

ESCENARIOS PROBABLES PARA LA SEGUNDA RONDA DE OPAS SOBRE GRUPO SURA Y GRUPO NUTRESA

Contenido

Escenarios probables para la segunda ronda de OPAs sobre Grupo Sura y Grupo Nutresa	2
Actualización y supuestos.....	6
› Asignadas las acciones de la primera ronda y aprobada la segunda ronda.....	8
Efectos de mercado	8
Efectos Corporativos	9
Participaciones directas e indirectas	12
› Escenarios probables para la segunda temporada de OPAs .	14
Condiciones de la segunda ronda de OPAs	14
Resultados estimados para el límite inferior del rango demandado	15
Resultados esperados para el límite superior del rango demandado	19
› Análisis condicional y ruta crítica	22
Ruta crítica para que el GEA cambie de controlante	23
› Información complementaria	28
Compradores/vendedores y portafolios de AFPs	28
› Metodología de Cuociente Electoral.....	30
Equipo de investigaciones económicas	31

Escenarios probables para la segunda ronda de OPAs sobre Grupo Sura y Grupo Nutresa

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

andres.duarte@corficolombiana.com

Luego de la asignación de acciones ordinarias de la primera “ronda” o temporada de OPAs sobre Grupo Sura (en adelante Sura) y Grupo Nutresa (en adelante Nutresa), empresas del denominado Grupo Empresarial Antioqueño (GEA), por parte de Grupo Gilinski (GG), a través de JGDB Holding S.A.S. y NUGIL S.A.S respectivamente, inició el periodo de aceptación de ofertas de la segunda ronda de OPAs. Tal como lo hicimos finalizando el periodo de aceptaciones de la primera ronda (ver “[Implicaciones de las OPAs sobre Grupo Sura y Grupo Nutresa](#)” en Informe Especial – Enero 14 de 2022), en este informe revisamos las participaciones accionarias sobre Sura y Nutresa, así como la posible configuración de sus Juntas Directivas (JDs), usando la asignación de acciones de la primera ronda de OPAs, junto con algunos escenarios probables respecto a los resultados de la segunda ronda.

Adicional a las estimaciones por empresa, que incluyen a las participaciones directas e indirectas sobre las empresas del GEA, realizamos algunas estimaciones de composición de JDs condicionales; donde estimamos la -nueva- composición de la JD de una de las compañías del actual GEA, condicionada a la composición de la JD obtenida por otra de las compañías, teniendo en cuenta las fechas de las Asambleas Generales de Accionistas (AGAs) conocidas.

Una vez detallados los hallazgos del análisis, nuestras expectativas y los supuestos empleados, el texto se reduce a la descripción o mención de los gráficos, tablas y diagramas de soporte, donde se aprecian los resultados del análisis. **De los hallazgos obtenidos mediante este análisis, destacamos lo siguiente:**

- Seguramente la terminación de esta segunda ronda de OPAs no sea el final de esta historia, pero su resultado puede cambiar el tablero drásticamente. Si durante la segunda OPA sobre Nutresa, GG logra comprar un 17,4% adicional de las acciones ordinarias, podría obtener la mayoría de la participación en la JD de esta compañía (dos de tres miembros patrimoniales de junta).
- Con el rango de compra planteado para la segunda OPA de Sura por GG, no es posible que logre la mayoría en la JD, sin embargo, lo puede hacer condicionado al logro de la mayoría en la JD de Nutresa. Sin requerir de OPAs adicionales, este resultado conlleva el cambio en

las mayorías (control) de las JDs de Grupo Argos y Grupo Bancolombia (en adelante Bancolombia) igualmente.

- Aunado al hecho de que la segunda ronda de OPAs puede cambiar el tablero drásticamente una vez se elijan las nuevas JDs de Sura y Nutresa, con GG como miembro (independientemente de quién tenga la mayoría), la realización de nuevas OPAs por parte GG sobre estas empresas requeriría de la aprobación de la JD.
- Los escenarios explorados en nuestro análisis incluyen las participaciones obtenidas por GG en la primera ronda de OPAs (asignación de acciones), el rango inferior de compra de la segunda ronda de OPAs (que se le suma a lo obtenido en la primera ronda), el rango superior de compra de la segunda ronda de OPAs y la obtención de un 5,0% adicional de Sura junto con 17,4% de Nutresa por parte de Gilinski. **Utilizando estos escenarios calculamos un rango de resultados a nivel de participaciones accionarias y participación sobre las JDs por parte de GG:**

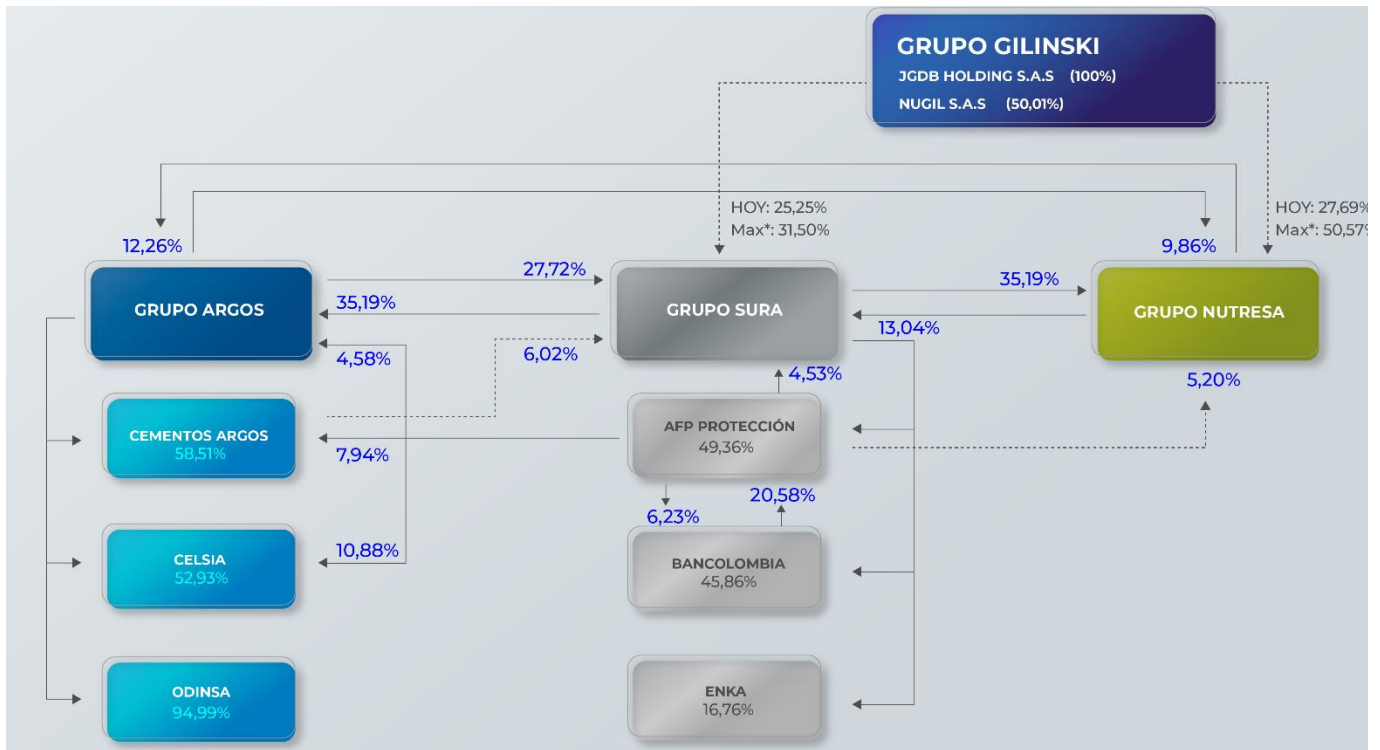
- **GG logra una participación política directa e indirecta** (acciones ordinarias) de entre 16,6% y 30,3% en Protección; 14,0% - 25,5% en Bancolombia; 7,9% - 14,3%, en Celsia; 8,2% - 14,9% en Cementos argos; 4,8% - 8,8% en Enka; 15,2% - 27,7% en Grupo Argos; 39,7% - 72,5% en Grupo Nutresa; 33,9% - 61,9% en Grupo Sura; y entre 11,7% y 21,3% en Odinsa.
- **GG logra una participación económica directa e indirecta** (acciones ordinarias y preferenciales) de entre 12,5% y 22,8% en Protección; 6,0% - 10,9% en Bancolombia; 5,3% - 9,7% en Celsia; 4,6% - 8,4% en Cementos argos; 3,9% - 7,1% en Enka; 9,7% - 17,8% en Grupo Argos; 37,2% - 81,4% en Grupo Nutresa; 26,2% - 54,8% en Grupo Sura; y entre 6,2% y 13,8% en Odinsa.
- **En la Junta Directiva de Grupo Sura, compuesta por siete miembros (cuatro independientes y tres patrimoniales)**, GG logra un miembro patrimonial de junta, y entre uno y dos miembros de junta independientes.
- **En la Junta Directiva de Grupo Nutresa, compuesta por siete miembros (cuatro independientes y tres patrimoniales)**, GG logra entre uno y dos miembros de junta patrimoniales y entre uno y dos miembros de junta independientes.

En cuanto a las JDs, nos concentramos en los miembros patrimoniales, si bien también realizamos los cálculos de los miembros de junta independientes. Por otro lado, nuestras expectativas sobre los efectos de estas operaciones se basan en lo ocurrido durante la primera ronda de OPAs. Para la segunda ronda esperamos lo siguiente:

- No esperamos un mayor efecto en el mercado cambiario por el pago de las acciones en pesos, asumiendo que -tal como en la primera ronda- mediante un banco internacional, Grupo Gilinski coloque los dólares fuera de Colombia y sea dicho banco el encargado de pagar en pesos en Colombia.
- Encarecimiento de los recursos de corto plazo correspondiente a la disminución de la caja en pesos del sistema, hacia el final del periodo de aceptaciones que va del 7 al 25 de febrero.
- Efecto positivo en las cotizaciones de las acciones en el mercado accionario local, beneficiado a partir de la negociación de las especies sujetas a OPAs, la expectativa de OPAs futuras, la reinversión de parte de los recursos provenientes de las acciones que fueron vendidas, y, la reponderación del índice de capitalización MSCI COLCAP (a costa de una disminución adicional en los flotantes de Grupo Sura y Grupo Nutresa).
- Es probable que el efecto favorable sobre las acciones locales persista en la medida en que comience la temporada de publicación de resultados 4T21, que confirmen la recuperación de los emisores (post – COVID).
- Grupo Gilinski puede comprar más acciones de las obtenidas durante las OPAs en el mercado. El límite de compra máximo -antes de requerir una OPA- es el 5% de las acciones en circulación, por lo que la caída normal en el precio de las cotizaciones de las acciones objeto de OPA, una vez termina el proceso, puede limitarse con una demanda adicional de GG.
- Tal como lo mencionamos en nuestro informe anual (ver "[Valor atrapado en el mercado accionario local](#)" en Informe Anual – Diciembre de 2021), hay valor atrapado en el mercado accionario colombiano y eventos como los procesos de OPAs son uno de los detonantes para liberarlo. Reiteramos que, la amplia distancia entre la cotización de mercado y los valores fundamentales de las compañías no se limita a Sura o Nutresa, se trata de un problema del mercado de capitales colombiano.

- Esperamos que en adelante se va a dar un mayor escrutinio sobre los miembros de junta independientes, dada la importancia de las decisiones que deberán tomar las empresas acá involucradas, durante la segunda ronda de OPAs y una vez esta ronda termine.
- Así mismo, el castigo que reciben las acciones preferenciales frente a las ordinarias en Colombia, producto de la falta de voto sin dividendos preferenciales o garantizados, podría ampliarse.

Diagrama 1. Grupo Empresarial Antioqueño y Grupo Gilinski – participaciones directas sobre las acciones ordinarias *



Fuentes: Superintendencia Financiera (corte: junio 30 de 2021) y BVC. Construcción: Corficolombiana. * Durante enero, el portafolio de pensiones obligatorias de Protección salió de la totalidad de su posición en Nutresa y de más de la mitad de su posición en Sura.

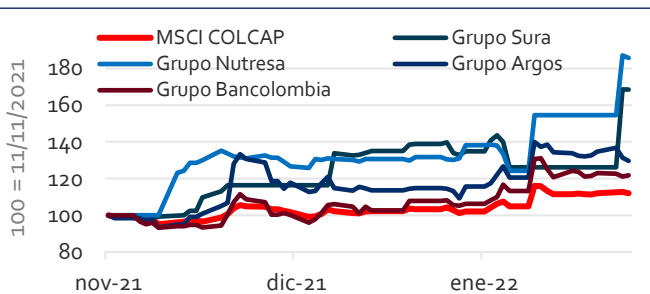
Actualización y supuestos

Recalamos que las estimaciones condicionales son válidas únicamente si se presentan ciertos resultados en el orden descrito. En este informe explicamos una ruta o camino particular que puede ocurrir. **Los resultados condicionales junto con todos los demás cálculos se basan en los siguientes supuestos:**

- La proporción de accionistas con derecho a voto representados en las AGAs asciende a un máximo de 90% (entre 5% y 10% más de lo normal), tomando como referencia el quorum de 83,71% que registró Nutresa en el “Quorum acta de Asamblea de Accionistas Grupo Nutresa 2020” (Informe de gobierno corporativo). En el caso de Nutresa, la compra de una participación adicional del 17,4% por parte de GG implica una representatividad (accionistas con derecho a voto representados en la AGA) del 90,14%, y únicamente GG y el GEA estarían representados en esa votación.
- Las JD se pueden elegir en cualquier momento en una AGA extraordinaria. Sin embargo, asumimos que las elecciones de JD para las empresas del GEA se realizará en el orden publicado en la SF hasta ahora; 1) Bancolombia el 18 de marzo, 2) Grupo Nutresa el 22 de marzo y, 3) Grupo Sura el 25 de marzo. Grupo Argos aún no publica la fecha de su AGA, asumimos que se realizará en una fecha posterior al 25 de marzo.
- Únicamente los miembros de JDs de las empresas del sector financiero deben ser posesionados por la Superintendencia Financiera, por lo que los miembros de esas nuevas JDs (Sura y Bancolombia) pueden tardar más en poder ejercer su voto.
- Suponemos que la renuncia de Jaime y Gabriel Gilinski a la JD de GNB Sudameris se dio para evitar conflictos de interés al entrar a la JD de Grupo Sura. Esto a su vez posibilitará la fusión entre Bancolombia y Sudameris (propuesta anunciada por GG).
- El cálculo de participaciones políticas incluye únicamente acciones ordinarias, mientras que las participaciones económicas incluyen a también a las acciones preferenciales. Nuestro cálculo de las participaciones políticas y económicas directas e indirectas incluye dos niveles de transitividad únicamente (la empresa A participa de la empresa C, dado que la empresa A participa de la empresa B, que a su vez participa de la empresa C).
- Nuestros cálculos asumen que las empresas del GEA no venden sus participaciones a GG. No incluimos a la AFP Protección como parte del GEA (en línea con el cambio en las posiciones de los portafolios de pensiones obligatorias en enero).

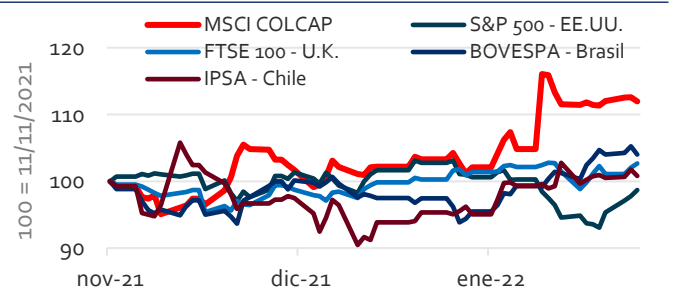
- El tamaño y la proporción de miembros independientes en la JD de Nutresa, se mantiene tal como lo decidió la asamblea de accionistas del 4 de enero del presente año, donde hubo un cambio de estatutos. Asumimos que no se van a cambiar estos estatutos, lo cual le aplica a Sura igualmente.
- Siempre y cuando se respete la participación mínima de 25% de miembros de junta independientes respecto al total de la JD, no hace falta cambiar estatutos para modificar la proporción entre independientes y patrimoniales. Asumimos que en las AGAs de Sura y Nutresa no se modifican estas proporciones.
- En todos los casos, la votación de miembros de JD patrimoniales e independientes se realiza por separado. Se eligen titulares únicamente, no hay suplentes. Además de estimar la elección de miembros patrimoniales, realizamos el ejercicio para la elección de miembros independientes, que igualmente se eligen aplicando cociente electoral (explicado al final). Le asignamos estos miembros al grupo que presentó la plancha correspondiente a modo ilustrativo, si bien estos miembros deben velar por el beneficio de toda la compañía y todas las partes interesadas.
- En algunos medios se ha mencionado la posibilidad de que, dependiendo de los resultados de la segunda ola de OPAs, el GG y el GEA presenten una única plancha y gobiernen a las diferentes empresas en donde hay participación compartida de manera armónica. Puede pasar, pero ese no es el ejercicio que estamos revisando acá. Mientras la representatividad lo permita, tanto en Grupo Sura como en Grupo Nutresa se presentan tres planchas (listas) diferentes para la elección de los miembros de Junta; una del GEA, una de Grupo Gilinski y otra presentada por los demás accionistas representados. En los escenarios analizados, el GEA vota por su plancha, Grupo Gilinski por la suya, y en el caso de los otros, analizamos tres

Gráfico 1. Acciones locales y COLCAP



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 2. COLCAP e índices internacionales



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

escenarios que abarcan el rango de posibles resultados; 1) votan por su plancha, 2) votan por la plancha del GEA, y 3) votan por la plancha del GG.

- La suma de los votos obtenidos por cada plancha (lista) da el total de votos representados. Asumimos que no hay votos en blanco. Asimismo, Las planchas propuestas para la elección de JDs pueden contener a los miembros actuales, pero no tienen coincidencias entre sí.
- En las AGAs extraordinarias que próximamente tendrán Sura (22 de febrero) y Nutresa (24 de febrero), no se elegirán JDs, solamente se determinarán conflictos de interés para la segunda ronda de OPAs.

› *Asignadas las acciones de la primera ronda y aprobada la segunda ronda*

Con la asignación de acciones ordinarias de la primera ronda de OPAs, Grupo Gilinski obtuvo una participación de 25,25% sobre Grupo Sura y de 27,69% sobre Grupo Nutresa. En esta sección revisamos los efectos que tuvo esta operación, calculamos las participaciones políticas y económicas obtenidas, y estimamos la composición de Juntas Directivas para estas dos empresas.

Efectos de mercado

Tomando como referencia el 9 de febrero y la información de mercado anterior al inicio de las OPAs (31 de octubre de 2021), las participaciones accionarias de Grupo Sura (ordinaria) y Nutresa en índice MSCI COLCCAP muestran una disminución de 1,0 puntos porcentuales, a partir de la disminución en el flotante de estas compañías (menos acciones en manos de minoritarios) luego de la primera ronda de OPAs.

Durante el periodo en cuestión, el índice COLCAP se valorizó 8,8%, liberando parte del valor atrapado en nuestro mercado accionario. El mercado ha sido jalonado por estas dos acciones (gráfico 1) y su efecto ha sido tan fuerte que, por primera vez en muchos años el desempeño del mercado accionario local luce bien frente a los mercados de pares regionales y de países desarrollados (gráfico 2).

Mientras tanto, Nutresa se valorizó 85,1%, ubicando al precio de mercado 29,9% por encima de nuestro precio objetivo (a noviembre de 2022). Por su parte, la acción ordinaria de Sura se valorizó 67,1% y la acción preferencial -no sujeta a OPA- lo hizo en 31,3%, con lo que la

capitalización de mercado de Grupo Sura se ubica 10,4% por debajo del valor en libros ajustado por intangibles y un múltiplo de precio a valor en libros de 0,9x, muy superior de lo usual para esta acción, alrededor de 0,5x (tabla 1).

Tabla 1. Variación en las participaciones sobre el MSCI COLCAP y los precios por acción

	Nemo	Emisor	Participaciones MSCI COLCAP			Precio de cierre		Variación precio	
			4T21	Febrero 9 de 2022	Cambio	Octubre 31, 2021	Febrero 9 de 2022	Tenencia	Tasa efectiva anual
1	PFBCOLOM	BANCOLOMBIA S.A.	15,2%	16,2%	1,0%	33.800	34.670	2,6%	9,6%
2	ECOPETROL	ECOPETROL S.A.	14,8%	14,7%	-0,1%	2.847	2.899	1,8%	6,8%
3	ISA	INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.	10,8%	10,3%	-0,5%	22.610	22.150	-2,0%	-7,2%
4	BCOLOMBIA	BANCOLOMBIA S.A.	8,5%	9,9%	1,3%	33.680	37.970	12,7%	54,2%
5	GEB	GRUPO ENERGIA BOGOTA S.A. E.S.P.	8,1%	7,3%	-0,8%	2.720	2.550	-6,3%	-20,8%
6	GRUPOARGOS	GRUPO ARGOS S.A.	3,7%	4,3%	0,6%	11.800	13.910	17,9%	81,2%
7	PFAVAL	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.	4,6%	4,4%	-0,2%	1.150	1.086	-5,6%	-18,7%
8	PFDVVVDA	BANCO DAVIVIENDA S.A.	3,4%	3,3%	-0,1%	33.910	31.530	-7,0%	-23,1%
9	GRUPOSURA	GRUPO INVERSIONES SURAMERICANA	5,4%	4,5%	-1,0%	21.950	36.800	67,7%	547,1%
10	PFGROUPSURA	GRUPO INVERSIONES SURAMERICANA	2,3%	2,9%	0,7%	18.890	24.800	31,3%	167,4%
11	NUTRESA	GRUPO NUTRESA S.A.	4,9%	3,8%	-1,0%	22.010	40.750	85,1%	826,3%
12	CEMARGOS	CEMENTOS ARGOS S.A.	3,2%	3,1%	-0,1%	6.350	6.255	-1,5%	-5,3%
13	CORFICOLCF	CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.	3,0%	2,9%	-0,1%	29.670	29.250	-1,4%	-5,0%
14	PFGROUPARG	GRUPO ARGOS S.A.	1,9%	2,4%	0,4%	8.600	10.630	23,6%	115,1%
15	CELSIA	CELSIA S.A.	2,2%	2,1%	-0,1%	4.284	4.277	-0,2%	-0,6%
16	BOGOTA	BANCO DE BOGOTA S.A.	1,6%	1,6%	0,0%	75.900	76.260	0,5%	1,7%
17	CNEC	CANACOL ENERGY LTD	1,6%	1,5%	-0,2%	11.720	10.050	-14,2%	-42,6%
18	GRUBOLIVAR	GRUPO BOLIVAR S.A.	1,2%	1,5%	0,3%	67.530	89.940	33,2%	181,7%
19	PFCMARGOS	CEMENTOS ARGOS S.A.	1,0%	0,9%	0,0%	4.397	4.250	-3,3%	-11,6%
20	PROMIGAS	PROMIGAS S.A. E.S.P.	1,0%	0,9%	-0,1%	7.370	7.205	-2,2%	-7,9%
21	TERPEL	ORGANIZACION TERPEL S.A.	0,3%	0,4%	0,1%	8.790	11.040	25,6%	127,9%
22	BVC	BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A.	0,3%	0,4%	0,0%	9.810	10.700	9,1%	36,9%
23	PFCORFICOL	CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.	0,4%	0,4%	0,0%	23.700	23.500	-0,8%	-3,0%
24	MINEROS	MINEROS S.A.	0,4%	0,3%	0,0%	4.025	3.610	-10,3%	-32,5%
25	ETB	EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE BOGOTA S.A. E.S.P.	0,1%	0,1%	0,0%	201	187	-6,8%	-22,4%
MSCI COLCAP						1394,04	1508,71	8,2%	33,1%

Fuente: BVC. Cálculos: Corficolombiana.

Parte del efecto positivo sobre el COLCAP obedece a la reponderación del índice y el ajuste de ETFs (venta de Sura ordinaria y Nutresa, compra de las demás especies del índice), y parte por la reinversión discrecional de otros agentes del mercado.

Efectos Corporativos

Con la asignación de las acciones ordinarias de la primera ronda de OPAs sobre Sura y Nutresa, estimamos la **composición de las juntas directivas de estas compañías**. En las

tablas 2 y 3 estimamos la composición de las JDs asumiendo que únicamente participan GG y el GEA por lo que la representatividad es de 72,0% para Sura y 72,7% para Nutresa.

Tabla 2. Cuociente electoral y residuo cuando únicamente el GEA y GG participan en la votación – Finalizada la primera ronda de OPAs

Cuociente electoral y residuo *	Grupo Sura		Grupo Nutresa	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	2 y 50,4	1 y 106,5	2 y 39,8	1 y 95,3
Grupo Gilinski	1 y 33,9	1 y 5,8	1 y 43,5	1 y 15,8

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana. * millones.

Así las cosas, GG obtendría un cuarto de los miembros de junta independientes y un tercio de los miembros patrimoniales en la JD de Sura. En Nutresa obtendría la mitad de los miembros independientes y un tercio de los patrimoniales.

Tabla 3. Composición de las Juntas Directivas cuando únicamente el GEA y GG participan en la votación – Finalizada la primera ronda de OPAs

Puestos en JD	Grupo Sura		Grupo Nutresa	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	3	2	2	2
Grupo Gilinski	1	1	2	1
Total	4	3	4	3

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

Complementamos este análisis incluyendo al voto de los “otros” accionistas en la selección de las JD. Las tablas 4 y 5 describen la elección de JD de Grupo Sura utilizando la asignación de la primera OPA y una representatividad de 90%. El voto de los “otros” podría hacer que GG logre la mitad de los miembros independientes, mientras que no hay cambios respecto a los miembros patrimoniales.

Tabla 4. Cuociente electoral y residuo para Grupo Sura, teniendo en cuenta a los otros accionistas representados – Finalizada la primera ronda de OPAs

Grupo Sura – Cuociente electoral y residuo *	Otros votan por Otros		Otros votan por GEA		Otros votan por GG	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	2 y 8,3	1 y 78,5	2 y 92,4	2 y 22,2	2 y 8,3	1 y 78,5
Grupo Gilinski	1 y 12,9	0 y 118,1	1 y 12,9	0 y 118,1	1 y 97,0	1 y 61,8
Otros	0 y 84,1	0 y 84,0	0	0	0	0

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana. * millones.

Tabla 5. Junta Directiva de Grupo Sura, teniendo en cuenta a los otros accionistas representados – Finalizada la primera ronda de OPAs

Grupo Sura - Puestos	Otros votan por Otros		Otros votan por GEA		Otros votan por GG	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	2	1	3	2	2	2
Grupo Gilinski	1	1	1	1	2	1
Otros	1	1	0	0	0	0
Total	4	3	4	3	4	3

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

Las tablas 6 y 7 describen la elección de JD de Grupo Nutresa utilizando la asignación de la primera OPA y una representatividad de 90%.

Tabla 6. Cuociente electoral y residuo para Nutresa, teniendo en cuenta a los otros accionistas representados – Finalizada la primera ronda de OPAs

Grupo Sura – Cuociente electoral y residuo *	Otros votan por Otros		Otros votan por GEA		Otros votan por GG	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	2 y 0,2	1 y 68,9	2 y 79,3	2 y 10,6	2 y 0,2	1 y 68,9
Grupo Gilinski	1 y 23,8	0 y 126,8	1 y 23,8	0 y 126,8	1 y 102,8	1 y 68,4
Otros	0 y 79,1	0 y 79,1	0	0	0	0

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana. * millones.

Tabla 7. Junta Directiva de Nutresa, teniendo en cuenta a los otros accionistas representados – Finalizada la primera ronda de OPAs

Grupo Sura - Puestos	Otros votan por Otros		Otros votan por GEA		Otros votan por GG	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	2	1	3	2	2	2
Grupo Gilinski	1	1	1	1	2	1
Otros	1	1	0	0	0	0
Total	4	3	4	3	4	3

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

A nivel de la participación sobre las acciones con derecho a voto en empresas del GEA y la estructura actual de dicho grupo (diagrama 1), esta no cambia ni va a cambiar a pesar de la presencia de GG, en la medida en que las empresas del actual GEA no le vendan sus participaciones a GG. Esta estructura se podría mantener inclusive en el escenario en el que GG adquiera el control sobre el actual GEA, si bien suponemos que, bajo ese escenario, se presentaría una reorganización en la estructura en lo que tiene que ver con las participaciones cruzadas, e inclusive la presencia de algunas empresas dentro del nuevo Grupo.

Participaciones directas e indirectas

Calculamos las participaciones directas e indirectas logradas por Grupo Gilinski sobre las empresas que hacen parte del Grupo Empresarial Antioqueño. **La tabla 8 muestra la participación política (participación directa e indirecta sobre las acciones ordinarias).**

Asimismo, la tabla 9 muestra la participación económica directa e indirecta de Grupo Gilinski Sobre las diferentes empresas del GEA (acciones ordinarias y preferenciales). Recordamos que el 52,99% de las acciones en circulación de Bancolombia son ordinarias, el 84,84% en el caso de Cementos Argos, el 75,45% en Grupo Argos y el 80,56% en Grupo Sura.

Dada la ausencia de una diferenciación entre acciones preferenciales y ordinarias a nivel de dividendos, los porcentajes calculados deberían coincidir con los dividendos a recibir respecto al total distribuido por compañía.

Tabla 8. Participación del Grupo Gilinski sobre las acciones ordinarias del Grupo Empresarial Antioqueño, teniendo en cuenta las participaciones directas, indirectas y cruzadas - Finalizada la primera ronda de OPAs

	Protección	Bancolombia	Celsia	Cementos Argos	Enka	Grupo Argos	Grupo Nutresa	Grupo Sura	Odinsa
OPAs									
Grupo Gilinski	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	27,69%	25,25%	0,00%
Participaciones directas a través de las participaciones adquiridas en las OPAs									
Grupo Nutresa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,39%	0,00%	3,61%	0,00%
Grupo Sura	12,46%	11,58%	0,00%	0,00%	4,23%	8,89%	8,89%	0,00%	0,00%
Participaciones indirectas a través de las participaciones adquiridas en las OPAs									
Grupo Nutresa	1,78%	1,66%	1,80%	1,99%	0,61%	1,27%	1,61%	0,94%	3,22%
Grupo Sura	2,38%	0,78%	6,06%	6,19%	0,00%	1,66%	1,52%	4,19%	8,44%
OPAs + participaciones directas + participaciones indirectas									
Grupo Gilinski	16,63%	14,01%	7,86%	8,17%	4,84%	15,21%	39,71%	33,99%	11,67%

Fuentes: Superfinanciera y BVC. Cálculos: Corficolombiana. * acciones ordinarias únicamente.

Tabla 9. Participación económica del Grupo Gilinski sobre las empresas del Grupo Empresarial Antioqueño, teniendo en cuenta las participaciones directas, indirectas y cruzadas – Finalizada la primera ronda de OPAs *

	Protección	Bancolombia	Celsia	Cementos Argos	Enka	Grupo Argos	Grupo Nutresa	Grupo Sura	Odinsa
OPAs									
Grupo Gilinski	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	27,69%	20,34%	0,00%
Participaciones directas a través de las participaciones adquiridas en las OPAs									
Grupo Nutresa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,56%	0,00%	2,91%	0,00%
Grupo Sura	10,04%	4,94%	0,00%	0,00%	3,41%	5,40%	7,16%	0,00%	0,00%
Participaciones indirectas a través de las participaciones adquiridas en las OPAs									
Grupo Nutresa	1,44%	0,71%	1,36%	1,27%	0,49%	0,77%	1,28%	0,57%	2,43%
Grupo Sura	1,02%	0,33%	3,95%	3,36%	0,00%	1,01%	1,05%	2,32%	5,13%
OPAs + participaciones directas + participaciones indirectas									
Grupo Gilinski	12,49%	5,98%	5,31%	4,63%	3,90%	9,74%	37,18%	26,15%	7,56%

Fuentes: Superfinanciera y BVC. Cálculos: Corficolombiana. * acciones ordinarias únicamente.

› Escenarios probables para la segunda temporada de OPAs

Una vez asignadas las acciones ordinarias de la -ahora denominada- primera temporada de OPAs, Grupo Gilinski anunció una segunda OPA por Sura y Nutresa. Las tablas 11 y 12 describen las condiciones de estas nuevas OPAs, que actualmente están cursando el periodo de aceptaciones.

Condiciones de la segunda ronda de OPAs

Tabla 10. OPA #2 sobre Grupo Sura	
Oferente	JGDB Holding S.A.S. (100% de Grupo Gilinski)
Solicitud de autorización de OPA	14 de enero de 2022
Radicación de garantía	27 de enero de 2022
Asamblea General de Accionistas	25 de marzo de 2022
Valor por acción	USD 9,88 (COP 39.348 con TC de COP 3.982,60), +23,3% respecto a la primera OPA
Rango de compra	23,4 mm – 29,3 mm de acciones (5% - 6,25% del capital suscrito, pagado, en circulación y con derecho a voto)
Valor de giro	USD 231,2 mm – USD 288,9 mm (COP 920.568 mm – COP 1.150.709 mm)
Garantía	USD 115,6 mm. Carta de Crédito <i>Stand-by</i> del First Abu Dhabi Bank (40% del importe total de la OPA)
Periodo de aceptación	15 días hábiles entre el 8 y el 28 de febrero

Fuente: Cuadernillo de oferta. Construcción: Corficolombiana.

Utilizando el precio de la segunda OPA por Sura junto con el valor de mercado de la acción preferencial, GG está pagando un precio a valor en libras de 0,95x, casi el doble de lo que venía siendo la normalidad para esta empresa.

En el caso de Nutresa, el precio ofrecido supera en 33,0% a nuestro precio objetivo 12 meses (calculado en noviembre pasado). Asimismo, supera con amplitud el valor de la primera OPA, el valor de mercado de la acción anterior al anuncio de la primera OPA, etc. Anteriormente revisamos el tema del valor intrínseco o fundamental versus los valores de mercado y de las OPAs (ver "[El regreso de las OPAs al mercado accionario colombiano](#)" en Informe Semanal – Diciembre 20 de 2021).

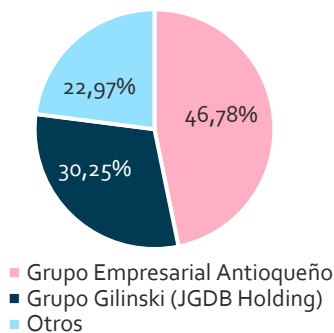
Tabla 11. OPA # 2 sobre Grupo Nutresa	
Oferente	Nugil S.A.S. (50,01% de Grupo Gilinski)
Solicitud de autorización de OPA	17 de enero de 2022
Radicación de garantía	27 de enero de 2022
Asamblea General de Accionistas	22 de marzo de 2022
Valor por acción	USD 10,48 (COP 41.738 con TC COP 3.982,60), +35,9% respecto a la primera OPA
Rango de compra	83,8 mm – 104,8 mm de acciones (18,30% - 22,88% del capital suscrito, pagado, en circulación y con derecho a voto)
Valor de giro	USD 878,4 mm – USD 1.098,2 mm (COP 3.498.168 mm – COP 4.373.666 mm)
Garantía	USD 549,1 mm (50% del importe total de la OPA)
Periodo de aceptación	15 días hábiles entre el 8 y el 28 de febrero

Fuente: Cuadernillo de oferta. Construcción: Corficolombiana.

Resultados estimados para el límite inferior del rango demandado

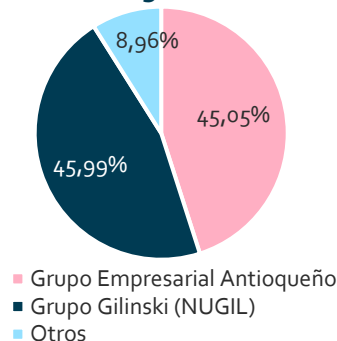
En los gráficos 3 y 4 se observa la composición accionaria de Grupo Sura y Grupo Nutresa en caso de que Grupo Gilinski logre comprar el límite inferior de los rangos planteados en la segunda temporada de OPAs. En este caso, la participación directa total de GG sería de

Gráfico 3. Composición accionaria de Grupo Sura posterior a la segunda OPA - límite inferior *



Fuentes: BVC y SuperFinanciera. Cálculos: Corficolombiana. * Acciones ordinarias.

Gráfico 4. Composición accionaria de Grupo Nutresa posterior a la segunda OPA - límite inferior



Fuentes: BVC y SuperFinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

30,25% en Sura y 45,99% en Nutresa. Para el ejercicio de estimar las JDs, notamos que en el caso de Nutresa, la representación de accionistas sin "otros" supera el 90% (91,04%).

Tabla 12. Cuociente electoral y residuo cuando únicamente el GEA y GG participan en la votación – Adquisición del mínimo de acciones ordinarias objeto de la oferta (5% sobre Sura y 18,3% sobre Nutresa)

Cuociente electoral y residuo *	Grupo Sura		Grupo Nutresa	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	2 y 38,7	1 y 98,7	1 y 102,1	1 y 67,3
Grupo Gilinski	1 y 51,4	1 y 21,4	2 y 2,2	1 y 71,6

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana. * millones.

Lograr el 45,99% implicaría una mayoría para GG, con lo que lograría la mayor parte de los miembros patrimoniales de junta.

Tabla 13. Composición de las Juntas Directivas cuando únicamente el GEA y GG participan en la votación – Adquisición del mínimo de acciones ordinarias objeto de la oferta (5% sobre Sura y 18,3% sobre Nutresa)

Puestos en JD	Grupo Sura		Grupo Nutresa	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	2	2	2	1
Grupo Gilinski	2	1	2	2
Total	4	3	4	3

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

Recordamos que este resultado depende del cumplimiento de nuestros supuestos, específicamente que Protección no hace parte del GEA para estas votaciones. De hecho, en esta parte del ejercicio, únicamente votan GG y el GEA.

Al incorporar a los otros accionistas en la votación de JDs se obtienen diversos resultados en el caso de Grupo Sura (tablas 14 y 15), pero ya no en Nutresa, dado que limitamos el nivel de representación de accionistas con derecho a voto en las AGA a 90%.

Tabla 14. Cuociente electoral y residuo para Grupo Sura, teniendo en cuenta a los otros accionistas representados – Adquisición del mínimo de acciones ordinarias objeto de la oferta (5% sobre Sura y 18,3% sobre Nutresa)

Grupo Sura – Cuociente electoral y residuo *	Otros votan por Otros		Otros votan por GEA		Otros votan por GG	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	2 y 8,3	1 y 78,5	2 y 69,0	1 y 139,2	2 y 8,3	1 y 78,5
Grupo Gilinski	1 y 36,3	1 y 1,2	1 y 36,3	1 y 1,2	1 y 97,0	1 y 61,9
Otros	0 y 60,7	0 y 60,7	0	0	0	0

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana. * millones.

En la parte baja del rango planteado para la segunda temporada de OPAs, GG puede obtener la mitad de los miembros independientes de la JD, pero únicamente uno de tres miembros patrimoniales.

Tabla 15. Junta Directiva del Grupo Sura, teniendo en cuenta a los otros accionistas representados - Adquisición del mínimo de acciones ordinarias objeto de la oferta (5% sobre Sura y 18,3% sobre Nutresa)

Grupo Sura - Puestos	Otros votan por Otros		Otros votan por GEA		Otros votan por GG	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	2	2	3	2	2	2
Grupo Gilinski	1	1	1	1	2	1
Otros	1	0	0	0	0	0
Total	4	3	4	3	4	3

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

Como es de esperarse, las participaciones directas e indirectas que podría llegar a tener GG sobre las acciones con derecho a voto incrementan respecto a la primera temporada de OPAs. Tal como en la primera temporada, GG tiene la opción de cambiar los rangos de compra en caso de que logre comprar una proporción de acciones menor a la demandada.

A continuación (tablas 16 y 17), las participaciones política y económica directa e indirecta que obtendría GG en caso de lograr comprar la parte baja del rango demandado sobre Sura y Nutresa.

Tabla 16. Participación del GG sobre las acciones ordinarias de las empresas del GEA - Adquisición del mínimo de acciones ordinarias objeto de la oferta (5% sobre Sura y 18,3% sobre Nutresa)

	Protección	Bancolombia	Celsia	Cementos Argos	Enka	Grupo Argos	Grupo Nutresa	Grupo Sura	Odinsa
OPAs									
Grupo Gilinski	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	31,50%	30,25%	0,00%
Participaciones directas a través de las participaciones adquiridas en las OPAs									
Grupo Nutresa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,86%	0,00%	4,11%	0,00%
Grupo Sura	14,93%	13,87%	0,00%	0,00%	5,07%	10,64%	10,64%	0,00%	0,00%
Participaciones indirectas a través de las participaciones adquiridas en las OPAs									
Grupo Nutresa	2,03%	1,88%	2,04%	2,26%	0,69%	1,45%	1,83%	1,07%	3,67%
Grupo Sura	2,85%	0,93%	7,26%	7,41%	0,00%	1,99%	1,83%	5,02%	10,11%
OPAs + participaciones directas + participaciones indirectas									
Grupo Gilinski	19,81%	16,69%	9,30%	9,67%	5,76%	17,94%	45,80%	40,44%	13,78%

Fuentes: Superfinanciera y BVC. Cálculos: Corficolombiana. * acciones ordinarias únicamente.

Tabla 17. Participación económica del GG sobre las empresas del GEA - Adquisición del mínimo de acciones ordinarias objeto de la oferta (5% sobre Sura y 18,3% sobre Nutresa) *

	Protección	Bancolombia	Celsia	Cementos Argos	Enka	Grupo Argos	Grupo Nutresa	Grupo Sura	Odinsa
OPAs									
Grupo Gilinski	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	31,50%	24,37%	0,00%
Participaciones directas a través de las participaciones adquiridas en las OPAs									
Grupo Nutresa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,91%	0,00%	3,31%	0,00%
Grupo Sura	12,03%	5,92%	0,00%	0,00%	4,08%	6,47%	8,58%	0,00%	0,00%
Participaciones indirectas a través de las participaciones adquiridas en las OPAs									
Grupo Nutresa	1,63%	0,80%	1,54%	1,45%	0,55%	0,88%	1,45%	0,65%	2,77%
Grupo Sura	1,22%	0,40%	4,73%	4,02%	0,00%	1,21%	1,26%	2,78%	6,15%
OPAs + participaciones directas + participaciones indirectas									
Grupo Gilinski	14,88%	7,12%	6,28%	5,47%	4,64%	11,47%	42,79%	31,11%	8,91%

Fuentes: Superfinanciera y BVC. Cálculos: Corficolombiana. * participación sobre acciones ordinarias y preferenciales

Resultados esperados para el límite superior del rango demandado

La parte alta del rango de compra ofrecido por GG es de 6,25% en Sura y 22,88% en Nutresa, con lo que llegaría a una participación directa sobre las acciones con derecho a voto de 31,5% en Sura y 50,57% en Nutresa. En este caso, las participaciones del GEA y GG sobre Nutresa ascienden al 95,62%, sin incluir a Protección.

Tabla 18. Cuociente electoral y residuo cuando únicamente el GEA y GG participan en la votación – Rango superior de la segunda ronda de OPAs

Cuociente electoral y residuo *	Grupo Sura		Grupo Nutresa	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	2 y 35,7	1 y 96,8	1 y 96,8	1 y 60,3
Grupo Gilinski	1 y 55,8	1 y 25,3	2 y 12,6	1 y 85,6

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana. * millones.

En este escenario, GG logra la mitad de los miembros independientes en ambas juntas, uno de tres miembros patrimoniales en Sura, y dos de tres (mayor parte) de los miembros patrimoniales en Nutresa.

Tabla 19. Composición de las Juntas Directivas cuando únicamente el GEA y Gilinski participan en la votación - Rango superior de la segunda ronda de OPAs

Puestos en JD	Grupo Sura		Grupo Nutresa	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	2	2	2	1
Grupo Gilinski	2	1	2	2
Total	4	3	4	3

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

Tal como en la parte baja del rango, el ejercicio de incluir a otros accionistas lo limitamos a Sura (tablas 20 y 21).

Tabla 20. Cuociente electoral y residuo para Grupo Sura, teniendo en cuenta a los otros accionistas representados – Rango superior de la segunda OPA

Grupo Sura – Cuociente electoral y residuo *	Otros votan por Otros		Otros votan por GEA		Otros votan por GG	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	2 y 8,3	1 y 78,5	2 y 63,2	1 y 133,4	2 y 8,3	1 y 78,5
Grupo Gilinski	1 y 42,1	1 y 7,0	1 y 42,1	1 y 7,0	1 y 97,0	1 y 61,9
Otros	0 y 54,3	0 y 54,8	0	0	0	0

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana. * millones.

GG podría llegar a tener la mitad de los miembros de junta independientes en Sura, pero únicamente uno de tres miembros patrimoniales.

Tabla 21. Junta Directiva del Grupo Sura, teniendo en cuenta a los otros accionistas representados – Rango superior de la segunda OPA

Grupo Sura - Puestos	Otros votan por Otros		Otros votan por GEA		Otros votan por GG	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	2	2	3	2	2	2
Grupo Gilinski	1	1	1	1	2	1
Otros	1	0	0	0	0	0
Total	4	3	4	3	4	3

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

Las participaciones directas e indirectas sobre las empresas que hacen parte del GEA, incrementan aún más respecto al escenario en donde GG logra comprar el límite inferior del rango propuesto (tablas 22 y 23).

Tabla 22. Participación del Grupo Gilinski sobre las acciones ordinarias del Grupo Empresarial Antioqueño, teniendo en cuenta las participaciones directas, indirectas y cruzadas * - Rango superior de la segunda ronda de OPAs

	Protección	Bancolombia	Celsia	Cementos Argos	Enka	Grupo Argos	Grupo Nutresa	Grupo Sura	Odinsa
OPAs									
Grupo Gilinski	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	50,57%	45,99%	0,00%
Participaciones directas a través de las participaciones adquiridas en las OPAs									
Grupo Nutresa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	6,20%	0,00%	6,59%	0,00%
Grupo Sura	22,70%	21,09%	0,00%	0,00%	7,71%	16,18%	16,18%	0,00%	0,00%
Participaciones indirectas a través de las participaciones adquiridas en las OPAs									
Grupo Nutresa	3,25%	3,02%	3,28%	3,63%	1,11%	2,32%	2,93%	1,72%	5,89%
Grupo Sura	4,34%	1,41%	11,04%	11,27%	0,00%	3,02%	2,78%	7,62%	15,37%
OPAs + participaciones directas + participaciones indirectas									
Grupo Gilinski	30,30%	25,53%	14,32%	14,90%	8,81%	27,73%	72,46%	61,93%	21,26%

Fuentes: Superfinanciera y BVC. Cálculos: Corficolombiana. * acciones ordinarias únicamente.

Tabla 23. Participación económica del Grupo Gilinski sobre las empresas del Grupo Empresarial Antioqueño, teniendo en cuenta las participaciones directas, indirectas y cruzadas * - Rango superior de la segunda ronda de OPAs

	Protección	Bancolombia	Celsia	Cementos Argos	Enka	Grupo Argos	Grupo Nutresa	Grupo Sura	Odinsa
OPAs									
Grupo Gilinski	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	50,57%	37,05%	0,00%
Participaciones directas a través de las participaciones adquiridas en las OPAs									
Grupo Nutresa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,68%	0,00%	5,31%	0,00%
Grupo Sura	18,29%	9,00%	0,00%	0,00%	6,21%	9,84%	13,04%	0,00%	0,00%
Participaciones indirectas a través de las participaciones adquiridas en las OPAs									
Grupo Nutresa	2,62%	1,29%	2,48%	2,32%	0,89%	1,41%	2,33%	1,04%	4,44%
Grupo Sura	1.85%	0.60%	7.20%	6.11%	0.00%	1.84%	1.92%	4.23%	9.34%
OPAs + participaciones directas + participaciones indirectas									
Grupo Gilinski	22,76%	10,90%	9,67%	8,44%	7,10%	17,76%	67,86%	47,64%	13,79%

Fuentes: Superfinanciera y BVC. Cálculos: Corficolombiana. * acciones ordinarias únicamente.

Si GG logra comprar la cota máxima del rango ofrecido, con el efecto indirecto (que incluye efectos cruzados dado que Sura es dueña de Nutresa y Viceversa); con el 35,5% de la participación sobre acciones ordinarias de Sura, obtiene una participación de 47,6% de los beneficios económicos de la compañía; con el 50,57% de Nutresa obtiene el 67,9% de los beneficios económicos de la compañía.

› *Análisis condicional y ruta crítica*

Siempre y cuando se cumplan los supuestos planteados, el resultado de la segunda temporada de OPAs estará contenido en alguno de los escenarios analizados. La estructura participativa tipo *keiretsu* del GEA se evidencia con el cálculo de las participaciones cruzadas, donde la participación sobre una empresa en particular implica mucho más a nivel de beneficios. Esta estructura también implica la posibilidad de obtener recursos externos sin perder el control, mediante la eliminación de algunas participaciones cruzadas.

Finalmente, para completar el análisis verificamos la composición de la JD de una compañía a partir de la composición de la JD de otra, algo indispensable en presencia de participaciones cruzadas. En este ejercicio mantenemos los supuestos ya planteados, partiendo a los votantes de las AGAs en tres: Grupo Empresarial Antioqueño, Grupo Gilinski y Otros. El ejercicio parte de la configuración de la JD de Nutresa.

Más que intentar llegar a un único valor o resultado esperado, buscamos identificar las condiciones a partir de las cuales cambia la situación de control sobre las diferentes compañías, confirmando la importancia de la composición de las Juntas Directivas más allá de las participaciones accionarias, y el hecho de que el control sobre Grupo Nutresa es lo que definirá la composición de las demás Juntas Directivas (Grupo Argos, Grupo Sura, etc.). A continuación describimos un “paso a paso” o ruta crítica que resultaría en el control del actual GEA por parte de GG (tablas 24 a 28 y gráficos 5 a 9).

Ru<ta crítica para que el GEA cambie de controlante

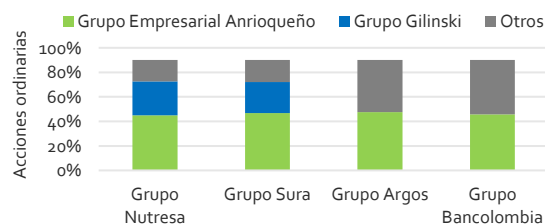
Primer paso: El resultado obtenido en la primera ronda de OPAs

Tabla 24. Participaciones directas sobre Nutresa, Sura, Argos y Bancolombia - Distribución del voto en las Asambleas Generales de Accionistas

Participaciones sobre las empresas del Grupo Empresarial Antioqueño, acciones ordinarias				
	Grupo Nutresa	Grupo Sura	Grupo Argos	Grupo Bancolombia
Grupo Nutresa (GEA)	0,00%	13,04%	12,26%	0,00%
Grupo Sura (GEA)	35,19%	0,00%	35,19%	45,86%
Grupo Argos (GEA)	9,86%	27,72%	0,00%	0,00%
Cementos Argos (GEA)	0,00%	6,02%	0,00%	0,00%
Grupo Gilinski (GG)	27,69%	25,25%	0,00%	0,00%
Otros (o)	27,26%	27,97%	52,55%	54,14%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Protección (2T21)	5,20%	4,53%	4,58%	6,23%
Participación sobre el voto por Juntas Directivas, representatividad accionaria del 90%				
	Grupo Nutresa	Grupo Sura	Grupo Argos	Grupo Bancolombia
Grupo Empresarial Antioqueño	45,05%	46,78%	47,45%	45,86%
Grupo Gilinski	27,69%	25,25%	0,00%	0,00%
Otros	17,26%	17,97%	42,55%	44,14%
Total	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%
¿Mayoría en JD de GG?	NO	NO	NO	NO

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 5. Grupos para la votación de Juntas Directivas -1/5



Fuentes: SuperFinanciera y Servivalores. Cálculos: Corficolombiana.

Paso dos: GG logra comprar un 17,4% adicional sobre Nutresa, con lo que obtiene la mayor participación sobre las acciones con derecho a voto. En la elección de la JD de Nutresa, Grupo Gilinski obtiene la mayor participación (miembros patrimoniales) logrando el control sobre dicha compañía.

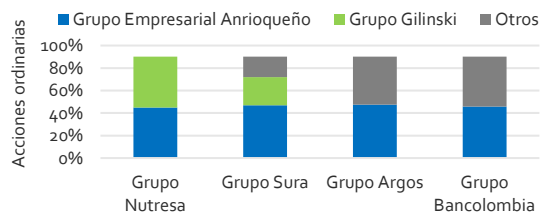
Tabla 25. Participaciones directas sobre Nutresa, Sura, Argos y Bancolombia - Distribución del voto en las Asambleas Generales de Accionistas

Participaciones sobre los Grupos del Grupo Empresarial Antioqueño, acciones ordinarias				
	Grupo Nutresa	Grupo Sura	Grupo Argos	Grupo Bancolombia
Grupo Nutresa (GEA)	0,00%	13,04%	12,26%	0,00%
Grupo Sura (GEA)	35,19%	0,00%	35,19%	45,86%
Grupo Argos (GEA)	9,86%	27,72%	0,00%	0,00%
Cementos Argos (GEA)	0,00%	6,02%	0,00%	0,00%
Grupo Gilinski (GG)	45,09%	25,25%	0,00%	0,00%
Otros (o)	9,86%	27,97%	52,55%	54,14%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Protección (2T21)	5,20%	4,53%	4,58%	6,23%

Participación sobre el voto por Juntas Directivas, representatividad accionaria del 90%				
	Grupo Nutresa	Grupo Sura	Grupo Argos	Grupo Bancolombia
Grupo Empresarial Antioqueño	45,05%	46,78%	47,45%	45,86%
Grupo Gilinski	45,09%	25,25%	0,00%	0,00%
Otros	0,00%	17,97%	42,55%	44,14%
Total	90,14%	90,00%	90,00%	90,00%
¿Mayoría en JD de GG?	SÍ	NO	NO	NO

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 6. Grupos para la votación de Juntas Directivas - 2/5



Fuentes: SuperFinanciera y Servivalores. Cálculos: Corficolombiana.

Paso tres: Habiendo obtenido el control sobre Nutresa, para efectos de AGAs y específicamente la elección de JDs, los votos correspondientes a Nutresa en Sura y en Grupo Argos, se le suman a los votos de GG (aprueban la misma plancha), en la elección de la JD de Sura, GG logra la mayor parte de la JD (miembros patrimoniales).

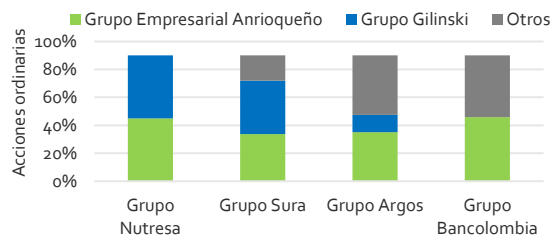
Tabla 26. Participaciones directas sobre Nutresa, Sura, Argos y Bancolombia - Distribución del voto en las Asambleas Generales de Accionistas

Participaciones sobre los Grupos del Grupo Empresarial Antioqueño, acciones ordinarias				
	Grupo Nutresa	Grupo Sura	Grupo Argos	Grupo Bancolombia
Grupo Nutresa (GEA)	0,00%	13,04%	12,26%	0,00%
Grupo Sura (GEA)	35,19%	0,00%	35,19%	45,86%
Grupo Argos (GEA)	9,86%	27,72%	0,00%	0,00%
Cementos Argos (GEA)	0,00%	6,02%	0,00%	0,00%
Grupo Gilinski (GG)	45,09%	25,25%	0,00%	0,00%
Otros (o)	9,86%	27,97%	52,55%	54,14%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Protección (2T21)	5,20%	4,53%	4,58%	6,23%

Participación sobre el voto por Juntas Directivas, representatividad accionaria del 90%				
	Grupo Nutresa	Grupo Sura	Grupo Argos	Grupo Bancolombia
Grupo Empresarial Antioqueño	45,05%	33,74%	35,19%	45,86%
Grupo Gilinski	45,09%	38,29%	12,26%	0,00%
Otros	0,00%	17,97%	42,55%	44,14%
Total	90,14%	90,00%	90,00%	90,00%
¿Mayoría en JD de GG?	SÍ	SÍ	NO	NO

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 7. Grupos para la votación de Juntas Directivas -3/5



Fuentes: SuperFinanciera y Servivalores. Cálculos: Corficolombiana.

Paso cuatro: Habiendo obtenido el control sobre Sura, para efectos de AGAs y específicamente la elección de JDs, los votos correspondientes a Sura en Grupo Argos, Bancolombia y Nutresa pasan a ser de GG.

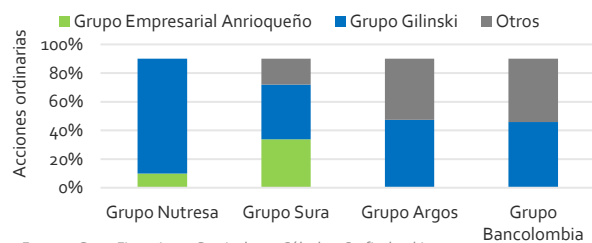
Tabla 27. Participaciones directas sobre Nutresa, Sura, Argos y Bancolombia - Distribución del voto en las Asambleas Generales de Accionistas

Participaciones sobre los Grupos del Grupo Empresarial Antioqueño, acciones ordinarias				
	Grupo Nutresa	Grupo Sura	Grupo Argos	Grupo Bancolombia
Grupo Nutresa (GEA)	0,00%	13,04%	12,26%	0,00%
Grupo Sura (GEA)	35,19%	0,00%	35,19%	45,86%
Grupo Argos (GEA)	9,86%	27,72%	0,00%	0,00%
Cementos Argos (GEA)	0,00%	6,02%	0,00%	0,00%
Grupo Gilinski (GG)	45,09%	25,25%	0,00%	0,00%
Otros (o)	9,86%	27,97%	52,55%	54,14%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Protección (2T21)	5,20%	4,53%	4,58%	6,23%

Participación sobre el voto por Juntas Directivas, representatividad accionaria del 90%				
	Grupo Nutresa	Grupo Sura	Grupo Argos	Grupo Bancolombia
Grupo Empresarial Antioqueño	9,86%	33,74%	0,00%	0,00%
Grupo Gilinski	80,28%	38,29%	47,45%	45,86%
Otros	0,00%	17,97%	42,55%	44,14%
Total	90,14%	90,00%	90,00%	90,00%
Mayoría en JD de GG?	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 8. Grupos para la votación de Juntas Directivas -4/5



Fuentes: SuperFinanciera y Servivalores. Cálculos: Corficolombiana.

Paso cinco: Habiéndose posesionado la JD de Sura, se llama a AGAs extraordinarias en Grupo Argos y Bancolombia, logrando la mayor participación en las JDs. Una vez controlado Grupo Argos, sus votos sobre Nutresa y Sura pasan a GG.

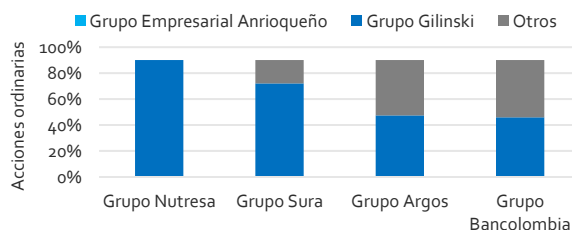
Tabla 28. Participaciones directas sobre Nutresa, Sura, Argos y Bancolombia - Distribución del voto en las Asambleas Generales de Accionistas

Participaciones sobre los Grupos del Grupo Empresarial Antioqueño, acciones ordinarias				
	Grupo Nutresa	Grupo Sura	Grupo Argos	Grupo Bancolombia
Grupo Nutresa (GEA)	0,00%	13,04%	12,26%	0,00%
Grupo Sura (GEA)	35,19%	0,00%	35,19%	45,86%
Grupo Argos (GEA)	9,86%	27,72%	0,00%	0,00%
Cementos Argos (GEA)	0,00%	6,02%	0,00%	0,00%
Grupo Gilinski (GG)	45,09%	25,25%	0,00%	0,00%
Otros (o)	9,86%	27,97%	52,55%	54,14%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Protección (2T21)	5,20%	4,53%	4,58%	6,23%

Participación sobre el voto por Juntas Directivas, representatividad accionaria del 90%				
	Grupo Nutresa	Grupo Sura	Grupo Argos	Grupo Bancolombia
Grupo Empresarial Antioqueño	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Grupo Gilinski	90,14%	72,03%	47,45%	45,86%
Otros	0,00%	17,97%	42,55%	44,14%
Total	90,14%	90,00%	90,00%	90,00%
¿Mayoría en JD de GG?	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 9. Grupos para la votación de Juntas Directivas -5/5



Fuentes: SuperFinanciera y Servivalores. Cálculos: Corficolombiana.

› Información complementaria

A continuación, revisamos la información de compradores y vendedores del mercado accionario colombiano al cierre de enero (reporte de riesgos de la BVC), junto con la información del portafolio de inversión de los Fondos de Pensiones Obligatorias al cierre de 2021.

Compradores/vendedores y portafolios de AFPs

Las ventas realizadas durante procesos de OPAs no se incluyen en este reporte, por lo que las compras netas de algunos agentes en diciembre y enero pueden explicarse por la actividad de arbitraje (compra en el mercado y venta a la OPA).

Por otro lado, se destaca la postura vendedora neta que muestran de enero a octubre de 2021 (antes de las OPAs) los extranjeros sobre Nutresa y Sura, y las AFPs sobre Nutresa.

Tabla 29. Compras y ventas netas sobre las acciones de Sura *

	Enero a octubre 2021	Noviembre 2021	Diciembre 2021	Enero 2022
Extranjeros	-49.983	12.517	24.710	-19.560
AFPs	-68.320	-73.015	134	13.710
Otros	64.706	59.498	-10.499	6.534
Personas naturales	47.193	-2.001	-23.483	-6.977
Comisionistas	6.403	3.000	9.137	6.292

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana. * millones de pesos.

Tabla 30. Compras y ventas netas sobre las acciones ordinarias de Nutresa *

	Enero a octubre 2021	Noviembre 2021	Diciembre 2021	Enero 2022
Extranjeros	-164.077	-11.050	41.504	940
AFPs	101.425	693	-3.654	7.565
Otros	66.060	21.382	-25.476	-6.265
Personas naturales	-7.458	-16.343	-12.660	-3.224
Comisionistas	4.050	5.318	286	984

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana. * millones de pesos.

Por otro lado, la información de los portafolios de las AFPs (pensiones obligatorias) se debe revisar a través del número de acciones, no del valor de la posición dado el cambio en precios. Visto así, durante diciembre se observaron ventas sobre Sura (ordinaria) por parte de Colfondos, Porvenir y Skandia, junto con compras sobre Nutresa por parte de Skandia. Durante enero, las cuatro AFPs salieron de la totalidad de su posición sobre Nutresa, Colfondos y Porvenir vendieron sus posiciones en Sura, mientras que Protección y Skandia lo hicieron parcialmente.

Tabla 31. Número de acciones en los portafolios de pensiones obligatorias

Grupo Sura - Puestos	Acciones			De noviembre a diciembre		De diciembre a enero	
	Noviembre 2021	Diciembre 2021	Enero 2022	Cambio	Variación	Cambio	Variación
Colfondos							
Sura ordinaria	13.265.244	12.755.244	-	-510.000	-3,8%	-12.755.244	-100,0%
Nutresa	14.967.800	14.967.800	-	-	0,0%	-14.967.800	-100,0%
Porvenir							
Sura ordinaria	48.657.661	47.634.198	-	-1.023.463	-2,1%	-47.634.198	-100,0%
Nutresa	45.062.257	45.062.257	-	-	0,0%	-45.062.257	-100,0%
Protección							
Sura ordinaria	21.304.021	21.304.021	9.675.445	-	0,0%	-11.628.576	-54,6%
Nutresa	24.564.940	24.564.940	-	-	0,0%	-24.564.940	-100,0%
Skandia							
Sura ordinaria	5.310.690	5.274.690	420.000	-36.000	-0,7%	-4.854.690	-92,0%
Nutresa	5.065.287	5.130.287	-	65.000	1,3%	-5.130.287	-100,0%

Fuentes: Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

Así las cosas, se cumple nuestro supuesto/requerimiento respecto a la participación de los institucionales en las OPAs, así como la decisión de no incluir a Protección como parte del GEA en los escenarios estimados.

› Metodología de Cuociente Electoral

1. Se suman los votos representados en la Asamblea General de Accionistas (AGA). Se trata de acciones con derecho a voto de accionistas que asisten o son representados en la AGA (menos del 100%).
2. Los votos representados se dividen en el número de puestos de la Junta Directiva que va a elegirse con lo cual se obtiene un cuociente.
3. Se toman las planchas (listas) presentadas por miembros de la AGA, cada cual con una propuesta de JD. Se entiende que, en las planchas, los miembros de JD propuestos están en orden de prioridad, por lo que los primeros puestos de cada plancha tienen una mayor probabilidad de ser elegidos con respecto a los últimos.
4. Se someten a votación esas planchas. El número de votos por plancha se divide entre el cuociente (numeral 2).
5. El número entero obtenido por cada plancha representa a los miembros de junta electos de esa plancha. Estos miembros corresponden a los primeros puestos de cada plancha. Se toma el residuo obtenido por cada plancha y se ordena en orden descendente.
6. De acuerdo con este orden (punto 5) se asignan los demás puestos de junta que no fueron logrados directamente.
7. La votación se realiza por plancha, no por miembros individuales. Se realiza una votación aparte para los miembros independientes.

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 6165

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Maria Paula González

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 6120

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

Pablo Fernández Luna

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 6112

Pablo.fernandez@corficolombiana.com

Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 6107

diego.gomez@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Andrés Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 6964

maria.orbezo@corficolombiana.com

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 6107

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 6107

juan.pardo@corficolombiana.com

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa").

Este informe y todo el material que incluye no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto, algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana.

Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.