136,563	147,727	137,663	139,620	153,995	185,213
+ Depreciación + amortización	59,600	59,542	61,075	64,631	62,258	65,950	67,894	73,489
+ Otro gasto operativo	47,806	44,791	52,338	42,249	42,467	39,901	54,023	73,111
Ingreso operacional (pérdida)	295,754	250,895	318,935	239,623	357,684	378,087	408,312	346,350
- Ingreso (pérdida) no operacional	-8,120	43,977	31,668	22,155	-39,579	48,130	71,305	111,547
+ Gasto de intereses, neto	—	—	—	56,705	59,542	80,471	98,452	113,261
+ Gastos de intereses	48,265	44,232	46,122	56,705	59,542	80,471	98,452	144,783
- Ingreso de intereses	—	—	—	0	0	0	0	31,522
+ (Plusvalía) pérdida del tipo de cambio	1,739	-6,175	-24,059	-22,660	-11,518	-26,945	-26,346	-18,739
+ Beneficio (pérdida) de filiales	2,823	-205	773	-2,378	-4,958	-6,568	-6,895	274
+ Otro (ingreso) pérdida no op	-60,947	6,125	8,832	-9,512	-82,645	1,172	6,094	16,751
Beneficios (pérdidas) antes de impuestos, ajustado	303,874	206,918	287,267	217,468	397,263	329,957	337,007	234,803
- Pérdida anormal	-2,595	6,994	8,811	14,800	7,204	16,893	7,853	5,978
+ Despojo de activos	—	200	—	—	—	-540	—	—
+ Cancelación de activos	—	7,767	9,824	22,207	8,215	20,313	12,397	15,423
+ Impedimnto de intangibles	—	—	—	-3,037	—	—	—	—
+ Resolución jurídica	147	293	781	1,390	5,025	1,855	1,534	551
+ Restructura	—	—	—	—	—	—	—	—
+ Venta de inversiones	—	—	—	—	—	—	—	—
+ Liquidación de seguro	-2,450	-1,099	-1,364	-6,512	-6,402	-4,613	-5,991	-7,588
+ Otros elementos atípicos	-292	-167	-430	752	366	-122	-87	-2,408
Beneficios (pérdidas) antes de impuestos, GAAP	306,469	199,924	278,456	202,668	390,059	313,064	329,154	228,825
- Gasto de impuesto a la renta (Beneficio)	73,111	59,142	73,610	57,193	88,833	98,648	104,193	65,627
+ Impuesto sobre la renta actual	71,726	51,509	67,496	48,163	103,518	107,321	123,274	74,798
+ Impuesto sobre la renta diferido	1,385	7,633	6,114	9,030	-14,685	-8,673	-19,081	-9,171
Beneficios (pérdidas) de operaciones continuas	233,358	140,782	204,846	145,475	301,226	214,416	224,961	163,198
- Pérdidas (ganancias) extraordinarias netas	112	167	32,031	-1,103	10	9	2	13
+ Operaciones discontinuas	112	167	32,031	-1,103	10	9	2	13
+ PE y cambios contables	0	0	0	0	0	0	0	0
Ingreso (pérdida) incl MI	233,246	140,615	172,815	146,578	301,216	214,407	224,959	163,185
- Minoritarios	3,695	3,457	4,545	4,678	5,756	6,679	5,098	3,258
Beneficio neto, GAAP	229,551	137,158	168,270	141,900	295,460	207,728	219,861	159,927
- Dividendos preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0
- Otros ajustes	0	0	0	0	0	0	0	0
beneficio neto disponible a accionistas comunes, C	229,551	137,158	168,270	141,900	295,460	207,728	219,861	159,927

Nota: Información descargada de Bloomberg.

Figura 38. Estado de situación financiera Grupo Nutresa

Grupo Nutresa SA (NUTRESA CB) - Estado de Situación Financiera Estandarizado								
En Millones de COP excepto por acción	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022
3 meses fin	03/31/2021	06/30/2021	09/30/2021	12/31/2021	03/31/2022	06/30/2022	09/30/2022	12/31/2022
Activo total								
+ Efectivo, equivalentes y STI	777,656	882,837	737,062	862,706	495,018	581,127	619,858	1,060,247
+ Efectivo y equivalentes	777,656	882,837	737,062	551,499	495,018	581,127	619,858	794,699
+ Inversiones a corto plazo	0	0	0	311,207	—	0	0	265,548
+ Cuentas y notas por cobrar	1,146,577	1,157,716	1,240,761	1,332,815	1,348,292	1,515,302	1,745,721	1,763,854
+ Cuentas por cobrar, neto	1,146,577	1,157,716	1,240,761	1,332,815	1,348,292	1,515,302	1,745,721	1,763,854
+ Inventarios	1,583,352	1,619,833	1,767,248	1,934,456	2,196,127	2,470,847	2,845,708	3,263,617
+ Mat primas	—	—	—	556,042	—	—	—	1,171,720
+ Trabajo en proceso	—	—	—	110,686	—	—	—	176,188
+ Bienes de consumo	—	—	—	811,109	—	—	—	1,303,023
+ Otro inventario	—	—	—	456,619	—	—	—	612,686
+ Otros activos a CP	497,973	506,519	567,033	464,788	652,864	818,006	929,288	712,271
+ Gastos prepagados	—	58,514	55,761	43,077	55,223	70,621	67,358	46,604
+ Activos derivados y de cobertura	—	—	102,837	—	125,890	—	—	—
+ Activos mantenidos para la venta	177	177	177	177	177	4,711	4,711	177
+ Impuesto por cobrar	—	294,996	340,744	272,431	334,183	438,444	483,386	308,971
+ Activos varios a CP	497,796	152,832	67,514	149,103	137,391	304,230	373,833	356,519
Activos totales actuales	4,005,558	4,166,905	4,312,104	4,594,765	4,692,301	5,385,282	6,140,575	6,799,989
+ Propiedad, planta y equipo; neto	4,340,133	4,342,441	4,365,365	4,440,369	4,382,559	4,446,718	4,589,056	4,944,871
+ Propiedad, planta y equipo	6,411,874	6,459,467	6,520,019	6,675,137	6,650,347	6,761,988	7,021,566	7,568,200
- Depreciación acumulada	2,071,741	2,117,026	2,154,654	2,234,768	2,267,788	2,315,270	2,432,510	2,623,329
+ Inversiones y cuentas por cobrar a LP	35,371	41,988	43,613	53,072	52,364	56,205	60,293	55,952
+ Inversiones a largo plazo	8,977	8,898	8,819	8,740	8,662	8,583	8,504	8,425
+ Cuentas por cobrar LP	26,394	33,090	34,794	44,332	43,702	47,622	51,789	47,527
+ Otros activos a LP	7,162,204	6,870,528	7,108,639	7,868,277	8,220,575	8,580,686	8,284,571	8,956,576
+ Activos intangibles totales	3,825,276	3,813,924	3,775,811	3,800,849	3,760,575	3,724,129	3,916,778	4,257,677
+ Fondo de comercio	2,471,103	2,465,758	2,447,252	2,445,723	2,432,285	2,398,187	2,509,796	2,744,103
+ Otros activos intangibles	1,354,173	1,348,166	1,328,559	1,355,126	1,328,290	1,325,942	1,406,982	1,513,574
+ Gasto prepagado	—	—	8,791	9,025	8,953	8,621	9,353	10,296
+ Activos de impuestos diferidos	757,260	765,430	810,476	781,829	781,619	781,725	823,979	887,513
+ Inversiones en filiales	198,719	213,813	211,681	217,821	208,599	223,185	226,506	232,133
+ Activos varios a LP	2,380,949	2,077,361	2,301,880	3,058,753	3,460,829	3,843,026	3,307,955	3,568,957
Activos totales no corrientes	11,537,708	11,254,957	11,517,617	12,361,718	12,655,498	13,083,609	12,933,920	13,957,399
Activos totales	15,543,266	15,421,862	15,829,721	16,956,483	17,347,799	18,468,891	19,074,495	20,757,388
Pasivo y capital social								
+ Cuentas por pagar y devengos	1,857,915	1,956,011	2,084,845	2,234,852	2,515,594	2,755,929	2,879,994	2,888,161
+ Cuentas por pagar	736,577	842,636	924,257	1,099,159	1,133,576	1,263,013	1,380,355	1,428,563
+ Impuestos incurridos	255,089	283,931	321,046	230,484	294,415	480,107	506,451	348,993
+ Interés y dividendos por pagar	334,111	252,744	171,732	91,596	446,352	337,571	228,902	120,396
+ Otras cuentas por pagar y en devengo	532,138	576,700	667,810	813,613	641,251	675,238	764,286	990,209
+ Deuda CP	692,968	490,715	260,749	285,911	193,916	311,556	519,200	689,866
+ Préstamos CP	570,703	376,104	153,320	178,658	96,533	222,281	434,850	588,630
+ ST Lease Liabilities	122,265	114,611	107,429	107,253	97,383	89,275	84,350	101,236
+ Arrendamientos de operación a CP	122,265	—	—	—	—	—	—	—
+ Otros pasivos a corto plazo	46,552	95,451	108,237	107,274	133,284	144,322	227,706	230,688
+ Pasivos varios a CP	46,552	95,451	108,237	107,274	133,284	144,322	227,706	230,688
Pasivos totales corrientes	2,597,435	2,542,177	2,453,831	2,628,037	2,842,794	3,211,807	3,626,900	3,808,715
+ Deuda LP	3,571,742	3,734,520	3,904,380	3,882,006	3,973,113	4,076,906	4,136,995	4,669,072
+ Préstamos a largo plazo	2,817,902	2,992,193	3,182,278	3,162,832	3,253,778	3,341,350	3,385,393	3,782,499
+ LT Lease Liabilities	753,840	742,327	722,102	719,174	719,335	735,556	751,602	886,573
+ Arrendamientos de operación a LP	753,840	—	—	—	—	—	—	—
+ Otros pasivos a LP	1,259,437	1,268,974	1,392,994	1,404,327	1,370,214	1,396,661	1,423,131	1,474,904
+ Pasivos de pensiones	200,137	198,986	195,184	199,827	196,695	192,542	196,883	216,791
+ Pasivo de impuesto diferido	1,048,406	1,061,524	1,189,325	1,195,928	1,165,042	1,197,543	1,218,942	1,251,290
+ Pasivos varios a LP	10,894	8,464	8,485	8,572	8,477	6,576	7,306	6,823
Pasivos totales no corrientes	4,831,179	5,003,494	5,297,374	5,286,333	5,343,327	5,473,567	5,560,126	6,143,976
Pasivos totales	7,428,614	7,545,671	7,751,205	7,914,370	8,186,121	8,685,374	9,187,026	9,952,691
+ Capital en acciones y APIC	549,133	549,133	549,133	549,133	549,133	549,133	549,133	549,133
+ Capital común	2,301	2,301	2,301	2,301	2,301	2,301	2,301	2,301
+ Capital adicional pagado	546,832	546,832	546,832	546,832	546,832	546,832	546,832	546,832
+ Beneficios retenidos	229,551	366,709	534,979	676,879	295,460	503,188	723,049	882,976
+ Otro capital	7,270,749	6,891,715	6,921,127	7,739,928	8,237,744	8,646,935	8,522,054	9,284,272
Capital antes de interés minoritario	8,049,433	7,807,557	8,005,239	8,965,940	9,082,337	9,699,256	9,794,236	10,716,381
+ Participación minoritaria/no dominante	65,219	68,634	73,277	76,173	79,341	84,261	93,233	88,316
Patrimonio total	8,114,652	7,876,191	8,078,516	9,042,113	9,161,678	9,783,517	9,887,469	10,804,697
Pasivo y capital totales	15,543,266	15,421,862	15,829,721	16,956,483	17,347,799	18,468,891	19,074,495	20,757,388

Nota: Información descargada de Bloomberg.

Figura 39. Flujo de caja Grupo Nutresa

Grupo Nutresa SA (NUTRESA CB) - Flujo de Caja Estandarizado								
En Millones de COP excepto por acción	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022
3 meses fin	03/31/2021	06/30/2021	09/30/2021	12/31/2021	03/31/2022	06/30/2022	09/30/2022	12/31/2022
Efectivo de actividades operacionales								
+ Ingreso neto	229,551	137,158	168,270	141,900	295,460	207,728	219,861	159,927
+ Depreciación + amortización	70,953	132,447	105,647	111,607	105,488	110,812	190,662	128,760
+ Efectivo neto de ops disc	—	—	—	—	-8	—	—	—
Efectivo de actividades operacionales	-18,557	408,261	264,438	401,470	-144,763	207,442	56,488	282,588
Efectivo de actividades de inversión								
+ Cambio en fijos e intangibles	-56,977	-74,297	-114,857	-122,889	-61,488	-86,617	-116,674	-173,978
+ Desp en fijos e intangibles	16,824	22,387	225	1,062	180	3,186	1,427	2,998
+ <i>Desp de activos fijos prod</i>	16,824	22,387	225	1,062	180	3,186	1,427	2,998
+ <i>Desp de activos intangibles</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Adq de fijos e intangibles	-73,801	-96,684	-115,082	-123,951	-61,668	-89,803	-118,101	-176,976
+ <i>Adq de activos fijos prod</i>	-69,303	-94,251	-99,419	-120,182	-57,716	-83,466	-105,914	-165,415
+ <i>Adq de activos intangibles</i>	-4,498	-2,433	-15,663	-3,769	-3,952	-6,337	-12,187	-11,561
+ Cambio neto en inversiones LP	0	0	0	-58,676	-36,970	36,970	0	-85,968
+ Dec en inversiones LP	0	0	0	0	0	—	0	0
+ Inc en inversiones LP	0	0	0	-58,676	-36,970	—	0	-85,968
+ Efectivo neto de adq y div	0	-11,929	-90,902	-1,200	8,900	-6,414	0	-8,900
+ Efectivo por despojos	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Efectivo para adq de subs	0	-11,929	-90,902	10,729	0	-6,414	0	6,414
+ Efectivo para JVs	0	0	0	-11,929	8,900	0	0	-15,314
+ Otras actividades de inversión	0	-37,044	-4,131	48,434	0	-81,008	-4,812	22,250
+ Efectivo neto de ops disc	0	—	—	—	—	—	—	—
Efectivo de actividades de inversión	-56,977	-123,270	-209,890	-134,331	-89,558	-137,069	-121,486	-246,596
Efectivo de actividades de financiación								
+ Dividendos pagados	-74,680	-80,689	-80,612	-81,967	-81,938	-108,957	-108,669	-110,610
+ Efectivo de (pagos) deuda	-42,528	-65,568	-75,922	-56,360	-11,008	119,853	143,648	425,156
+ Efectivo de (pagos) deuda CP	—	—	0	—	—	—	0	0
+ Efectivo de deuda a LP	—	—	0	—	—	—	190,167	475,089
+ Pagos de préstamos a LP	—	—	-75,922	-56,360	—	—	-46,519	-49,933
+ Efectivo (recompra) de acciones	0	-26,125	-20,628	-5,283	0	0	0	0
+ Aumento en capital	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Baja en capital	0	-26,125	-20,628	-5,283	0	0	0	0
+ Otras actividades de financiación	-4,042	-11,343	-12,500	-13,517	-20,292	-13,429	-5,326	-17,388
+ Efectivo neto de ops disc	0	—	—	—	—	—	—	0
Efectivo de actividades de financiación	-121,250	-183,725	-189,662	-157,127	-113,238	-2,533	29,653	297,158
Efecto de los tipos de cambio	40,894	3,554	-10,320	15,645	-20,121	18,271	74,066	107,267
Cambios netos en el efectivo	-155,890	104,820	-145,434	125,657	-367,680	86,111	38,721	440,417
Efectivo pagado por impuestos	71,556	97,114	41,427	79,325	74,249	103,605	47,775	105,452
Efectivo pagado en intereses	33,425	26,424	32,932	26,981	36,542	44,137	70,031	88,895

Nota: Información descargada de Bloomberg.

Figura 40. Estados de resultados Grupo Sura

Grupo de Inversiones Suramericana SA (GRUPOSUR CB) - Estado de Resultados Ajustado								
En Millones de COP excepto por acción 3 meses fin	Q1 2021 03/31/2021	Q2 2021 06/30/2021	Q3 2021 09/30/2021	Q4 2021 12/31/2021	Q1 2022 03/31/2022	Q2 2022 06/30/2022	Q3 2022 09/30/2022	Q4 2022 12/31/2022
Ingresos netos	2,143,931	2,416,550	2,719,262	2,640,947	2,407,611	2,812,941	2,782,560	4,013,573
+ Ingreso de interés neto	36,561	66,312	257,819	148,742	-15,284	531,241	225,029	47,095
+ Ingreso de intereses	223,086	244,032	433,544	343,180	195,718	781,840	474,852	329,930
+ <i>Ingreso de intereses</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
+ <i>Ingreso de inversión</i>	223,086	244,032	433,544	343,180	195,718	781,840	474,852	329,930
- Gasto total de interés	186,525	177,720	175,725	194,438	211,002	250,599	249,823	282,835
+ Ingreso total sin intereses ajustado	2,107,370	2,350,238	2,461,443	2,492,205	2,422,895	2,281,700	2,557,531	3,966,478
+ G/P de valores de operaciones	30,672	240,841	213,668	338,868	-278,721	7,854	34,778	656,517
+ Beneficios/pérdidas de cuenta de operaciones	—	—	—	—	—	—	—	—
+ Ingreso (pérdida) de inversiones y préstamos	43,205	159,371	148,134	323,385	-206,281	-37,729	19,285	643,735
+ Otro ingreso (pérdida)	-12,533	81,470	65,534	15,483	-72,440	45,583	15,493	12,782
+ Comisiones y tarifas ganadas	758,726	805,506	836,446	846,867	776,716	767,376	838,119	1,145,817
+ Otros ingresos (pérdidas) operacionales	1,317,972	1,303,891	1,411,329	1,306,470	1,924,900	1,506,470	1,684,634	2,164,144
Ingreso neto tras provisiones	2,143,931	2,416,550	2,719,262	2,640,947	2,407,611	2,812,941	2,782,560	4,013,573
- Gasto total no de intereses	2,081,124	2,222,286	2,472,811	2,550,094	2,462,350	2,611,797	2,863,907	3,428,801
+ Comisiones y tarifas pagadas	666,004	705,142	706,682	820,851	809,929	862,107	925,786	1,079,100
+ Otros gastos operacionales	1,415,120	1,517,144	1,766,129	1,729,243	1,652,421	1,749,690	1,938,121	2,349,701
Ingreso operacional (pérdida)	62,807	194,264	246,451	90,853	-54,739	201,144	-81,347	584,772
- Ingreso (pérdida) no operacional	-239,488	-408,964	-336,201	-409,894	-542,785	-503,189	-520,107	-472,684
+ (Ingreso) pérdida de filiales	-239,488	-408,964	-336,201	-409,894	-542,785	-503,189	-520,107	-472,684
+ Otro (ingreso) pérdida no op	0	0	0	0	0	0	0	0
Beneficios (pérdidas) antes de impuestos, aju	302,295	603,228	582,652	500,747	488,046	704,333	438,760	1,057,456
- Pérdidas (beneficios) atípicas	0	0	0	0	0	—	0	0
+ Eliminación de activo	—	—	—	—	—	—	—	—
+ Otros elementos atípicos	—	—	—	—	—	—	—	—
Beneficios (pérdidas) antes de impuestos, GA	302,295	603,228	582,652	500,747	488,046	704,333	438,760	1,057,456
- Gasto de impuesto sobre la renta (beneficio	92,823	139,550	138,462	95,246	46,360	100,807	46,330	169,738
+ Impuesto al ingreso actual	172,777	129,061	142,058	97,129	118,605	102,793	115,741	34,484
+ Impuesto al ingreso diferido	-79,954	10,489	-3,596	-1,883	-72,245	-1,986	-69,411	135,254
Beneficios (pérdidas) de operaciones continu	209,472	463,678	444,190	405,501	441,686	603,526	392,430	887,718
- Pérdidas (ganancias) extraordinarias netas	-1,715	2,493	-1,282	-1,246	100	632	-20,728	14
+ Operaciones discontinuas	-1,715	2,493	-1,282	-1,246	100	632	-20,728	14
+ Productos extraordinarios y contables	0	0	0	0	0	0	0	0
Ingreso (pérdida) incl MI	211,187	461,185	445,472	406,747	441,586	602,894	413,158	887,704
- Interés minoritario	16,957	33,160	37,152	28,762	12,315	45,211	12,854	199,966
Beneficio neto, GAAP	194,230	428,025	408,320	377,985	429,271	557,683	400,304	687,738
- Dividendos preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0
- Otros ajustes	0	0	0	0	0	0	0	0
beneficio neto disponible a accionistas comun	194,230	428,025	408,320	377,985	429,271	557,683	400,304	687,738

Nota: Información descargada de Bloomberg.

Figura 41. Estados de situación financiera Grupo Sura

Grupo de Inversiones Suramericana SA (GRUPOSUR CB) - Estado de Situación Financiera Estandarizado								
En Millones de COP excepto por acción	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022
3 meses fin	03/31/2021	06/30/2021	09/30/2021	12/31/2021	03/31/2022	06/30/2022	09/30/2022	12/31/2022
Activo total								
+ Efectivo y equivalentes	2,750,615	2,077,029	1,961,116	2,282,924	2,608,780	2,384,669	2,358,365	3,569,969
+ Inversiones a CP y LP	24,680,719	24,474,784	24,265,645	25,098,605	24,772,357	25,508,172	27,477,962	35,973,060
+ Disponible para la venta/FVTOCI	24,680,719	24,474,784	24,265,645	25,098,605	24,772,357	25,508,172	27,477,962	35,973,060
+ Net Receivables	1,867,015	2,111,496	2,293,288	2,033,598	2,061,144	1,953,603	1,855,999	2,139,913
+ Activos fijos netos	1,855,858	1,836,383	1,821,392	1,880,033	1,767,818	1,794,415	1,820,266	1,991,323
+ Propiedad, planta y equipo	1,855,858	1,836,383	1,821,392	1,880,033	1,767,818	1,794,415	1,820,266	1,991,323
+ Activos intangibles totales	7,952,952	7,959,205	7,626,979	7,813,131	7,826,459	8,012,056	8,627,007	10,433,045
+ Fondo de comercio	5,080,209	5,095,053	4,891,460	5,011,585	5,054,423	5,164,035	5,571,741	6,393,147
+ Otros activos intangibles	2,872,743	2,864,152	2,735,519	2,801,546	2,772,036	2,848,021	3,055,266	4,039,898
+ Investments in Associates	20,130,544	20,444,290	20,915,188	22,007,566	21,792,134	22,817,682	23,851,799	23,224,779
+ Activos de impuestos diferidos totales	309,084	278,162	236,150	272,933	270,567	316,391	453,968	836,232
+ Activos derivados totales	954,221	976,759	1,311,591	1,528,864	1,210,663	1,721,273	2,073,092	1,955,887
+ Otros activos	11,657,006	12,008,903	12,158,070	12,984,030	12,893,838	13,873,940	15,564,269	18,269,257
Activos totales	72,158,014	72,167,011	72,589,419	75,901,684	75,203,760	78,382,201	84,082,727	98,393,465
Pasivo y capital social								
+ Adeudos a CP y Repos	—	—	—	—	—	—	—	—
+ Préstamos CP	—	—	—	—	—	—	—	—
+ Deuda LP	10,914,896	9,787,310	9,755,070	10,088,974	9,875,308	10,242,266	10,771,798	10,453,457
+ LT Lease Liabilities	540,106	515,714	506,361	501,746	481,340	498,106	496,540	—
+ Arrendamientos de finanzas a LP	540,106	515,714	506,361	—	—	—	—	—
+ Préstamos a largo plazo	10,374,790	9,271,596	9,248,709	9,587,228	9,393,968	9,744,160	10,275,258	10,453,457
+ Pasivos de pensiones	514,811	563,522	657,585	680,964	560,939	626,191	734,987	835,112
+ Pasivos de impuestos diferidos totales	1,487,242	1,479,710	1,439,159	1,473,520	1,442,285	1,460,462	1,522,526	1,844,922
+ Pasivos derivados totales	208,898	215,130	281,589	321,959	287,012	386,381	521,390	491,544
+ Otros pasivos	29,721,395	30,354,306	30,491,965	32,071,053	31,527,902	32,821,462	38,532,619	48,986,608
Pasivos totales	42,847,242	42,399,978	42,625,368	44,636,470	43,693,446	45,536,762	52,083,320	62,611,643
+ Acciones preferentes y capital híbrido	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Capital en acciones y APIC	3,399,888	3,399,888	3,399,888	3,399,888	3,399,888	3,399,888	3,399,888	3,399,888
+ Capital común	109,121	109,121	109,121	109,121	109,121	109,121	109,121	109,121
+ Capital adicional pagado	3,290,767	3,290,767	3,290,767	3,290,767	3,290,767	3,290,767	3,290,767	3,290,767
- Autocartera	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Beneficios retenidos	13,606,974	14,033,244	14,520,055	14,881,230	14,560,237	15,180,791	15,598,785	16,307,253
+ Otro capital	9,736,137	9,716,830	9,456,194	10,315,422	10,930,868	11,561,046	12,247,794	14,020,574
Acciones antes de interés minoritario	26,742,999	27,149,962	27,376,137	28,596,540	28,890,993	30,141,725	31,246,467	33,727,715
+ Participación minoritaria/no dominante	2,567,773	2,617,071	2,587,914	2,668,674	2,619,321	2,703,714	752,940	2,054,107
Patrimonio total	29,310,772	29,767,033	29,964,051	31,265,214	31,510,314	32,845,439	31,999,407	35,781,822
Pasivo y capital totales	72,158,014	72,167,011	72,589,419	75,901,684	75,203,760	78,382,201	84,082,727	98,393,465

Nota: Información descargada de Bloomberg.

Figura 42. Flujo de caja Grupo Sura

Grupo de Inversiones Suramericana SA (GRUPOSUR CB) - Flujo de Caja Estandarizado								
En Millones de COP excepto por acción 3 meses fin	Q1 2021 03/31/2021	Q2 2021 06/30/2021	Q3 2021 09/30/2021	Q4 2021 12/31/2021	Q1 2022 03/31/2022	Q2 2022 06/30/2022	Q3 2022 09/30/2022	Q4 2022 12/31/2022
Efectivo de actividades operacionales								
+ Ben neto	194,230	428,025	408,320	377,985	429,271	557,683	400,304	687,738
+ Depreciación + amortización	128,890	134,803	134,886	144,845	134,092	137,005	144,609	160,604
+ Partidas no monetarias	-24,765	-417,379	-15,872	1,211,805	-75,905	80,653	391,141	5,116,618
+ Beneficio de la venta de valores y préstamos	-219,366	-186,358	-339,699	—	-327,950	-313,756	-423,055	-1,014,230
+ Otros no en efectivo ajustados	194,601	-231,021	323,827	1,211,805	252,045	394,409	814,196	6,130,848
+ Camb neto en capital operacional	-322,165	5,360	-154,717	-1,264,849	38,382	-259,772	265,791	-147,805
+ Otros activos/pasivos op	-322,165	5,360	-154,717	-1,264,849	38,382	-259,772	265,791	-147,805
Efectivo de actividades operacionales	-23,810	150,809	372,617	469,786	525,840	515,569	1,201,845	5,817,155
Efectivo de actividades de inversión								
+ Cambio neto en activos fijos	-11,243	-17,950	-16,624	-33,767	-48	-44,893	-20,577	102,012
+ Despojo de activos fijos	14,929	10,344	13,722	22,507	31,695	0	9,068	171,324
+ Gastos de capital/Adiciones de propiedades:	-26,172	-28,294	-30,346	-56,274	-31,743	-44,893	-29,645	-69,312
+ Cambio neto en inversiones	-5,107	-50,978	-12,053	-15,228	12,485	-131,154	-20,741	-22,060
+ Disminución de las inversiones	7,509	4,195	22,412	26,239	24,416	6,757	0	—
+ <i>Dec en otras inversiones</i>	7,509	4,195	22,412	26,239	24,416	6,757	0	—
+ Incremento de las inversiones	-12,616	-55,173	-34,465	-41,467	-11,931	-137,911	-20,741	—
+ <i>Inc en otras inversiones</i>	-12,616	-55,173	-34,465	-41,467	-11,931	-137,911	-20,741	—
+ Camb neto en préstamos e interbancarios	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Efectivo neto de adq y div	-2,135	-2,471	-5,332	-72,494	-32,002	-1,317	-45,186	-309,693
+ Efectivo de despojos	0	512	0	0	0	0	0	0
+ Efectivo para adq de subs	-2,135	-2,983	-5,332	-72,494	-32,002	-1,317	-45,186	4,645
+ Efectivo para JVs	0	0	0	0	0	0	0	-314,338
+ Otras actividades de inversión	-32,431	461,021	113,076	-70,880	-40,148	-316,717	-762,229	-4,078,524
Efectivo de actividades de inversión	-50,916	389,622	79,067	-192,369	-59,713	-494,081	-848,733	-4,308,265
Efectivo de actividades de financiación								
+ Dividendos pagados	-84,461	-88,025	-87,724	-87,688	-87,286	-114,301	-112,520	-113,576
+ Efectivo de (pagos) deuda	-424,209	-1,143,750	-213,527	172,960	-72,320	-66,828	-208,117	-95,079
+ Efectivo (recompra) de acciones	0	-25,979	-15,351	-13,822	0	0	0	0
+ Aumento en capital	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Baja en capital	0	-25,979	-15,351	-13,822	0	0	0	0
+ Cambio neto en depósitos	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Otras actividades de financiación	18,032	49,877	-257,246	115,871	33,761	-84,097	-65,200	-97,486
Efectivo de actividades de financiación	-490,638	-1,207,877	-573,848	187,321	-125,845	-265,226	-385,837	-306,141
Efecto de los tipos de cambio	3,813	1,635	6,251	12,588	-14,426	19,627	6,421	8,855
Cambios netos en el efectivo	-561,551	-665,811	-115,913	477,326	325,856	-224,111	-26,304	1,211,604
Efectivo pagado por impuestos	260,575	249,233	90,205	111,017	192,602	195,027	-314	119,170
Efectivo pagado en intereses	55,862	194,860	53,075	232,150	62,084	228,928	102,369	211,741

Nota: Información descargada de Bloomberg.