# Historia de las ofertas públicas de adquisición en Colombia y su relación con el entorno macroeconómico

**Daniela Díaz Pino**

**Paula Pérez Salazar**

**Trabajo de grado presentado como requisito para optar al título de magíster en Administración Financiera**

**Asesor: Diego Fernando Téllez Falla**

**UNIVERSIDAD EAFIT**

**ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS**

**MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

**MEDELLÍN**

**2023**

**Resumen**

En el presente trabajo se realiza una recopilación histórica de las ofertas públicas de adquisición (OPA). Por lo tanto, se consideraron las características específicas que presentan los cuadernillos de oferta para sintetizar la información disponible en Colombia y analizar tanto el desarrollo de estas negociaciones como el comportamiento del mercado de capitales colombiano. Además, se comparó el desempeño de los mercados de capitales de los principales países de Latinoamérica con su respectivo desarrollo económico. Lo anterior se llevó a cabo con información disponible en los sitios oficiales de la Bolsa de Valores de Colombia, la Superintendencia Financiera de Colombia, el Banco Mundial, informes de gestión de las empresas involucradas y estudios previos.

En Colombia, se hace notoria la disminución de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia, ya que variables como la inflación y las tasas de interés han provocado la salida de comisionistas de bolsa y emisoras de títulos, lo que puede causar que no sea atractivo invertir en acciones colombianas, aun cuando se han generado utilidades en las compañías.

**Palabras clave:** Ofertas públicas de adquisición (OPA), Bolsa de Valores de Colombia, entorno macroeconómico, mercado de capitales, marco regulatorio.

**Abstract**

In the present work, a historical compilation of public acquisition offers (OPA) is carried out. The specific characteristics presented by the offer booklets are considered to synthesize the available information in Colombia and analyze both the development of these negotiations and the behavior of the Colombian capital market. Additionally, it compares the performance of the capital markets of the main countries in Latin America with their respective economic development. The above was carried out using information available on the official websites of the Colombian Stock Exchange, the Financial Superintendence of Colombia, the World Bank, management reports from the companies involved, and previous studies.

In Colombia, the decrease in listed companies on the Colombian Stock Exchange is noticeable, as variables such as inflation and interest rates have led to the withdrawal of stockbrokers and issuers of securities, making it unattractive to invest in Colombian stocks, even though companies have generated profits.

**Keywords:** Public acquisition offers, Colombia Stock Exchange, macroeconomic environment, capital market, regulatory framework.

## Contenido

Introducción ..... 4
1.1. Decretos y leyes de las ofertas públicas de adquisición ..... 6
1.2. Proceso de formulación ..... 7
2. Evolución de las OPA en Colombia ..... 9
2.1. Mercado de valores en Colombia ..... 9
2.2. Mercado de control corporativo ..... 11
3. Relación entre el mercado de las ofertas públicas de adquisición y el entorno económico ..... 24
3.1. Mercados de valores en Latinoamérica ..... 24
3.2. Implicaciones de las OPA para el desarrollo de los mercados de capitales en Latinoamérica 26
4. Conclusiones ..... 28
5. Referencias ..... 30

## Introducción

Las ofertas públicas de adquisición (en adelante, OPA) son uno de los mecanismos que la Bolsa de Valores de Colombia pone a disposición para participar en compañías que cotizan en bolsa. En este sentido, entender el mercado de las OPA en Colombia es importante para el desarrollo de los mercados de capitales, ya que se genera confianza en el sistema financiero y permite a los inversionistas acceder a un panorama completo de las negociaciones realizadas en el País. Además, se genera una herramienta para apoyar la toma de decisiones sobre la estrategia de las organizaciones y evaluar el impacto económico según los hechos históricos.

Díaz, Llanos y Rubiano (2022) estudian la problemática que surgió con las OPA del grupo Gilinski a Nutresa desde la perspectiva del marco regulatorio en Colombia, cómo se ejecutaron y cuál fue el impacto puntual en el Grupo Empresarial Nutresa a nivel financiero y administrativo. Por otro lado, Gómez y Gómez (2022) analizan los vacíos normativos que impiden el desarrollo transparente de las OPA desde la perspectiva del derecho comparativo de varios países de América. Finalmente, Bustamante y Sánchez (2022) indagan por los efectos en el precio de las acciones de las empresas involucradas durante todo el proceso de las OPA en los mercados colombiano, chileno y peruano.

Los estudios encontrados han sido enfocados en los vacíos del marco legal y en aspectos técnicos puntuales de los efectos de las OPA en el mercado. A la fecha, no se conoce una investigación que profundice en la estructura de los cuadernillos de oferta (documentos oficiales generados por la compañía interesada para llevar a cabo una OPA) en términos de el/los oferentes, el/los emisores, el precio, las cantidades, las garantías, el apalancamiento y todos los aspectos requeridos para ilustrar a los accionistas sobre la transacción.

La presente investigación recopila la información disponible de la Bolsa de Valores de Colombia, donde se encontraron 63 cuadernillos entre los años 2005 y 2023. Estos documentos detallan las condiciones planteadas por el oferente para la negociación y las características de la oferta. Lo anterior, se utilizó para llevar a cabo un análisis descriptivo, identificando cuáles son los sectores de las empresas involucradas (emisor y oferente), categorizando cada una de las OPA según su finalidad, evaluando su efectividad o desistimiento y finalmente contrastando el desempeño de la economía colombiana respecto a la economía de los principales países de Latinoamérica (Brasil, Chile, Perú, Argentina y México).

Al analizar la información, se encontró que el 70 % de las compañías involucradas en estas negociaciones buscan expandirse estratégicamente, ya que pertenecen a importantes sectores de la economía, como el de la energía, el del gas, los grupos de inversión, entre otros, cuya operación es costosa, y que optan por aprovechar el posicionamiento y las capacidades de las empresas emisoras adquiriéndolas a través de OPA. Por otro lado, el análisis del mercado de capitales colombiano, comparado con otras economías de Latinoamérica, indica que Colombia no sobresale en términos de desarrollo económico, debido que tiene la mayor devaluación, el mayor riesgo país y el menor PIB per cápita respecto a los otros países (excepto Argentina).

Este trabajo inicialmente presenta un contexto histórico que recopila las leyes y decretos del marco regulatorio colombiano. Luego, se realiza una descripción de como se ha desarrollado el mercado de valores en Colombia y como ha sido la evolución del mercado de control corporativo en el País. Finalmente, se analiza la relación entre el mercado de las OPA y el entorno económico en términos del mercado de valores de los principales países de Latinoamérica y las implicaciones de las OPA en dichos mercados.

## 1. Marco regulatorio de las ofertas públicas de adquisición

El concepto de OPA se remonta al año 1968, con su implementación en Inglaterra, y posteriormente, en los años ochenta, en Estados Unidos, Francia, Bélgica y España (Forigua, 2008).

Las OPA en Colombia tienen su origen en la década de los noventa, cuando el país empezó a abrirse a la inversión extranjera directa y se comenzaron a presentar operaciones de adquisición de empresas colombianas por parte de inversores extranjeros. La regulación ha evolucionado con la historia, según las necesidades de control que surgen de cada negociación, lo que lleva a que cada vez sea un proceso de formulación más transparente para las partes involucradas.

Las negociaciones más representativas comenzaron en el 2005 con la adquisición de Bavaria, que pertenecía al Grupo Santo Domingo, por parte de la sudafricana SABMiller. También han sido foco de análisis los últimos años, gracias a las propuestas de adquisición de los reconocidos empresarios Gilinski a empresas del Grupo Empresarial Antioqueño (GEA), las cuales serían realizadas mediante una OPA hostil.

### 1.1. Decretos y leyes de las ofertas públicas de adquisición

En 1991 se expidió la Ley 35, que estableció las bases para la regulación de las OPA en Colombia. Esta ley establecía que toda persona natural o jurídica que quisiera adquirir el control de una sociedad colombiana debía lanzar una oferta pública de adquisición para adquirir el 100 % de las acciones de la sociedad objetivo; además, establecía que el precio de la oferta debía ser equitativo y que el oferente debía garantizar su financiamiento.

En 1998 se expidió el decreto 717, que reglamentó la Ley 35 y estableció los procedimientos y los requisitos que debían cumplir las OPA en Colombia. El decreto determinó, entre otras cosas, que el precio de la oferta debía ser fijado por un experto independiente y que se debía garantizar el derecho de los accionistas minoritarios a vender sus acciones al precio de la oferta.

En el 2007, se expidió la Ley 964, que modificó la regulación de las OPA en Colombia y estableció nuevas disposiciones para la protección de los derechos de los accionistas

minoritarios. La ley planteó que las OPA debían ser realizadas por el oferente o por una sociedad especializada en la estructuración de las mismas, que debía estar registrada en la Superintendencia Financiera de Colombia.

En la actualidad, las OPA en Colombia están reguladas por el Decreto 2555 de 2010, por medio del cual se establecen restricciones para las sociedades involucradas en una OPA, a partir de la suspensión de la negociación de valores tales como la emisión de acciones o los valores convertibles, la disposición de bienes por un valor igual o superior al 5 % del activo total del emisor[1] y cualquier acción que pueda afectar el precio o la actividad comercial normal.

Estas regulaciones buscan mantener las condiciones sustanciales de la oferta hasta su finalización y evitar cualquier interferencia en el proceso. Esto se conoce como el deber de pasividad, que se aplica sin afectar las operaciones normales de la empresa. Los administradores no deben interferir en la OPA ni negar los derechos de los accionistas de decidir vender o no sus acciones. Aunque existen mecanismos de defensa contra una OPA hostil, como vender un activo fijo o endeudarse significativamente, estas acciones no son legales bajo la ley colombiana debido al deber de pasividad.[2]

La regulación actual tiene como objetivo adaptar el porcentaje de participación del beneficiario real al mercado colombiano y promover una mayor transparencia en el mercado a través de la obligatoriedad del cuadernillo de oferta. Además, busca profundizar el mercado y proteger a los accionistas mediante la regulación de ofertas competidoras y permitiendo al oferente mejorar su oferta. Se destaca la importancia de la irrevocabilidad de la OPA, aunque existen excepciones en el marco de ofertas competidoras. La regulación también incluye nuevos tipos de OPA, como las voluntarias y el derecho de venta, y amplía la regulación de la OPA de desliste.

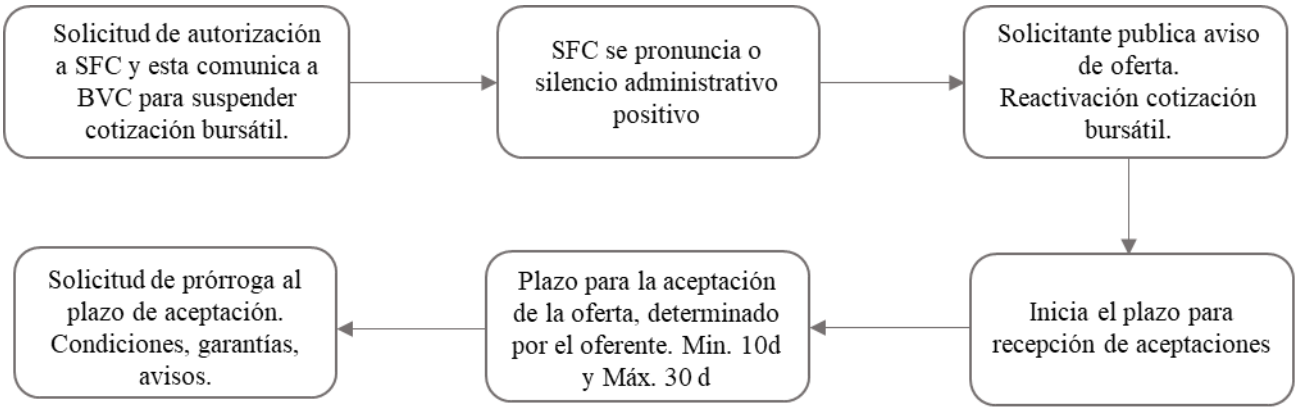
### 1.2. Proceso de formulación

[1] Los emisores de valores son empresas que buscan crecer y financiarse mediante una oferta pública en el mercado bursátil, al emitir valores de deuda o de capital (BVN, 2022; AMV, 2023).

[2] Es el interés de los accionistas de la sociedad afectada por la oferta pública de adquisición el que se trata de proteger y preservar con la imposición a los administradores de la prohibición de adoptar medidas obstruccionistas u obstativas al desarrollo y el buen éxito de la oferta pública, a fin de que los accionistas, en su *self-interest,* puedan decidir lo que les resulte más conveniente (Gómez y Sáez, 2007).

Según el Decreto 1941 de 2006, las fases de formulación de una OPA incluyen las que se exponen en la siguiente figura:

Figura 1. Proceso de formulación de una oferta pública de adquisición en Colombia




*SFC= Superintendencia Financiera de Colombia*
*BVC= Bolsa de Valores de Colombia*

Fuente: Elaboración propia.

Los documentos requeridos para la solicitud de la formulación se dividen en dos:

- **Documentos generales:**

    1. Cuadernillo de oferta.
    2. Proyecto de aviso de oferta.
    3. Manifestación juramentada sobre inexistencia de acuerdos.

- **Documentos particulares:**

    1. Autorizaciones de los órganos competentes del oferente, requeridas para la operación (persona jurídica).
    2. Certificado de existencia y representación legal del oferente (persona jurídica).
    3. Negociaciones sometidas a autorización de autoridad administrativa.
    4. Preacuerdo.

## 2. Evolución de las OPA en Colombia

### 2.1. Mercado de valores en Colombia

De acuerdo con el estudio sobre las perspectivas de los mercados de capitales en Latinoamérica publicado por el Banco Mundial (2006), la economía mundial sufrió importantes cambios entre los años setenta y los años noventa, puesto que conceptos como la intermediación financiera, la inversión extranjera y la diversificación de las inversiones tomaron protagonismo, lo que llevó a las economías a integrarse financieramente y buscar inversiones en países extranjeros (De la Torre y Schmukler, 2006).

Según De la Torre y Schmukler (2006), la globalización permitió que tanto los mercados desarrollados como los emergentes se volvieran más atractivos para las inversiones extranjeras, lo que evidencia un incremento en los flujos de capital privado y somete a los países emergentes a la necesidad de replantearse la regulación del mercado de capitales. Sin embargo, el desempeño de los mercados bursátiles en Latinoamérica era deficiente, dado que la capitalización bursátil respecto al PIB era muy modesta en comparación con otras regiones (aprox. 28 %).

Por otro lado, el portafolio de acciones no era muy diversificado, es decir, que la capitalización se concentraba en unas cuantas acciones y las empresas buscaban constantemente migrar a bolsas de valores internacionales. Por lo tanto, el mercado se percibía más dinámico en el extranjero que en las bolsas internas latinoamericanas.

Así, el estudio logró concluir que el desempeño macroeconómico de las empresas y las reformas regulatorias en relación con temas internacionales que permitan la inversión extranjera son pilares fundamentales para el desarrollo del mercado de valores interno, ya que se debe velar por la integridad de los inversionistas y prever la absorción de la economía por parte de las empresas extranjeras; de lo contrario, las bolsas de valores internas siempre tendrán un desempeño deficiente, como ha sido la constante en Latinoamérica.

Colombia, un país caracterizado por el desarrollo industrial, a lo largo de la historia ha establecido bases para el desempeño del mercado de capitales. Desde principios del siglo XX, el papel de la Bolsa de Valores ha sido fundamental tanto para controlar y gestionar las transacciones de valores que componen la riqueza nacional, como para incentivar la expansión

y la capitalización de las empresas privadas del país, lo que ha estado ligado también al desarrollo económico (Guerrero y Ramos, 2011).

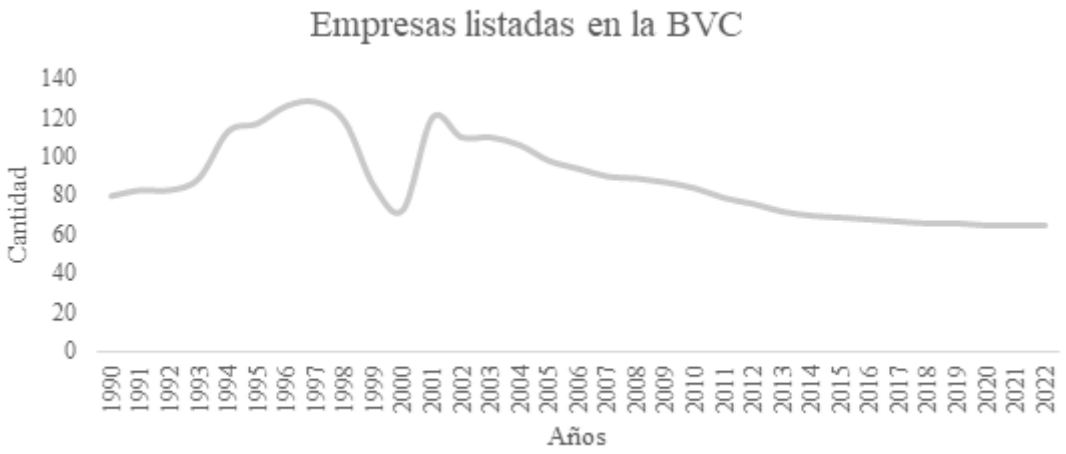
Luego de que el desarrollo industrial, el crecimiento de las exportaciones y la expansión demográfica fueran una necesidad latente durante el siglo XX, nace la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) en el 2001, debido a la fusión de las 3 principales bolsas del país: Medellín, Bogotá y Occidente. Lo anterior, con el fin de unificar esfuerzos y dar un apoyo integral a la economía colombiana, a través de financiamiento al sector industrial, comercial y de servicios para fomentar su desarrollo productivo (Caballero, 2022).

Con la consolidación de la BVC, las empresas del país podían acceder a un proceso formal de transaccionalidad, en el que el inversionista accede a información transparente, lo que genera confianza en el mercado y dinamiza la operación bursátil al interior. Según Formariz y Sacristán (2019), este tipo de financiación genera beneficios tales como la diversificación estratégica sin aumentar el endeudamiento ni la inyección de capital propio; la transparencia en la información de la transacción; y el aumento de la reputación de la empresa, que promueve el aumento de su valor, garantías dadas por los requisitos que se exigen para entrar y salir de la bolsa, lo que permite asegurarse de tranzar con compañías maduras.

Esta formalización permitió incrementar la regulación para estas transacciones, dado que las empresas listadas ejecutaban sus objetivos estratégicos de consolidación y expansión, siendo más atractivas para el mercado internacional.

A continuación, se muestra la cantidad de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia desde 1990 hasta el 2022, cuando se evidencia que existe una tendencia de disminución con un caso puntual en el 2000, año en que hubo una caída importante por la fusión de las bolsas principales de Colombia en el 2001. Sin embargo, a pesar de la recuperación evidenciada luego de la creación de la BVC, no se logran mantener los niveles previos de las empresas, debido a las nuevas restricciones para listar las compañías.

Figura 2. Empresas listadas en la BVC




Fuente: Elaboración propia.

### 2.2. Mercado de control corporativo

El autorregulador del mercado de valores de Colombia define las OPA como operaciones para adquirir una participación de acciones dentro de una sociedad. La operación es iniciada por el comprador cuando anuncia públicamente a los accionistas su voluntad de comprar una cantidad determinada de acciones (AMV, 2020).

El principal objetivo de las OPA es brindar igualdad de condiciones para todos los accionistas, para que así puedan actuar frente a cambios eventuales en el control de la sociedad. Los beneficiarios reales son las personas o los grupos de personas con capacidad decisoria respecto a la acción de una sociedad, es decir, que puedan dirigir y enajenar. El capital con derecho a voto está conformado por acciones en circulación con derecho a voto, valores convertibles en acciones con derecho a voto o que proporcionen el derecho a su suscripción, valores o derechos con subyacente que represente acciones con derecho a voto o títulos representativos de acciones con el mismo derecho.

En cuanto a la sociedad con acciones inscritas en la bolsa, el beneficiario real es quien tenga más del 25 % del capital con derecho a voto o de 25 % en adelante del capital con derecho a voto que pretenda aumentar ese porcentaje en 5 % o más. El número mínimo de valores es del

5 %; los destinatarios son titulares de valores del capital con derecho a voto. La oferta es irrevocable, con excepciones a la OPA.

Por otro lado, es importante entender que al realizar OPA se pueden obtener ventajas y desventajas que se detallan a continuación:

**I. Ventajas:**

- Tener un mayor control sobre la empresa adquirida, debido a que la OPA puede permitir que la compañía oferente obtenga una participación mayoritaria o completa en la empresa adquirida, con lo cual se tendría mayor control y se contaría con la capacidad de tomar decisiones estratégicas relevantes.

- Obtener la diversificación de la cartera, puesto que puede tener negocios en diferentes sectores, lo que permite reducir su riesgo general, además de mejorar su posición de mercado.

- Acceder a nuevos mercados y clientes, lo que puede mejorar su posición competitiva, además de incrementar sus ingresos.

- La empresa compradora puede obtener sinergias a través de la integración de las operaciones de la empresa adquirida, lo que puede reducir sus costos y hacerla más eficiente.

**II. Desventajas:**

- Una OPA puede ser costosa para la empresa compradora en cuanto a los costos transaccionales, los honorarios legales, el asesoramiento y el financiamiento.

- Los accionistas de la empresa adquirida pueden rechazar la oferta si consideran que el precio ofrecido es bajo o si la empresa compradora no cuenta con un historial adecuado de éxito en la gestión de las empresas adquiridas.

- Dilución del valor para los accionistas de la empresa compradora, si se financia la OPA mediante la emisión de nuevas acciones.

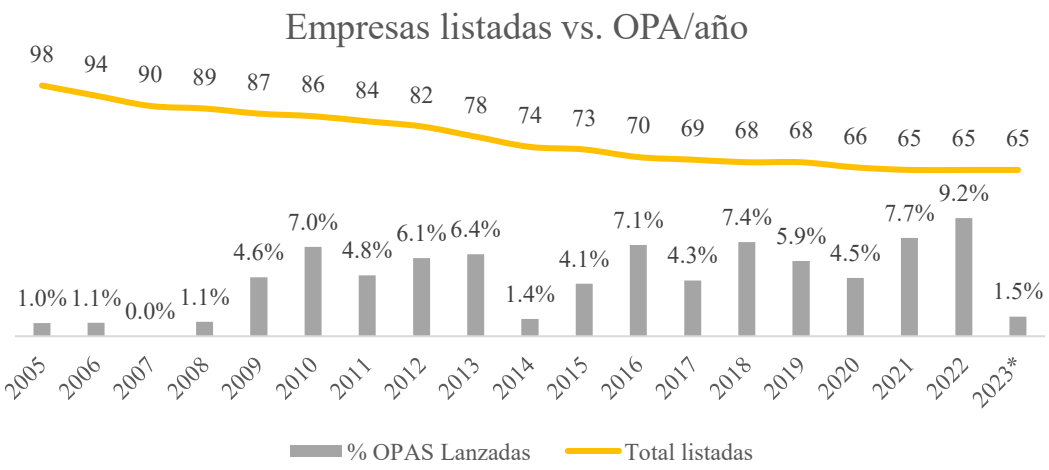
- La integración de las operaciones de la empresa adquirida puede ser compleja, tomar tiempo y demandar recursos significativos.

Entrando en detalle en la historia de las OPA en Colombia, se realizó un análisis con la información disponible publicada en el sitio web de la Bolsa de Valores de Colombia (2005-2022), donde son archivados los cuadernillos de las OPA según lo exige la ley actual. En total, se analizaron 63 OPA y de cada cuadernillo se extrajo la información detallada de las características de la oferta, como los emisores, los oferentes, las garantías otorgadas, la cantidad y los precios ofrecidos en la negociación, y detalles del plazo acordado.

Cada año como máximo se dieron 6 OPA de compañías con gran músculo financiero que frecuentemente utilizan esta metodología para adquirir otras. Además, al contrastar la cantidad de OPA con la información de las empresas listadas cada año en la Bolsa de Valores de Colombia, se evidencia que en promedio el 6 % de las empresas listadas tuvieron una oferta pública de adquisición en el periodo analizado. Sin embargo, aunque la cantidad de OPA no tiene un comportamiento creciente constante, se evidencia que en el 2021 y el 2022 ha alcanzado niveles máximos históricos, debido a que la familia Gilinski (accionistas de GNB Sudameris y Nugil) inició en el 2021 sus planes de adquirir mayor participación en algunas empresas del GEA a través de OPA, y lanzó alrededor de 4 OPA en un lapso corto respecto al histórico.

A continuación, se presenta la relación mencionada anteriormente y cabe aclarar que el año 2023 está en curso y se muestra la información vigente a la fecha:

Figura 3. Empresas listadas vs. OPA/año




Fuente: FIAB (2023).

La relación entre el crecimiento económico y el desempeño de los mercados bursátiles puede ser cuestionable cuando se observa el caso de Colombia, donde a pesar de que ha habido años de bonanza y de expansión industrial y comercial, el número de compañías listadas muestra una contracción relevante. De acuerdo con la Federación Iberoamericana de Bolsas, la Bolsa de Valores de Colombia pasó de 98 compañías listadas en el 2005 a 65 en lo corrido del 2023, una disminución del 33,67 %.

Cabe resaltar que las OPA se pueden considerar como una fuente de apalancamiento para las compañías, con la que podrán hacer inversiones en activos fijos (CAPEX) y acelerar el crecimiento de su dinámica comercial, lo cual al darse de manera masiva en las diferentes compañías podría disminuir los niveles de desempleo, además de beneficiar la dinámica económica a nivel nacional.

A continuación, se presenta la distribución de los sectores[3] de cada participante, que fueron definidos según la información presentada en el cuadernillo. Cabe aclarar que el sector denominado Grupo de Inversión se refiere a una compañía creada con el fin de invertir en

[3] La clasificación del subsector se realizó a partir de la consulta en el informe de Clasificación Industrial Internacional Uniforme de todas las actividades económicas realizada por el DANE (2020).

diversos sectores, ya sea para lograr integraciones verticales[4] u horizontales,[5] o generar rentabilidad a partir de una capitalización en otra compañía (DANE, 2020).

Según esta clasificación, se encontró que del total de las sociedades emisoras, el 14 % corresponde a empresas del sector energético, seguidas por grupos de inversión (13 %), comercio de combustibles (11 %) y gas (8 %). A continuación, se presentan los sectores evidenciados en el análisis:

Tabla 1. Clasificación de los emisores según el sector al que pertenecen

| **Sector de emisores** | **Número de emisores por sector** |
|---|---|
| Energía | 9 |
| Grupo de inversión | 8 |
| Comercio de combustibles | 7 |
| Gas | 5 |
| Papel y cartón | 4 |
| Madera | 3 |
| Telecomunicaciones | 3 |
| Cemento | 3 |
| Salud | 2 |
| Edificaciones | 2 |
| Infraestructura | 2 |
| Bancos | 2 |
| Agroindustria | 2 |
| Extracción de hidrocarburos | 1 |
| Tecnología | 1 |

[4] La integración vertical es una estrategia de crecimiento dentro de la dirección estratégica de las empresas, y es frecuente en todo tipo de mercados. Se resume en mayores economías de alcance (derivadas de un mejor aprovechamiento de los recursos que pueden ser compartidos), la reducción de los procesos intermedios, la reducción de costos de transacción, la obtención de mayores márgenes y, con ellos, una mejor rentabilidad del negocio (Sánchez y López, 2020).

[5] La integración horizontal es una estrategia que adoptan las compañías cuando buscan ofrecer sus productos o servicios en diferentes mercados. Hay de dos tipos, en la de *marketing* se busca que la empresa se haga con mayor cobertura de mercado y a través de la creación de firmas subsidiarias se pone a la venta el bien o el servicio; el otro tipo es de producción y es en el que una empresa establece una serie de plantas en diferentes puntos en los que se ofrecen productos similares (Sánchez y López, 2020)..

| | |
|---|---|
| Supermercados | 2 |
| Plástico | 1 |
| Textil | 1 |
| Productos metálicos | 1 |
| Confección | 1 |
| Industrias básicas de hierro y acero | 2 |
| Bebidas alcohólicas | 1 |
| **Total general** | **63** |

Fuente: Elaboración propia.

Por otro lado, los sectores más representativos de las sociedades oferentes son los grupos de inversión, con el 32 % del total de las empresas analizadas, seguido por las empresas que prestan otros servicios financieros (16 %) y las del comercio de combustibles (13 %). A continuación, se presentan los sectores evidenciados en el análisis:

Tabla 2. Clasificación de los oferentes según el sector al que pertenecen

| **Sector de oferentes** | **Número de oferentes por sector** |
|---|---|
| Grupo de inversión | 20 |
| Otros servicios financieros | 10 |
| Comercio de combustibles | 8 |
| Madera | 3 |
| Telecomunicaciones | 3 |
| Cemento | 3 |
| Salud | 2 |
| Papel y cartón | 2 |
| Energía | 2 |
| Petroquímico | 1 |
| Distribuidores de productos de consumo masivo | 1 |

| | |
|---|---|
| Productos metálicos | 1 |
| Extracción de hidrocarburos | 1 |
| Servicios financieros | 1 |
| Fiduciarias | 1 |
| Bancos | 1 |
| Agroindustria | 1 |
| Supermercados | 1 |
| Bebidas alcohólicas | 1 |
| **Total general** | **63** |

Fuente: Elaboración propia.

Existen algunos aspectos que se pueden destacar de los sectores que representan mayor participación dentro del grupo de emisores y oferentes, como la complejidad técnica que implica el desarrollo del modelo de negocio, por ejemplo en el caso de las líneas de transmisión para el sector de energía, las redes de distribución de gas y la infraestructura de las estaciones de servicio, factor que limita el apetito de ciertas compañías por iniciar estos negocios desde cero, por lo que estos sectores se convierten en los más atractivos por parte de los oferentes, dado que comprar una compañía que está posicionada en el mercado permite alcanzar una expansión estratégica más eficaz.

Así mismo, se evidencia que los grupos de inversión son uno de los subsectores con una participación significativa frente al resto, debido a que están diversificados y así pueden obtener un beneficio económico con un riesgo menor. El sector de servicios financieros como oferente busca consolidarse en el mercado con empresas que le permitan tener acceso a nuevas líneas de negocio en diversos sectores económicos.

Por otro lado, se realizó una categorización de la información recopilada según la finalidad de cada oferente con la OPA presentada, y se encontró que los datos se agrupan de la siguiente manera:

- **Expansión estratégica:** Son negociaciones realizadas bien sea con el fin de unir capacidades y conocimientos con otra compañía, aumentar la participación buscando ser controlante en el futuro o entrar a un sector nuevo para la operación del oferente.

- **Expansión geográfica:** Estas OPA están enfocadas en abrir mercado en otras zonas geográficas donde el oferente no tiene participación, y esto le permite entrar con un nivel de posicionamiento y conocimiento del mercado a operar.

- **Posicionamiento en el sector:** Son ofertas enfocadas en un mismo sector, con las que se pretende tener participación en compañías con gran potencial, que les permitan a los oferentes adquirir un posicionamiento estratégico.

- **Preacuerdo anterior:** Las OPA con preacuerdo anterior generalmente son obligatorias según la ley, dado que cuando el oferente busca obtener participación mayoritaria en un emisor y a su vez el emisor es controlante de una tercera sociedad, el oferente se compromete a lanzar en el futuro una oferta para adquirir dicha sociedad.

- **Reorganización interna:** Este tipo de OPA pretende que una vez se cierre la negociación, la empresa oferente modificará los estatutos y la operación de la empresa emisora, y algunas veces procederá a la dilución de la compañía.

En la distribución por categorías, se evidencia que las empresas en su mayoría lanzan la oferta pública con la intención de aumentar la participación accionaria para tomar decisiones que le permitan unir capacidades y conocimientos en el desarrollo del negocio, sin pretender modificar la organización.

Tabla 3. Clasificación de las OPAs según la categoría asignada

| **Categoría** | **Número de OPA** |
|---|---|
| Expansión estratégica | 44 |
| Expansión geográfica | 8 |
| Reorganización interna | 6 |
| Posicionamiento en el sector | 2 |
| Preacuerdo anterior | 3 |

| | |
|---|---|
| **Total** | **63** |
| | |

Fuente: Elaboración propia.

Ahora bien, al analizar los principales accionistas de la sociedad emisora se encuentra que el 52 % (33 OPA) de los oferentes fueron los accionistas mayoritarios, es decir, que un accionista mayoritario es más propenso a seguir expandiendo su participación en la sociedad y el mecanismo adecuado para obtenerla es a través de una OPA. Además, se encontró que el 85 % de las OPA analizadas fueron lanzadas por un solo oferente, mientras que el restante son negociaciones de más de un oferente que se unen para adquirirla según su participación accionaria actual en la compañía.

Luego de recopilar la información histórica de las OPA en Colombia, se analizó cuáles de ellas fueron efectivas, es decir, si la negociación fue exitosa y accedieron a vender al precio ofertado, o si no fue aceptada por los accionistas. Dicha información fue extraída de noticias y de informes de gestión de las compañías en estudio. Según esto, se encontró que el 84 % de las OPA analizadas fueron efectivas, el 5 % no fueron efectivas y el 11 % restante no cuenta con información disponible que permita concluir dicha efectividad. En cuanto a las no efectivas, la razón principal fue la falta de aceptación de los accionistas, dado que el precio no cumplía sus expectativas, las cuales son declaradas OPA desiertas de acuerdo con la Bolsa de Valores de Colombia.

Tabla 4. Relación entre el emisor, el oferente y la efectividad de las OPAs

| Año | Sociedad afectada | Oferente principal | Efectividad |
|---|---|---|---|
| **2005** | **Bavaria S. A.** | SABMiller | Efectiva |
| **2006** | **Carulla Vivero** | Almacenes Éxito | Efectiva |
| **2008** | **Acerías Paz del Río** | Votorantim Metais LTDA. | Efectiva |
| **2009** | **Clínica Colsánitas S. A.** | Compañía de Promociones Internacionales de Servicios de Salud S. A. | Sin información |

| | | | |
|---|---|---|---|
| **2009** | **Compañía Colombiana de Inversiones S. A.** | Inversiones Argos S. A. | Efectiva |
| **2009** | **Compañía de Medicina Prepagada Colsánitas S. A.** | Compañía de Promociones Internacionales de Servicios de Salud S. A. | Sin información |
| **2009** | **Empresa de Energía del Pacífico S. A. E. S. P.** | Fideicomiso P. A. Colener (Colinversiones) | Efectiva |
| **2010** | **Brío de Colombia S. A.** | Biomax Biocombustibles S. A. | Efectiva |
| **2010** | **C. I. Confecciones Colombia S. A.** | Grupo de Inversiones Suramericana S. A. | Sin información |
| **2010** | **Compañía Colombiana de Inversiones S. A.** | Inversiones Argos S. A. | No efectiva |
| **2010** | **Compañía de Electricidad de Tuluá** | Colener S. A. S. (Colinversiones) | Efectiva |
| **2010** | **Eternit Colombiana S. A.** | Elementia S. A. | Sin información |
| **2010** | **Proenergía Internacional S. A.** | Compañía de Petróleos de Chile Copec S. A. | Efectiva |
| **2011** | **Computec S. A.** | Bw S. A. S. | Sin información |
| **2011** | **Industrias Metalúrgicas Unidas S. A.** | Industrias Arfel S. A. S. | Efectiva |
| **2011** | **Sociedad de Inversiones en Energía S. A.** | Compañía de Petróleos de Chile Copec S. A. | Efectiva |
| **2011** | **Transportadora de Gas Internacional S. A.** | Empresa de Energía de Bogotá S. A. Esp. | Efectiva |
| **2012** | **Banco Santander Colombia S. A.** | Santander Investment S. A. | Efectiva |
| **2012** | **Proenergía Internacional S. A.** | Copec Investments Ltd. | Efectiva |
| **2012** | **Promigas S. A. Esp.** | Corficolombiana S. A. | Efectiva |
| **2012** | **Tablemac S. A.** | Duratex Europe N. V. | Efectiva |

| | | | |
|---|---|---|---|
| **2013** | **Biomax S. A.** | Uno Colombia S. A. S | Efectiva |
| **2013** | **Edatel S. A. E. S. P.** | Une EPM Telecomunicaciones S. A. | Efectiva |
| **2013** | **Helm Bank S. A.** | Banco Corpbanca Colombia S. A. | Efectiva |
| **2013** | **Setas Colombianas S. A.** | Grupo Nutresa S. A. | Efectiva |
| **2013** | **Tablemac S. A.** | Duratex Europe N. V. | Efectiva |
| **2014** | **Inversiones, Equipos y Servicios S. A. Inesa** | Mayaguez S. A. | Sin información |
| **2015** | **Biomax S. A.** | Uno Colombia S. A. S | Efectiva |
| **2015** | **Edatel S. A. E. S. P.** | Une Epm Telecomunicaciones S. A. | Efectiva |
| **2015** | **Organización de Ingeniería Internacional S. A. Odinsa** | Grupo Argos S. A. | Efectiva |
| **2016** | **Biomax S. A.** | Uno Colombia S. A. S | Efectiva |
| **2016** | **Edatel S. A. E. S. P.** | Une Epm Telecomunicaciones S. A. | Efectiva |
| **2016** | **Isagén S. A. E. S. P.** | Bre Colombia Investments L. P. | Efectiva |
| **2016** | **Tablemac S. A.** | Duratex Europe N. V. | Efectiva |
| **2017** | **Biomax S. A.** | Uno Colombia S. A. S. | Efectiva |
| **2017** | **Isagén S. A. E . S. P.** | Bre Colombia Holdings S. A. S. | Efectiva |
| **2017** | **Odinsa S. A.** | Grupo Argos S. A. | Efectiva |
| **2018** | **Biomax S. A.** | Uno Colombia S. A. S. | Efectiva |
| **2018** | **Empresa de Energía del Pacífico S. A. E. S. P.** | Celsia S. A. E. S. P. | Efectiva |
| **2018** | **Gas Natural del Oriente S. A. E. S. P.** | Gamper Acquireco S. A. S. | Efectiva |

| | | | |
|---|---|---|---|
| **2018** | **Gas Natural S. A. E. S. P.** | Gamper Acquireco S. A. S. | Efectiva |
| **2018** | **Valorem S. A.** | Invernac & Cía S. A. S. | Efectiva |
| **2019** | **Almacenes Éxito S. A.** | Sendas Distribuidora S. A. | Efectiva |
| **2019** | **Biomax S. A.** | Uno Colombia S. A. S. | Efectiva |
| **2019** | **Cartón de Colombia S. A.** | Smurfit Kappa Group Plc | Efectiva |
| **2019** | **Coltejer S. A.** | Grupo Mcm Colombia S. A. S. | Efectiva |
| **2020** | **Cemex Latam Holdings S. A.** | Cemex España S. A. | Efectiva |
| **2020** | **Enka de Colombia S. A.** | Grupo Petrotemex, S. A. de C. V. | No efectiva |
| **2020** | **Vanti S. A. Esp.** | Gamper Acquireco Ii S. A. S. | Efectiva |
| **2021** | **Acerías Paz del Río S. A.** | Trinity Capital S. A. S. | Efectiva |
| **2021** | **Cartón de Colombia S. A.** | Smurfit Kappa Group Plc | Efectiva |
| **2021** | **Grupo de Inversiones Suramericana S. A.** | Jgdb Holding S. A. S. | Efectiva |
| **2021** | **Grupo Nutresa S. A.** | Nugil S. A. S | Efectiva |
| **2021** | **Productos Familia S. A.** | Essity Group Holding B. V. | Efectiva |
| **2022** | **Bac Holding International Corp.** | Esadinco S. A. | Efectiva |
| **2022** | **Bac Holding International Corp.** | Rendifin S. A. | Efectiva |
| **2022** | **Grupo Argos S. A.** | Nugil S. A. S. | No efectiva |
| **2022** | **Grupo de Inversiones Suramericana S. A.** | Jgdb Holding S. A. S. | Efectiva |
| **2022** | **Grupo Nutresa S. A.** | Nugil S. A. S. | Efectiva |
| **2022** | **Productos Familia S. A.** | Essity Group Holding B. V. | Sin información |
| **2023** | **Cemex Latam Holdings S. A.** | Cemex España | Efectiva |
| | | | |

Fuente: Elaboración propia.

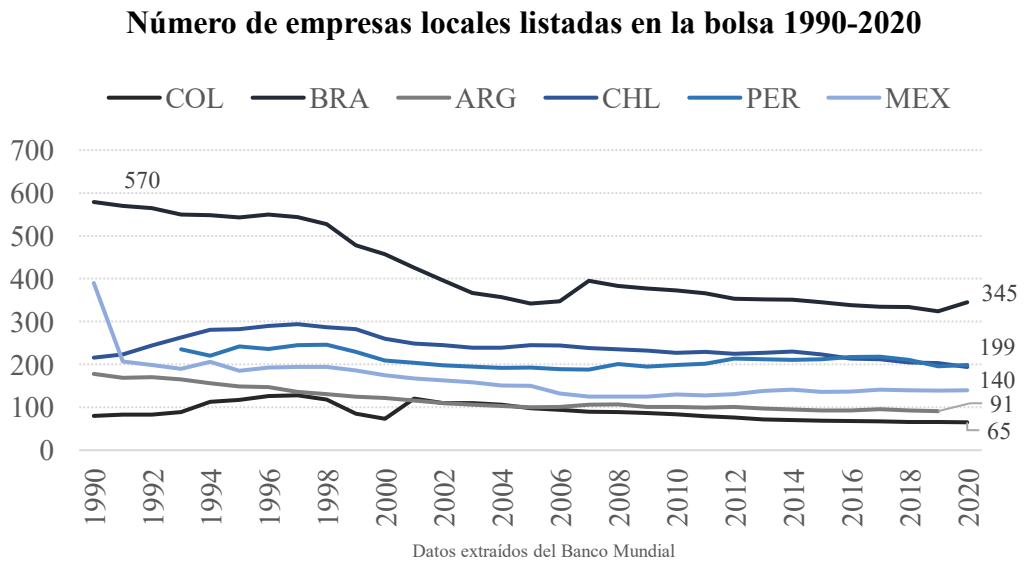
## 3. Relación entre el mercado de las ofertas públicas de adquisición y el entorno económico

### 3.1. Mercados de valores en Latinoamérica

La magnitud del mercado bursátil medido a través del número de compañías listadas puede tener una relación directa con el desarrollo económico y las fortalezas competitivas de cada país para generar atracción de inversionistas tanto locales como extranjeros.

Además, cuando se analizan diferentes variables asociadas al comportamiento económico, se encuentra que presentan mejor desempeño donde existe una mayor concentración de empresas listadas, como en el caso de Brasil, Chile y Perú, es decir, el alto volumen de compañías y su diversificación en sectores económicos potencializan la generación de valor agregado, lo cual se valida cuando se encuentra que estos países (Brasil y Chile) presentan un PIB per cápita superior al promedio de Latinoamérica y el Caribe (PIB per cápita promedio: 8.327 USD) (Banco Mundial, 2023).

Figura 4. Número de empresas locales listadas en la bolsa 1990-2020




Fuente: Banco Mundial (2023).

De acuerdo con la gráfica anterior, Brasil cuenta con el mayor número de compañías listadas en bolsa, factor que puede explicarse en primer lugar por el tamaño de su economía (US 1,6

billones),[6] además de las siguientes variables, que muestran la fortaleza económica que se reflejaría a su vez en la estabilidad del mercado de valores:

Tabla 5. Variables económicas de los principales países de Latinoamérica

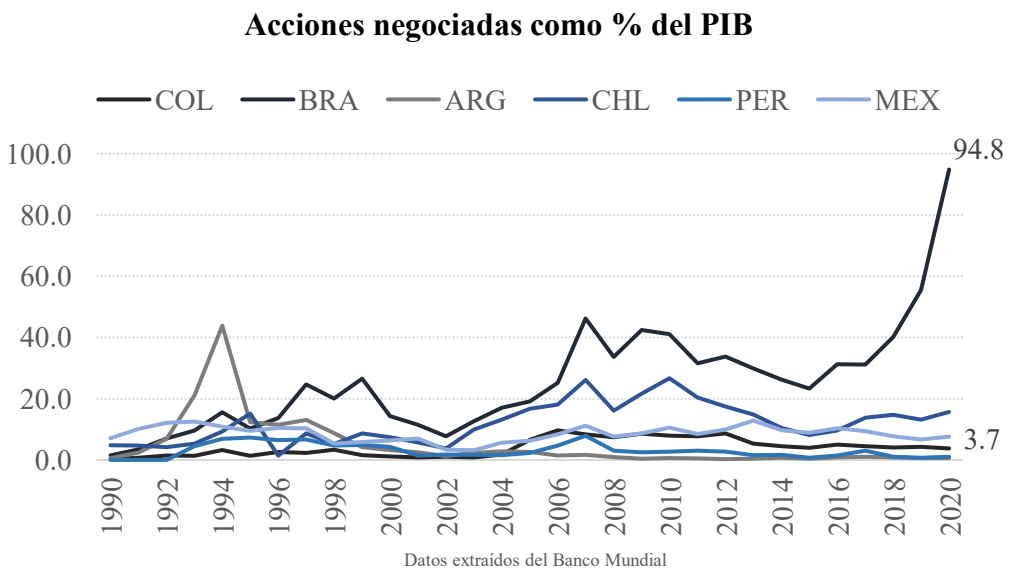
| País | PIB per cápita[7] (US $) | EMBI[8] (riesgo país) | Índice de competitividad global[9] | Inflación | Fortaleza de la moneda respecto al USD[10] | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | Variación | |
| Colombia | 6216,35 | 377 | 66,3 | 4,86 % | -28,53 % | Devaluación |
| Brasil | 8432,94 | 262 | 66,8 | 4,97 % | -21,64 % | Devaluación |
| Chile | 14966,5 | 160 | 77,8 | 4,92 % | -12 % | Devaluación |
| México | 9627,45 | 373 | 68,9 | 4,95 % | 11,89 % | Apreciación |
| Argentina | 11100,9 | 1999 | 61,1 | 56,16 % | -83,52 % | Devaluación |
| Perú | 6644,42 | 225 | 65,4 | 3,41 % | -8,19 % | Devaluación |

Fuente: Elaboración propia.

Una variable relevante en el flujo de los recursos tanto nacionales como locales es la percepción del riesgo en cada país, pues naciones como Chile, Brasil y Perú presentan el menor riesgo y esto podría estar beneficiando la dinámica económica y la capitalización bursátil de los mercados de capitales, dándoles estabilidad y volviéndolos mercados líquidos, caso contrario al del mercado colombiano, en el que los indicadores de estabilidad y crecimiento económico distan de sus pares en la región.

[6] Crecimiento del PIB anual al 2021 según el Banco Mundial.
[7] Datos extraídos del Banco Mundial.
[8] EMBI: Emerging Markets Bonds Index. Extraído de Bloomberg en línea con información de JP Morgan (2022).
[9] El Índice de Competitividad Global (ICG) mide la capacidad que tiene un país de proporcionar un entorno propicio para el crecimiento económico y la prosperidad a largo plazo, acorde con el Foro Económico Mundial.
[10] Los datos fueron extraídos de Bloomberg.

Figura 5. Acciones negociadas como porcentaje del PIB




Fuente: Banco Mundial (2023).

Por su parte, cuando se analizan las acciones negociadas como % del PIB, se evidencia que Brasil cuenta con un alto porcentaje (94,8 %), lo que da cuenta de una economía con un mercado de capitales activo y líquido, además de que implica una mayor participación de los inversores en el mercado de valores y una mayor disponibilidad de capital para financiar el desarrollo económico a través del apalancamiento empresarial. Ahora, cuando se observa cómo se encuentra Colombia, que es uno de los países con menor porcentaje, se puede inferir que es un mercado de capitales menos desarrollado o activo, lo cual se ve reflejado en una menor participación de los inversionistas en el mercado de valores, apreciación que se logra validar con el tamaño del mercado, a través del número de compañías listadas en la bolsa (Brasil: 345 compañías; Colombia: 65 compañías).

### 3.2. Implicaciones de las OPA para el desarrollo de los mercados de capitales en Latinoamérica

Al analizar el comportamiento del mercado de capitales en Latinoamérica, se observa que este es más desarrollado en Brasil, México y Chile, por factores como el PIB, la cantidad de empresas que cotizan en bolsa y el índice de competitividad global, mientras que en Argentina refleja una caída, debido a los impactos políticos y económicos que representan una mayor volatilidad en el mercado. Por otro lado, el mercado de capitales se ha visto fortalecido en parte

por el incremento de la actividad empresarial y la rentabilidad que arrojan las compañías. Además, las buenas prácticas de gobierno corporativo en las organizaciones han permitido que la administración de las empresas sea transparente y refleje una adecuada toma de decisiones, lo que incrementa la confianza de los inversionistas tanto locales como internacionales, y se traduce como una mayor capitalización bursátil.

Si bien se tienen variables que impactan positivamente el mercado de capitales, es importante resaltar que también se tienen desafíos como la desaceleración económica, la inestabilidad política y la corrupción, los cuales pueden generar incertidumbre y volatilidad en el mercado.

Con respecto a los efectos que tienen las OPA, se encuentran los cambios de composición accionaria y de estrategia, el impacto en el precio de las acciones, el aumento de la competencia, y una mayor atención de los reguladores, los empleados y la comunidad. Lo anterior puede llevar a modificar la toma de decisiones, los incrementos o las caídas en el precio de la acción y el fortalecimiento del mercado, así como a un mejor posicionamiento y un mayor cumplimiento de la regulación estipulada y a la afectación en los empleados y la economía, respectivamente.

Ahora bien, respecto al comportamiento del precio de las acciones, Bustamante y Sánchez (2022) concluyeron que el 76 % de los casos analizados mostraban una tendencia de precios alcista, previa al anuncio de la OPA. Además, que el efecto al anunciar una OPA es un incremento temporal en el precio de la acción, y luego en el 57 % de los casos estudiados los precios retoman sus niveles previos a la OPA. Sin embargo, también afirman que las volatilidades de los precios son mayores en el periodo post-OPA respecto al pre-OPA.

Por otro lado, es importante para una economía como la colombiana contar con un mercado desarrollado, debido a lo siguiente:

1. ***Financiamiento empresarial*** mediante la emisión de acciones y bonos destinados a proyectos de expansión, inversión en tecnología, inversiones en activos fijos, entre otros aspectos requeridos para el crecimiento de su dinámica comercial.

2. ***Atracción de inversiones*** propiciando un entorno seguro y transparente para invertir en acciones y bonos de empresas colombianas, lo que incentiva la inversión extranjera directa y estimula el crecimiento económico del país.

3. ***Diversificación del riesgo,*** pues al tener acceso a una variedad de instrumentos financieros, como acciones, bonos, derivados, fondos de inversión, entre otros, los inversionistas pueden diversificar su riesgo.

4. ***Generación de empleo*** impulsado por la expansión de las empresas.

5. ***Desarrollo del sector financiero*** al contar con intermediarios financieros especializados, como bancos de inversión, corredores de bolsa y gestores de activos, los cuales canalizan los recursos financieros y brindan servicios de asesoramiento e intermediación.

Finalmente, las ofertas públicas de adquisición son importantes para el dinamismo del mercado de valores porque impulsan la liquidez y el volumen de las transacciones, fomentan la transparencia y la competencia, ofrecen oportunidades de inversión, establecen un mecanismo de salida para los accionistas y promueven la gobernanza corporativa. Es así como cobra relevancia que exista libertad para los inversionistas en el mercado, para que puedan comprar la participación de las empresas siempre y cuando cumplan con todos los requisitos para esto.

## 4. Conclusiones

- La regulación ha ido evolucionando en términos de requisitos que velen por la transparencia de la transacción al emitir una OPA; por lo tanto, las empresas involucradas en estas transacciones tienen un gran músculo financiero que permite garantizar la operación y ofrecer a los accionistas un precio atractivo para vender y obtener una OPA efectiva.
- Los sectores más destacados en la utilización de OPA como mecanismo de adquisición de empresas son el sector de la energía, el del comercio de combustibles y el del gas, puesto que son sectores con un gran componente técnico, en los que se dificulta crear empresas desde cero, debido a las altas inversiones en activos fijos. Por lo tanto, optan por adquirir participación en estas empresas y aprovechar las capacidades y el posicionamiento de ambas como una expansión estratégica. Otro sector con

participación relevante en estas transacciones es el de los grupos de inversión, que busca diversificar los negocios al tener presencia en diferentes sectores, y mitiga el riesgo de mercado.

- Al analizar las variables macroeconómicas de los principales países de Latinoamérica, se encuentra que Colombia no sobresale en términos de desarrollo del mercado de capitales, debido a que tiene la mayor devaluación y el mayor riesgo país, y el menor PIB per cápita respecto a los otros países (exceptuando a Argentina). Esto se evidencia a través de las acciones negociadas como porcentaje del PIB, pues Colombia cuenta con el 3,7 %, con lo cual se encuentra por debajo de los otros países, lo que se traduce en un mercado de capitales menos desarrollado y con menor liquidez. Por lo tanto, los inversionistas no encuentran atractivo comprar acciones en el mercado colombiano debido a la desconfianza producto de la inestabilidad política y la devaluación de la moneda.
- Se ha venido observando una disminución en las comisionistas de bolsas y empresas emisoras de títulos debido a la alta inflación y a las tasas de interés presentadas en el último año, por lo cual no es rentable invertir en acciones colombianas, aun cuando se están generando utilidades en las compañías. Por otro lado, también se ha evidenciado una disminución de las compañías listadas, pues se observa que desde el año 2000 se han retirado 108 compañías, bien sea por quiebras, fusiones, adquisiciones o porque se querían deslistar. Adicionalmente, la mayoría de las acciones que se negocian en la bolsa se encuentran en cabeza de fondos institucionales (fondos de pensiones y cesantías), por lo que no se observan cambios significativos en el mercado.

**Referencias**


ADEN (2022). Ranking ADEN de competitividad: ¿Cuál es la realidad de América Latina? *ADEN Business Magazine.* https://www.aden.org/business-magazine/ranking-aden-de-competitividad-cual-es-la-realidad-de-america-latina/#:~:text=muestran%20un%20avance.-,Ranking%20General%20de%20Competitividad%202022,menos%20competitivos%20de%20la%20regi%C3%B3n.

Álvarez, J. P. (2023). Riesgo país en América Latina: qué gobiernos tienen los bonos más peligrosos. *Bloomberg Línea.* https://www.bloomberglinea.com/2023/01/16/riesgo-pais-en-america-latina-que-gobiernos-tienen-los-bonos-mas-peligrosos/.

AMV (2023). Emisor de valores. *AMV. Autorregulador de Mercado de Valores de Colombia.* https://www.amvcolombia.org.co/glosario/emisor-de-valores/.

Banco Mundial (2023). PIB per cápita (US$ a precios actuales) - Latin America & Caribbean. *Banco Mundial.* https://datos.bancomundial.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD?locations=ZJ.

BNV (2022). ¿Quiénes son? *BNV. Bolsa de Valores Nacional de Guatemala.* http://www.bvnsa.com.gt/bvnsa/emisores_quienes_son.php.

BVC (2020). Operaciones especiales para renta variable. *BVC.* https://www.bvc.com.co/renta-variable.

Caballero, C. (2017). Una institución del siglo XX. La bolsa de Bogotá. *Banrepcultural.* https://www.banrepcultural.org/biblioteca-virtual/credencial-historia/numero-150/una-institucion-del-siglo-xx-la-bolsa-de-bogota.

DANE (2020). *Clasificación Industrial Internacional Uniforme de todas las actividades económicas.* https://www.dane.gov.co/files/sen/nomenclatura/ciiu/CIIU_Rev_4_AC2020.pdf.

FIAB (2023). Estadísticas. *FIAB. Federación Iberoamericana de Bolsas.* https://www.fiabnet.org/estadisticas.php.

Sanchez y López (2020). Definiciones. *Economipedia. Plataforma de educación financiera.* https://economipedia.com/definiciones/integracion-vertical.html.

Sanchez y López (2020). Definiciones. *Economipedia. Plataforma de educación financiera.* https://economipedia.com/definiciones/integracion-horizontal.html.

Forigua, J. (2008). Ofertas públicas de adquisición de valores: El nuevo régimen de oferta pública de adquisición en Colombia. *Revista de Derecho Privado,* (39). https://repositorio.uniandes.edu.co/bitstream/handle/1992/47446/ofertas-publicas-adquisicion-valores-colombia.pdf?sequence=1&isAllowed=y.

Formariz, F., y Sacristán, L. (2022). La importancia de ser una empresa cotizada. *Estrategias de Inversión.* https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/bolsa-y-mercados/el-experto-opina/la-importancia-de-ser-una-empresa-cotizada-n-416643.

AMV (2020). Emisor de valores. *AMV. Autorregulador de Mercado de Valores de Colombia.* https://www.amvcolombia.org.co/wp-content/uploads/2021/01/Guia-Renta-Variable-Asesor-Financiero.pdf

Gómez, F., y Sáez, M. I. (2007). *La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos.* Barcelona: InDret.

Guerrero, J. S., y Ramos, J. M. (2011). *La Bolsa de Valores de Colombia y su camino hacia el mercado integrado latinoamericano (MILA).* Cartagena: Universidad Tecnológica de Bolívar. https://biblioteca.utb.edu.co/notas/tesis/0056239.pdf.

República de Colombia (1991). Ley 35 de 1991. Publicado en el Diario Oficial No. 40.710, de 5 de enero de 1993. Colombia.

República de Colombia (1995). Ley 222 de 1995. https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=6739.

República de Colombia (1998). Decreto 717 de 1998. https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=64542.

República de Colombia (2005). Ley 964 de 2005. https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=22412#:~:text=Por%20la%20cual%20se%20dictan,y%20se%20dictan%20otras%20disposiciones.

República de Colombia (2010). Decreto 255 de 2010. https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=40032.

República de Colombia (2019a). Código de comercio. Bogotá: Comisión de Justicia del Congreso de la República.

República de Colombia (2019b). Ley 1955 de 2019. https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=93970.