

**Oficio N° 220-135199**  
**03-09-2018**  
**Superintendencia de Sociedades**

**REF: VALORACIÓN DE EMPRESAS**

Aviso recibo de su escrito radicado con el número citado en la referencia, en el cual solicita información relativa a los métodos de valoración de empresas, en el siguiente contexto, así:

"Cómo se calcula el valor de las acciones o participación accionaria en una sociedad comercial SAS?

"Qué factores se deben tener en cuenta para calcular el valor de las acciones en una sociedad comercial SAS?

"Para calcular el valor de la participación accionaria, es correcto extraerlo del valor total de los bienes de la empresa (activos), o por el contrario se debe tomar en cuenta únicamente los balances de la empresa?

"Cuál es el especialista idóneo para determinar el valor de la participación accionaria de un socio en una sociedad comercial SAS."

En el entendido que según el numeral 2 del artículo 11 del Decreto 1023 de 2012, esta oficina absuelve las consultas formuladas por los organismos públicos y privados así como por los usuarios y particulares y en esa medida emite un concepto u opinión general sobre las materias a cargo de la Entidad que como tal no es vinculante ni compromete la responsabilidad de la Entidad, procede para los fines de su solicitud efectuar las siguientes consideraciones:

**LA VALORACIÓN DE EMPRESAS:**

Aunque existen muchos métodos para la valoración de empresas, los más conocidos en nuestro país son<sup>[1]</sup>:

**"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 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 esta, 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."*

**"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.*

**"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 entidad 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 período 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 solo 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.*

**"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 este, 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 estas 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."*

## **CONDICIONES DE LOS ESTUDIOS DE VALORACIÓN Y DE LAS PERSONAS QUE LOS REALICEN.**

En la práctica de los avalúos, deben cumplirse 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 las circunstancias de ente societario si es un negocio o marcha o en estado de liquidación.

Por su 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, así como con la independencia e imparcialidad que aseguren la veracidad de su avalúo.

A este propósito se expidió la Ley 1673 de 2013, la que tiene por objeto regular y establecer las responsabilidades y competencias de los avaladores en Colombia, como su Decreto Reglamentario 556 de 2014.

Finalmente sobre esta temática ilustran obras como "VALORACIÓN DE EMPRESAS" de Fernando Jaramillo Betancur, ECOE EDICIONES 2011, "VALORACIÓN DE ACCIONES ORDINARIAS", CAP 5, libro principios de finanzas corporativas Novena Edición MC GRAW HILL, pág. XX, las que se ubican en la Biblioteca de esta Entidad, o también el documento de investigación de la IESE Business School de la Universidad de Navarra, de noviembre de 2008, el que se encuentra en el siguiente link. <https://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>.

---

[1] Estos métodos fueron explicitados en la Circular Externa no. 001 de 2007, la cual fue recogida por la Circular Básica Jurídica y sus reformas hoy No 100-000005 del 22 de noviembre de 2017, y la cual no se hizo mención alguna a dicho métodos, lo que por tal hecho no significa que no estén vigentes desde la óptica financiera.