

**CIRCULAR EXTERNA No. 07 de 2001**  
**( Diciembre 19 )**

Señores

**REPRESENTANTES LEGALES Y REVISORES FISCALES DE ENTIDADES SOMETIDAS A VIGILANCIA O CONTROL DE LA SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES**

**ASUNTO: Trámite de solicitudes para solemnización de reformas consistentes en Fusión y Escisión**

En desarrollo de las funciones otorgadas en la ley 222 de 1995, la Superintendencia de Sociedades se permite impartir las siguientes instrucciones, respecto a los requisitos que deben cumplir las sociedades sometidas a su supervisión, a efectos de obtener autorización para la solemnización de las reformas estatutarias de fusión y escisión.

**1. COMPETENCIA**

Según lo previsto en los artículos 84, numeral 7, y 85, numeral 2, de la Ley 222 de 1995, corresponde a la Superintendencia de Sociedades autorizar la solemnización de las reformas estatutarias consistentes en fusión y escisión que realicen sociedades sometidas a su vigilancia o control, o que se encuentren sometidas a la supervisión de otra superintendencia que no cuente con las referidas facultades, en virtud de la competencia residual consagrada en el artículo 228 de la misma ley.

**2. DOCUMENTACIÓN BÁSICA PARA LAS SOLICITUDES DE FUSIÓN Y ESCISIÓN**

Con el fin de adelantar el trámite relativo a la solemnización de la fusión o escisión, es necesario que a la solicitud, elevada por el representante legal o apoderado, se acompañen los documentos que se señalan más adelante, siempre y cuando los mismos no reposen ya en los archivos de la Superintendencia de Sociedades, circunstancia ésta que puede indicarse en el escrito de solicitud. Es de advertir que la superintendencia puede solicitar para su análisis y evaluación cualquier información adicional que considere pertinente para cada caso en particular, con el fin de garantizar la transparencia de la operación y la protección de los derechos de acreedores y socios minoritarios.

- 2.1 Certificado de existencia y representación legal de cada una de las sociedades participantes en el proceso, expedido por la Cámara de Comercio del domicilio social, en el que conste la vigencia de la inscripción en el registro mercantil de las personas que actúan como administradores y revisores fiscales de dichas sociedades al tiempo de presentación de la solicitud.
- 2.2 Poder debidamente otorgado, en el evento de actuarse por intermedio de apoderado.
- 2.3 Copia de la(s) escritura(s) pública(s) contentiva(s) de los estatutos vigentes

de la sociedad

- 2.4 Copia completa del acta contentiva de lo sucedido en la reunión del máximo órgano social en la cual se haya adoptado la reforma respectiva, debidamente autorizada, con constancia de su aprobación.

El acta debe cumplir con los requisitos establecidos en los artículos 189 y 431 del Código de Comercio. Es importante resaltar que en ella se deberá dejar constancia de los socios o accionistas que votaron en contra de la decisión, a efecto de verificar lo relacionado con el derecho de retiro. En caso de reuniones no presenciales u otros mecanismos para la toma de decisiones, deberá acompañarse la copia del acta con la prueba de la comunicación simultánea o sucesiva o el escrito en el cual los socios expresan el sentido de sus votos. Como parte integral del acta deberá incluirse el compromiso de fusión o el proyecto de escisión, según corresponda.

- 2.5. Cuando con ocasión de la reforma haya lugar a que los socios o accionistas hagan uso del derecho de retiro, de conformidad con los artículos 12 y siguientes de la Ley 222 de 1995, deberá remitirse un listado de los socios ausentes en la reunión del órgano social en que se aprobó la reforma y una certificación suscrita por el representante legal en la que conste si el derecho se ejerció o no y, en caso afirmativo, el nombre de los socios o accionistas que lo ejercieron y las condiciones en que se efectuó o se proyecta efectuar la opción de compra o el reembolso de los aportes, según corresponda.

- 2.6. En el evento en que la sociedad tenga bonos en circulación, deberá acreditarse el cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 75 del Decreto 1026 de 1990.

Es del caso advertir que siempre que se convoque a los tenedores de bonos a una reunión con el objeto de decidir acerca de fusiones, escisiones u operaciones que surtan efectos similares, la entidad emisora deberá elaborar un informe, con el propósito de ilustrar a la asamblea de tenedores en forma amplia y suficiente sobre el tema que se somete a su consideración y los efectos del mismo sobre sus intereses, incluyendo toda la información financiera, administrativa, legal y de cualquier otra naturaleza que sea necesaria para el efecto, cuya antigüedad no deberá exceder de tres meses con respecto a la fecha de realización de la asamblea. Dicho informe deberá complementarse con el concepto de la entidad que ejerza las funciones de representante legal de los tenedores de los bonos.

Cada uno de los informes citados deberá ser presentado a la asamblea de tenedores, según corresponda, por un funcionario de nivel directivo de la entidad que lo elaboró, quien deberá estar adecuadamente calificado con respecto al tema en cuestión.

- 2.7 Copia del aviso de convocatoria y una certificación suscrita por el representante legal y el revisor fiscal de la sociedad, en donde conste si el acuerdo de fusión o el proyecto de escisión se mantuvo a disposición de los asociados en las oficinas donde funciona la administración de la sociedad en su domicilio principal, por los menos con quince (15) días hábiles de antelación a la reunión.

- 2.8 Estados financieros básicos correspondientes a la fecha de corte establecida para la fusión o escisión, debidamente certificados, conforme a lo dispuesto en el artículo 37 de la Ley 222 de 1995, de todas las sociedades que participan en el proceso, incluyendo las notas y el dictamen del revisor fiscal (artículo 38 ibídem). Al respecto se deben tener en cuenta las siguientes observaciones:

- 2.8.1 De conformidad con lo previsto en el artículo 29 del Decreto 2649 de 1993, la fecha de corte de los estados financieros preparados para decidir sobre la fusión o escisión, no puede ser anterior a un mes respecto a la fecha de convocatoria a la reunión del máximo órgano social respectivo.
- 2.8.2 Según lo dispuesto en el artículo 115, numeral 15, del Decreto 2649 de 1993, se deben revelar los hechos económicos realizados luego de la fecha de corte, que puedan afectar en forma material la situación financiera y las perspectivas del ente económico, tales como incumplimientos contractuales, emisiones de acciones o bonos, distribución de dividendos, eventos o cambios de circunstancias que alteren las bases utilizadas para estimar las contingencias, etc.
- 2.8.3 El dictamen del revisor fiscal es el documento formal que suscribe el contador público conforme a las normas de su profesión, relativo a la naturaleza, alcance y resultados del examen realizado. Según el Pronunciamiento No. 6 del Consejo Técnico de la Contaduría Pública, en el dictamen el revisor fiscal debe declarar que los estados financieros presentan razonablemente, en todo aspecto significativo, la situación de la entidad, los resultados de las operaciones y los cambios en la situación financiera, de conformidad con los principios de contabilidad generalmente aceptados; dicha conclusión se puede expresar sólo cuando el revisor fiscal se ha formado una opinión, luego de haber efectuado una auditoría realizada íntegramente de conformidad con las normas aplicables.

El dictamen debe referirse como mínimo, en forma expresa y clara, a los siguientes temas:

- Identificación de los estados financieros objeto del dictamen
  - Naturaleza y alcance de la auditoría, y
  - Opinión, que puede ser limpia, con salvedades o adversa.
- Excepcionalmente, cuando existan limitaciones significativas o condiciones de incertidumbre importantes, el revisor fiscal puede denegar el dictamen o abstenerse de dar su opinión, motivando debidamente tal decisión.

- 2.8.4 Si ha transcurrido un lapso superior a tres meses entre la fecha de corte de los estados financieros utilizados para decidir sobre la fusión y la fecha en que se vaya a presentar la solicitud ante la Superintendencia de Sociedades, deberá entregarse una certificación del representante legal y el revisor fiscal de la(s) respectiva(s) sociedad(es) sobre la ocurrencia o no, entre la fecha de corte de los mencionados estados financieros y la presentación de la solicitud, de eventos que puedan afectar significativamente la situación de dicha(s) entidad(es).
- 2.9 Una certificación suscrita por el representante legal y el revisor fiscal de cada una de las sociedades que vayan a participar en el proceso de reorganización respectivo, en donde conste el medio utilizado en relación con cada acreedor para la comunicación del proyecto de fusión o escisión, en los términos del inciso 2º del artículo 5º de la Ley 222 de 1995.
- 2.10 Copia de los estudios técnicos elaborados para determinar el valor actual de los activos de las sociedades participantes en el proceso que se clasifiquen en los grupos de Propiedad, planta y equipo o de Intangibles, o resumen de los mismos en los cuales conste, por lo menos, su monto discriminado por unidades o grupos homogéneos y el método utilizado para la valuación, indicando por qué se considera el más apropiado en cada caso. A los citados documentos deberá anexarse la hoja de vida de la o las personas que realizaron el avalúo, precisando sus calidades y experiencia en relación con el tipo de avalúo practicado.

- 2.11 Copia completa de los estudios técnicos efectuados para la valoración de las acciones o cuotas sociales de cada compañía y para determinar la relación de intercambio, cuando sea del caso, los cuales deberán realizarse utilizando métodos de reconocido valor técnico, de acuerdo con los parámetros establecidos en el numeral 6 de la presente circular. A este documento deberá adjuntarse el archivo de cálculo correspondiente, en Excel, utilizando un *diskette* u otro medio magnético idóneo.

- 2.12 Hoja de vida de la o las personas que realicen los estudios técnicos a que se refiere el numeral 2.11 anterior, precisando sus calidades y experiencia en relación con la valoración de empresas.
- 2.13 Los otros documentos que se exigen para cada trámite específico, de conformidad con lo establecido en los numerales 3 y 4 de la presente circular.

### **3. DOCUMENTACIÓN ESPECÍFICA PARA LAS SOLICITUDES DE FUSIÓN**

Además de los documentos que se relacionan en el numeral 2 de la presente circular, es necesario que a la solicitud para la solemnización de una fusión se acompañen los documentos que se señalan a continuación, siempre y cuando los mismos no reposen ya en los archivos de la Superintendencia de Sociedades, circunstancia ésta que puede indicarse el oficio de solicitud. Es de advertir que la superintendencia puede solicitar para su análisis y evaluación cualquier información adicional que considere pertinente para cada caso en particular, con el fin de garantizar la transparencia de la operación y la protección de los derechos de acreedores y socios minoritarios.

- 3.1. Compromiso de fusión, el cual forma parte integral del acta, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 173 del Código de Comercio, la siguiente información:
- 3.1.1. Los motivos de la proyectada fusión y las condiciones en que se realizará.
- 3.1.2. Los datos y cifras, tomados de los libros de contabilidad de las sociedades que participan en la fusión que hubieran servido de base para establecer las condiciones en que se realizará la fusión.
- 3.1.3. La discriminación y valoración de los activos y pasivos de las sociedades que participarán en la fusión.
- 3.1.4. Anexo explicativo de la metodología utilizada para la valoración de las acciones o cuotas sociales de cada compañía y para determinar la relación de intercambio,
- 3.1.5. Estados financieros básicos de todas las sociedades que participan en la fusión, correspondientes a la fecha de corte establecida para dicha reforma, los cuales deben cumplir con la totalidad de requisitos señalados en el numeral 2.8. de la presente circular.
- 3.2 Balance General y Estado de Resultados consolidados que se tendrían a la fecha de corte establecida para la fusión, bajo el supuesto que a dicha fecha ya se hubiera realizado la mencionada reforma, lo cual implica la previa eliminación de las transacciones recíprocas entre las compañías.
- 3.3 Hoja de trabajo utilizada para la elaboración de los estados financieros consolidados a que se refiere el numeral anterior, indicando, además de las eliminaciones efectuadas, la metodología y los supuestos empleados. A este documento deberá adjuntarse el archivo de cálculo correspondiente, en Excel, utilizando un *diskette* u otro medio magnético idóneo.
- 3.4 Aviso de fusión publicado en la sección económica de un diario de amplia circulación nacional. De conformidad con lo previsto en el artículo 174 del Código de Comercio, el aviso deberá contener:
- Los nombres de las compañías participantes, sus domicilios y el capital social, o el suscrito y pagado, en su caso;
  - El valor de los activos y pasivos de las sociedades que serán absorbidas y

de la absorbente, y

- La síntesis del anexo explicativo de los métodos de evaluación utilizados y del intercambio de partes de interés, cuotas o acciones que implicará la operación, certificada por el revisor fiscal, si lo hubiere o, en su defecto, por un contador público.

- 3.5. Balance General y Estado de Resultados que se tendrían para cada una de las sociedades que resulten como producto de la fusión, elaborados a la fecha de corte de aquellos que sirvieron como base para decidir sobre la mencionada reforma, bajo el supuesto que a dicha fecha ésta ya se hubiese realizado. Para la determinación de las cifras contenidas en dichos estados financieros deberá utilizarse un método de reconocido valor técnico.

Con el propósito de dar claridad a las eliminaciones contables es indispensable que los estados financieros consolidados se acompañen de la hoja de trabajo elaborada para tal fin.

- 3.6. Concepto de la Superintendencia de Industria y Comercio en relación con el cumplimiento de las normas que regulan las prácticas comerciales restrictivas, de conformidad con lo dispuesto en el numeral 1o. del artículo 177 del Código de Comercio, en los casos en que haya lugar. Para efectos de iniciar el trámite, bastará con acreditar que se presentó la solicitud correspondiente; no obstante, sólo se expedirá la autorización para la solemnización de la reforma cuando se tenga el concepto mencionado.

En los demás casos se allegará certificación suscrita por el representante legal el revisor fiscal, si lo hubiere, en donde se indique que la sociedad se encuentra dentro del régimen de autorización general, conforme a la Circular 10 de 2001 de la Superintendencia de Industria y Comercio.

#### **4. DOCUMENTACIÓN ESPECÍFICA PARA LA SOLICITUD DE ESCISIÓN**

Además de los documentos que se relacionan en el numeral 2 de la presente circular, es necesario que a la solicitud para la solemnización de una escisión se acompañen los documentos que se señalan a continuación, siempre y cuando los mismos no reposen ya en los archivos de la Superintendencia de Sociedades, circunstancia ésta que puede indicarse en el oficio de solicitud. Es de advertir que la superintendencia puede solicitar para su análisis y evaluación cualquier información adicional que considere pertinente para cada caso en particular, con el fin de garantizar la transparencia de la operación y la protección de los derechos de los acreedores y socios minoritarios.

- 4.1 El proyecto de escisión, que forma parte integral del acta y que debe contener como mínimo lo siguiente, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 4º de la Ley 222 de 1995:

- Los motivos de la escisión y las condiciones en que se realizará
- El nombre de las sociedades que participarán en la escisión.
- En el caso de creación de nuevas sociedades, los estatutos de las mismas.
- La discriminación y valoración de los activos y pasivos que se integrarán al patrimonio de la sociedad o sociedades beneficiarias.
- El reparto entre los socios de la sociedad escidente, de las cuotas, acciones o partes de interés que les corresponderán en la sociedades beneficiarias,

con explicación de los métodos de valuación utilizados.

- La opción que se ofrecerá a los tenedores de bonos, en caso de tener una o más de las sociedades participantes en el proceso bonos en circulación.
- Estados financieros de las sociedades que participen en el proceso de escisión, los cuales deben cumplir con los requisitos señalados en el numeral 2.8. de esta circular.
- La fecha a partir de la cual las operaciones de las sociedades que se disuelven habrán de considerarse realizadas para efectos contables, por cuenta de la(s) sociedad(es) beneficiaria(s).

4.2 Aviso de escisión, el cual deberá ser publicado en la sección económica de un diario de amplia circulación nacional y en uno de amplia circulación en el domicilio social. De acuerdo con lo establecido en el artículo 5 de la ley 222 de 1995, en concordancia con el artículo 174 del Código de Comercio, el aviso deberá contener:

- Los nombres de las compañías participantes, sus domicilios y el capital social, o el suscrito y pagado, en su caso;
- El valor de los activos y pasivos de la o las sociedades escidentes y de la o las beneficiarias;
- La indicación respecto a si los socios de la escidente participarán o no en la o las sociedades beneficiarias en el mismo porcentaje de participación que tenían en la sociedad escidente.
- La síntesis del anexo explicativo de los métodos de valuación utilizados y del intercambio de partes de interés, cuotas o acciones que implicará la operación, cuando sea del caso, certificada por el revisor fiscal, si lo hubiere o, en su defecto, por un contador público.

4.3 Balance y Estado de Resultados que se tendrían para cada una de las sociedades que resulten como producto de la escisión, elaborados a la fecha de corte de aquellos que sirvieron como base para decidir sobre la escisión, bajo el supuesto de que a dicha fecha ya se hubiese realizado la citada reforma, especificando claramente cuál sociedad asumirá el cumplimiento de las obligaciones surgidas de las emisiones de títulos que tengan en circulación las sociedades que vayan a escindirse.

4.4 Hoja de trabajo utilizada para la elaboración de los estados financieros a que se refiere el numeral anterior, indicando la metodología y los supuestos empleados. A este documento deberá adjuntarse el archivo de cálculo correspondiente, en Excel, utilizando un *diskette* u otro medio magnético idóneo.

4.5 Concepto de la Superintendencia de Industria y Comercio en relación con el cumplimiento de las normas que regulan las prácticas comerciales restrictivas, de conformidad con lo dispuesto en el numeral 1o. del artículo 177 del Código de Comercio, en concordancia con el artículo 227 de la ley 222 de 1995, siempre y cuando la operación implique consolidación o integración de empresas o patrimonios y no se encuentre dentro del régimen de autorización general, conforme a la Circular 10 de 2001 de la Superintendencia de Industria y Comercio.

Para efectos de iniciar el trámite, bastará con acreditar que se presentó la solicitud correspondiente; no obstante, sólo se expedirá la autorización para la solemnización de la reforma cuando se tenga el concepto mencionado.

En los demás casos de consolidación o integración de empresas o

patrimonios, se allegará certificación suscrita por el representante legal el revisor fiscal, si lo hubiere, en donde se indique que la sociedad se encuentra dentro del régimen de autorización general, conforme a la mencionada Circular 10 de 2001.

## 5. METODOS PARA VALORACIÓN DE EMPRESAS

La valoración de los entes económicos realizada con el propósito de determinar las relaciones de intercambio a que haya lugar en el caso de fusiones y escisiones, debe adelantarse empleando métodos de reconocido valor técnico, adecuados a la naturaleza, características específicas, situación actual y perspectivas de las respectivas sociedades, teniendo en cuenta que el ente respectivo debe valorarse como empresa en marcha.

Aunque existen muchos métodos para la valoración de empresas, los más conocidos en nuestro país son:

- a. **Valor en libros:** En este método, que también se conoce como del valor intrínseco o patrimonial, el precio de las acciones de la sociedad para determinar la relación de intercambio se calcula dividiendo el monto de su patrimonio según los estados financieros utilizados como base para la operación, entre el número de acciones en circulación. Lleva implícito el supuesto que la empresa tiene un valor equivalente al de sus activos menos sus pasivos.

La principal ventaja del método en cuestión consiste en que su cálculo resulta muy fácil, rápido y económico. Sin embargo, este método no refleja la capacidad potencial de generación de utilidades de las empresas. Por otra parte, conviene recordar que normalmente los valores en libros de los activos frecuentemente difieren de su valor comercial actual; incluso si se utilizan estados financieros que incorporen avalúos técnicos recientes, con el pleno cumplimiento de los requisitos legales, el resultado que se obtiene corresponde a un "valor teórico de liquidación del ente", y no al precio de una empresa en marcha, por lo cual la relación de intercambio que se determine con base en este método no resulta equitativa para todas las partes involucradas en el proceso.

Debido a las razones expuestas, por regla general el método de valor en libros no se considera adecuado para la valoración de empresas, salvo en los eventos en que exclusivamente se vayan a adquirir los activos del ente, y se pueda demostrar que no se continuará con las actividades que el mismo ha ejercido en desarrollo de su objeto social.

Adicionalmente, puede optarse por su utilización en los siguientes casos:

- En los procesos de fusión en los cuales el capital de todas las sociedades participantes en el proceso pertenezca en su totalidad a un mismo beneficiario real, o en el que todos los asociados formen parte de un mismo grupo empresarial, situación que deberá acreditarse.
- En los procesos de escisión en los que los accionistas de la sociedad originaria mantengan igual proporción a la que poseían en ésta, en todas y cada una de las sociedades beneficiarias.

En todo caso, es necesario, como mínimo, que el valor en libros de las propiedades, planta y equipo se determine mediante avalúos que cumplan con los requisitos establecidos en las normas vigentes sobre la materia, utilizando el método de reconocido valor técnico que resulte más apropiado

- a las circunstancias, teniendo en cuenta la naturaleza, características y situación específicas de cada activo en particular. Dicho avalúo no puede tener una antelación superior a un (1) año.
- b. **Valor de mercado:** bajo este método se calcula el valor de la empresa como el resultado de multiplicar el precio en bolsa de la acción por el número de acciones en circulación. Este método puede dar una aproximación razonable al valor de la empresa, siempre y cuando la respectiva acción haya registrado durante un período no inferior a un año altos niveles de liquidez y bursatilidad, y su precio se haya conformado en un mercado de capitales eficiente, producto de la confluencia masiva de oferentes y demandantes. Debido a la dificultad de cumplir con los requisitos señalados, en las condiciones actuales del mercado, este método de valoración, así como los otros que utilizan indicadores bursátiles, no se considera adecuado para empresas colombianas.
- c. **Valor presente del flujo futuro de utilidades:** Para determinar la relación de intercambio se toma como base el valor presente de las utilidades que bajo supuestos razonables se proyecta tendrá la respectiva sociedad en un horizonte de tiempo que normalmente varía en Colombia entre 5 y 10 años, dependiendo del sector al que pertenezca la empresa, el momento en que se encuentra su evolución (en etapa preoperativa, iniciando actividades, en operación normal, etc.) y otras condiciones específicas que pueden variar para cada caso.

Para efectos de este método de valoración, se entiende por Valor presente o descontado el que representa el monto actual de las utilidades que se espera genere la empresa en el periodo establecido, una vez hecho el descuento de su valor futuro a una tasa pactada o a la tasa de interés de oportunidad aplicable al ente respectivo. El pronóstico de las utilidades debe realizarse dentro del marco de la situación actual de la empresa y del sector al que pertenece, así como de sus perspectivas razonables, ya que, por ejemplo, no es igual el valor de una empresa si su sector está en expansión a si está en recesión.

Este método parte del principio de que una empresa tiene valor únicamente por las utilidades que pueda generar en el futuro; por lo tanto, el precio de la entidad no es el comercial de sus activos, sino que se mide únicamente por el nivel de utilidades que su utilización pueda brindar a sus propietarios. Lo anterior resulta razonable, dado que, por ejemplo, una empresa puede haber realizado grandes inversiones en maquinaria y equipo, o en infraestructura, que sólo se estén utilizando en un porcentaje mínimo, debido a fallas en planeación o a que los cambios en las condiciones generales del mercado hayan reducido la demanda. En tales situaciones, no tendría razonabilidad económica el que los nuevos propietarios de la empresa pagaran por errores de la anterior administración, ya que la sobreinversión en activos que se efectuó solo tendría una capacidad teórica de generar utilidades.

El éxito de este modelo depende de la correcta elaboración de las proyecciones que se vayan a utilizar, las cuales deben partir de supuestos objetivos y realistas, teniendo en cuenta las condiciones específicas de la respectiva empresa (capacidad de gestión, operativa, competitiva, financiera, etc.) y del sector económico al cual pertenece, así como de variables macroeconómicas sustentadas en estudios elaborados por entidades gubernamentales, gremiales u otros organismos técnicos de reconocida idoneidad y trayectoria en esta clase de análisis. En dichas proyecciones se contemplan normalmente tres escenarios posibles: uno optimista, uno pesimista y uno moderado.

- e. **Valor presente del flujo de caja libre (DFC)** : Este método es una variante del anterior, y en él se calcula el valor de la empresa como el valor presente neto del flujo de caja (ingresos recibidos en efectivo menos desembolsos por costo, gastos u otros conceptos en efectivo) que bajo supuestos razonables se proyecta tendrá la entidad en un horizonte de tiempo que en Colombia normalmente varía entre 5 y 10 años, tomando para efectos del descuento una tasa que refleje el riesgo del respectivo negocio.

Este método de valoración de empresas, cuyo éxito al igual que en el anterior depende de la correcta elaboración de las proyecciones que se vayan a utilizar, es normalmente el que cuenta con mayor aceptación en la práctica financiera moderna. En términos generales tiene muchas similitudes con el método de valor presente del flujo futuro de utilidades, resultando más riguroso que éste, pues reconoce que con frecuencia una parte significativa de las utilidades (o pérdidas) de una empresa es "teórica", por factores tales como las depreciaciones, amortizaciones y provisiones que no constituyen desembolsos de efectivo pero que sí afectan, a veces en forma sustancial, el estado de resultados.

La construcción del modelo implica tener la mayor certeza posible acerca de la política de dividendos que en el futuro vaya a aplicar la empresa y en general del calendario que tendrá el pago de las obligaciones a su cargo y la recepción de sus ingresos.

La principal ventaja de este modelo sobre el anterior, desde el punto de vista del eventual adquirente, se presenta en los casos de empresas con atractivas tasas de rentabilidad pero con poca generación de excedentes de liquidez, situación que es común en empresas en etapa de crecimiento, con elevados requerimientos de inversión y capital de trabajo, lo cual probablemente les impide distribuir dividendos a sus socios durante varios años, situación que le puede restar valor a la empresa. Si bien el método que se debe utilizar en cada caso depende de diversas circunstancias, en la práctica financiera a nivel internacional se ha encontrado que por lo general el método que goza de mayor aceptación para la valoración de empresas es el de valor presente del flujo de caja libre.

En relación con los criterios que se deben considerar para efectos de la valoración de una empresa, entre otros, se encuentran la participación en el mercado, los programas de desarrollo e inversión en ejecución y proyectados, los contratos, las franquicias, las concesiones y, en general, todo factor o acuerdo público o privado que obligue o garantice el suministro y/o prestación de bienes y/o servicios durante un lapso determinado o determinable, y que incida en la cuantificación del potencial de utilidades que puede generar en el futuro la entidad, así como en la de su flujo de efectivo. Lo anterior es aplicable en todos los casos, salvo cuando se trate de operaciones en las que la absorbente únicamente adquiere los activos de la o las absorbidas y se puede demostrar que no se continuará con las actividades que éstas ejercían en desarrollo de su objeto social.

Adicionalmente, cualquiera que sea el método que se utilice, no sobra recordar la importancia de determinar cuidadosamente las contingencias que pueda tener el negocio, de revisar la adecuada valuación de las provisiones y de identificar todos los pasivos, para evitar la posterior aparición de pasivos ocultos que puedan afectar en forma significativa el valor de la empresa inicialmente calculado.

## 6. CONDICIONES DE LOS ESTUDIOS DE VALORACIÓN Y DE LAS

## **PERSONAS QUE LOS REALICEN.**

En la práctica de los avalúos se debe cumplir con las disposiciones técnicas específicas adecuadas al objeto del mismo, utilizando el método que resulte más apropiado de acuerdo con las circunstancias, teniendo en cuenta la naturaleza, características y situación específicas de cada activo en particular, así como su uso actual, y reconociendo adecuadamente las contingencias de pérdida que lo afecten, respetando el principio de prudencia consagrado en el artículo 17 del decreto 2649 de 1993.

Por otra parte, debido a que la idoneidad de una valoración está directamente relacionada con la aptitud e independencia de quien la realice, las personas que elaboren los estudios para la valoración de las empresas, así como de sus activos, deben contar con los conocimientos técnicos, comerciales, científicos o artísticos que sean necesarios de acuerdo con las características del objeto específico del avalúo, y con experiencia comprobada en trabajos de esta naturaleza. Adicionalmente, no deben tener con las respectivas entidades ni con sus directivos, socios o accionistas ninguna relación que pueda dar origen a conflictos de interés. Se entiende como causa de conflicto de interés, toda situación en la que existan, entre quien realiza el estudio y las empresas o personas involucradas en el proceso respectivo, nexos, relaciones u operaciones paralelas, distintas del mismo contrato de valoración, que involucren un interés que, real o potencialmente, impida un pronunciamiento justo, equitativo e imparcial, ajustado a la realidad de la empresa valorada o de los activos objeto de avalúo.

De conformidad con lo establecido en el artículo 60 de la ley 550 de 1999, cuando se trate de avalúos de terrenos o construcciones, la persona que los realice deberá estar inscrita en el Registro Nacional de Avaluadores, en la especialidad respectiva, salvo cuando se trate de una entidad pública autorizada legalmente para la práctica de avalúos.

## **7. PERFECCIONAMIENTO DE LA REFORMA ESTATUTARIA**

Dentro de los treinta días hábiles siguientes a la fecha de ejecutoria de la resolución por medio de la cual se autorice la solemnización de la respectiva reforma estatutaria, los representantes legales de las sociedades resultantes de la fusión y/o escisión, enviarán a la Superintendencia copia de la escritura pública respectiva, con la constancia de su inscripción, adjuntando los siguientes documentos:

- 8.1 El permiso de la Superintendencia de Industria y Comercio para llevar a cabo la operación, en los casos en que fuere necesario.
- 8.2 Copia de las actas de las reuniones de los órganos sociales competentes en las cuales conste la aprobación del acuerdo o proyecto.
- 8.3 Los estados financieros de las sociedades fusionadas, debidamente certificados y dictaminados, así como el consolidado de la absorbente o de la nueva sociedad. En el caso de las escisiones, los estados financieros certificados y dictaminados de cada una de las sociedades participantes en el proceso.

Esta circular deroga las Circulares Externas Nos. 28 del 24 de noviembre de 1997 y 03 del 2 de junio de 1998, y produce efectos a partir de la fecha de su publicación en el Diario Oficial.

Dada en Bogotá D.C., a 19 de diciembre de 2001

**JORGE PINZÓN SÁNCHEZ**  
**Superintendente de Sociedades**