

Persevera

AL ALCANCE DE QUIEN ESTUDIA

Tema 29

El fondo de comercio y la valoración de la empresa

Cuerpo Técnico de Hacienda

INGRESO LIBRE · EDICIÓN 2026

perseveraoposiciones.com

AL ALCANCE DE QUIEN ESTUDIA

Cada año, mucha gente perfectamente capaz de aprobar una oposición no llega a intentarlo en serio. Y casi nunca es por falta de cabeza: es por la vida. El trabajo que te deja sin fuerzas justo cuando ibas a ponerte, las cargas familiares, no saber bien por dónde empezar o, simplemente, no poder dedicarle el día entero ni pagar una buena academia. Cosas que poco tienen que ver con lo que uno valdría sentado delante del examen.

Persevera nace de ahí: de la idea de que opositar debería depender de que estudies, y de nada más.

Prepararse bien no debería depender de cosas ajenas a tu esfuerzo. Hay muchísima gente que sacaría la plaza por su cuenta si tuviera las herramientas adecuadas a mano. El problema es que casi siempre se ven solo dos caminos: una academia, con sus horarios y su ritmo, o hacerlo del todo en solitario, sin nada ni nadie que te guíe. Persevera quiere ser un tercer camino: la libertad de ir por tu cuenta, pero con herramientas de verdad para hacerlo en serio.

Ese tercer camino empieza por lo esencial: el temario, completo y gratuito, sin registrarte. Descárgalo, guárdalo, imprímelo, compártelo con quien quieras: es tuyo, sin compromisos y para siempre.

Y las herramientas de verdad están en nuestra app. Porque, como quienes hemos pasado por ahí, sabemos que tener el temario es solo el principio: en la app el temario cobra vida, con tests para ponerte a prueba, fichas de repaso, esquemas y un seguimiento que te muestra por dónde vas y dónde flojeas. Todo pensado para exprimir cada hora de estudio. Y da lo mismo cómo te prepares: por tu cuenta o como refuerzo de una academia, aquí siempre tienes con qué practicar más.

Opositar es, sobre todo, perseverar: madrugones, días en que no entra nada, semanas en que dudas de si merece la pena. Y es en esa parte —la de aguantar— donde queremos estar a tu lado, dándote las herramientas que a nosotros nos habrían hecho el camino más fácil.

— *El equipo de Persevera*

ÍNDICE

Epígrafe 1 — El fondo de comercio: significación económica y régimen contable	5
1. El punto de partida: una empresa vale más que la suma de sus piezas	5
2. La significación económica: el fondo de comercio como beneficio extraordinario capitalizado	7
3. Los factores que generan el fondo de comercio	8
4. La frontera con los intangibles identificables	10
5. El reconocimiento contable: solo el fondo de comercio adquirido	13
6. La valoración posterior: la vuelta de la amortización obligatoria	17
7. El deterioro de valor y su carácter irreversible	21
8. El tratamiento fiscal: un desajuste deliberado con la contabilidad	24
Epígrafe 2 — La valoración del fondo de comercio y de la empresa en funcionamiento	29
1. Valor y precio: dos magnitudes que no coinciden	29
2. Para qué se valora una empresa	30
3. Los principios de la valoración	32
4. El mapa de los métodos	35
5. Métodos estáticos o patrimoniales	36
6. El superbeneficio: la pieza que articula los métodos mixtos	38
7. Los métodos compuestos o mixtos	41
8. Los métodos dinámicos	44
9. La valoración por múltiplos comparables	47

10. Cuadro comparativo de los métodos	48
11. El caso: «Talleres Duero, S.L.» valorada por cuatro métodos	50

TEMA 29

Epígrafe 1 — El fondo de comercio: significación económica y régimen contable

1. El punto de partida: una empresa vale más que la suma de sus piezas

Imagine que dos personas quieren comprar la misma panadería del barrio de Gracia. La primera solo quiere el local, el horno, las amasadoras y las existencias de harina: piensa desmontarlo todo y montar una tienda de telefonía. La segunda quiere el negocio tal como está, con su clientela de las siete de la mañana, su maestro panadero, su nombre pintado en el toldo y su proveedor de harina de kilómetro cero. La primera pagará lo que valgan los hierros y los ladrillos. La segunda pagará más. Y pagará más aunque no reciba **ningún elemento patrimonial adicional**: recibe exactamente los mismos activos, pero **funcionando juntos**.

Ese sobreprecio es el objeto de este epígrafe. La economía de la empresa lo llama **fondo de comercio**, y su existencia es la prueba empírica de una idea sencilla y profunda: la empresa es una organización: su valor no es aditivo. El valor de una organización no es aditivo, porque lo que genera renta no son los elementos sino las **relaciones** entre ellos y entre ellos y su entorno.

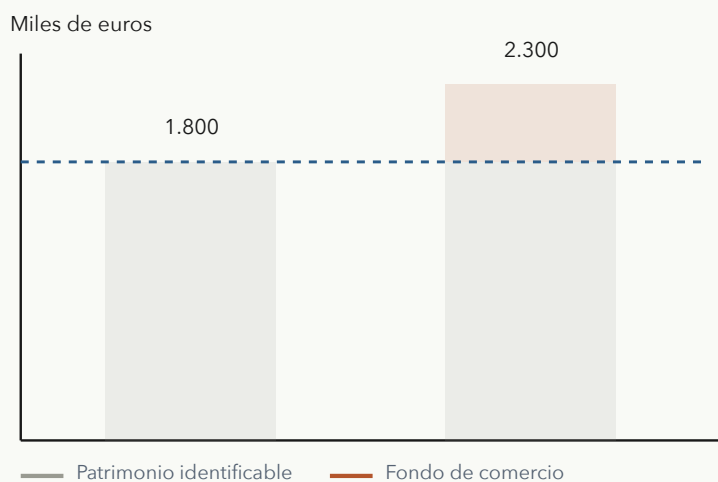
Fondo de comercio · exceso del todo sobre las partes

El **fondo de comercio** es el **exceso del valor de la empresa considerada en su conjunto** sobre la **suma de los valores de sus elementos patrimoniales identificables**, activos menos pasivos, valorados individualmente.

De la definición se desprenden tres rasgos que deben fijarse desde el principio, porque explican todo el régimen jurídico posterior.

- Es una magnitud **residual**. No se mide directamente, se **obtiene por diferencia**. Nadie tasa un fondo de comercio como se tasa una nave industrial: se valora la empresa entera, se valoran una a una sus piezas identificables, y lo que queda sin explicar *es* el fondo de comercio. Por eso, cuanto mejor se identifican y valoran las piezas, **menor** resulta el fondo de comercio.
- Es **inseparable de la empresa**. No tiene existencia autónoma: no se puede vender, arrendar, hipotecar ni ceder por separado. Solo circula si circula el negocio al que está adherido.
- Presupone una **empresa en funcionamiento**. El fondo de comercio es un fenómeno de la empresa *viva*, en marcha, con actividad continuada. En liquidación se desvanece: la empresa que cierra vende hierros, no organización. De ahí la vinculación conceptual entre fondo de comercio y **valoración de la empresa en funcionamiento**, que es el marco natural en el que aparece.

EL FONDO DE COMERCIO COMO EXCESO SOBRE LOS ELEMENTOS IDENTIFICABLES



La columna gris mide el patrimonio identificable a valores razonables: 2.600 de activos menos 800 de pasivos, es decir, 1.800. La columna de la derecha llega a 2.300, que es el precio pagado por el negocio. El tramo de color mide $2.300 - 1.800 = 500$, el fondo de comercio.

2. La significación económica: el fondo de comercio como beneficio extraordinario capitalizado

Decir que el fondo de comercio es «lo que sobra» describe cómo se calcula, no **por qué existe**. La explicación económica es la del **superbeneficio**: un comprador racional solo paga por encima del valor de los activos si espera obtener con ellos una rentabilidad **superior a la normal** del sector. Si con unos activos de 1.800 se puede ganar lo mismo que ganaría cualquiera con 1.800, nadie paga 2.300. Se paga 2.300 porque se espera ganar **más de lo normal**, y ese exceso de renta, traído a valor de hoy, es lo que se está comprando.

Superbeneficio · renta por encima de lo normal

El **superbeneficio** es la diferencia entre el **beneficio esperado** de la empresa y el **beneficio normal** del sector, entendido este como la rentabilidad exigida i aplicada al valor de los activos identificables A : $S = B - i \cdot A$. El **fondo de comercio** es el **valor actual** de ese flujo de superbeneficios.

Si una empresa con activos identificables por 1.800 espera un beneficio anual de 300 y la rentabilidad normal exigida en su sector es del 10 %, el beneficio normal sería 180 y el superbeneficio, 120 al año. Capitalizar ese superbeneficio —descontarlo a la tasa que corresponda y por el número de años que se estime que puede sostenerse— es la vía económica de estimar el fondo de comercio. Con una duración estimada de cinco años y una tasa del 12 %, el valor actual de esos 120 anuales ronda los 430.

Esta lectura tiene una consecuencia importante: el fondo de comercio es una magnitud **prospectiva y frágil**. No mide un pasado, mide una **expectativa**. Y las expectativas se sostienen únicamente mientras subsiste la ventaja competitiva que las genera. La competencia trabaja, precisamente, para erosionarla: cuando otros copian el producto, contratan al equipo o se instalan enfrente, el superbeneficio tiende a cero y el fondo de comercio se disuelve. Esta es la razón económica de fondo por la que el Derecho contable, tras muchos vaivenes, ha terminado exigiendo que el fondo de comercio se **amortice**: un activo que por naturaleza se agota no puede permanecer indefinidamente en el balance por su coste histórico.

MATIZ

El fondo de comercio positivo, el que aquí se estudia, se conoce en la práctica como *goodwill*. Cuando la relación se invierte —el precio pagado es **inferior** al valor de los elementos identificables— no hay fondo de comercio negativo en el activo, sino lo que el Plan General de Contabilidad llama **diferencia negativa** (en la práctica anglosajona, *badwill*): se lleva a la cuenta de pérdidas y ganancias como un **ingreso**, y no como un pasivo. Volveremos sobre ello.

3. Los factores que generan el fondo de comercio

La pregunta natural es qué hay dentro de ese residuo. La respuesta es que hay un conjunto de **intangibles no identificables**, cada uno de los cuales aporta valor y ninguno de los cuales puede desprenderse de la empresa. Los repasamos uno a uno.

La clientela y su fidelidad. Es el factor clásico, y el que da nombre a la figura en su acepción tradicional. No se trata de una lista de nombres —eso sería una base de datos, un activo identificable—, sino del **hábito de compra**: la probabilidad de que quien compró ayer vuelva mañana. Una clientela fiel reduce el coste de captación, estabiliza los ingresos, mejora la previsión de tesorería y permite defender el precio frente a la competencia. Y no se puede vender: si la panadería cierra, la clientela no se traslada al comprador de los hornos, se reparte entre las panaderías vecinas.

La marca y la reputación. La marca *registrada* es un derecho, y como tal es identificable. Pero la **reputación** que la marca vehicula —la confianza acumulada durante veinte años de servir a tiempo, atender reclamaciones y no fallar— no es un derecho, es un **estado de opinión** del mercado. Permite cobrar más por el mismo producto y hace que un lanzamiento nuevo parta con ventaja. La reputación es, además, asimétrica: se construye despacio y se destruye deprisa.

El capital humano y la organización. Aquí hay que distinguir con cuidado, porque hay dos cosas distintas. Una es el **talento individual** de los empleados, que no pertenece a la empresa: el trabajador puede irse, y el ordenamiento laboral español garantiza que pueda hacerlo. Otra es la **organización**, es decir, el modo en que ese talento está coordinado: quién decide qué, cómo circula la información, qué se hace cuando el cliente reclama. Ese

entramado organizativo sí es de la empresa y sí sobrevive a la sustitución de las personas concretas. Un equipo experimentado que trabaja engrasado produce más que la suma de sus miembros, y ese excedente es fondo de comercio puro.

El *know-how* y los procesos. El saber hacer no patentado: la temperatura exacta del horno, el orden de las operaciones en la línea de montaje, el modo de negociar con un inspector, la manera de cerrar un mes contable en tres días en lugar de en quince. Es conocimiento **tácito**, muchas veces no escrito, y por eso mismo no protegible ni transmisible aisladamente. Si estuviera formalizado y protegido, sería una patente o un secreto empresarial cedible, y saldría del fondo de comercio.

La ubicación. El emplazamiento es un factor de valor de primer orden en el comercio minorista, la hostelería y la banca de oficinas: el número de personas que pasan por delante, la cercanía a un intercambiador, la ausencia de competidores en trescientos metros. Aquí la delimitación es fina: si la empresa es **propietaria** del local, el valor del emplazamiento se refleja en el **valor razonable del inmueble**, y por tanto no es fondo de comercio. Si es **arrendataria**, el valor de ocupar ese punto puede aparecer como **derecho de traspaso** —activo identificable— o, si no hay tal derecho ni contraprestación específica, quedar embebido en el fondo de comercio.

Las relaciones con proveedores y con la financiación. Condiciones de compra mejores que las del mercado, plazos de pago negociados, prioridad en el suministro cuando escasea la materia prima, líneas de crédito abiertas y un historial bancario limpio. Nada de esto figura en un balance y todo esto vale dinero: un aplazamiento de noventa días frente a los treinta habituales es financiación gratuita y capital circulante liberado.

Las expectativas de beneficio futuro y las sinergias. Es el factor de cierre y el que integra a todos los demás. En una adquisición, el comprador no paga por lo que la empresa ganó, sino por lo que espera que gane, **incluidas las sinergias** con su propio negocio: una red comercial que ya existe y ahora venderá dos catálogos, una fábrica que pasa a trabajar a plena capacidad, unos gastos generales que se reparten entre más facturación. Estas sinergias explican por qué dos compradores distintos pagan precios distintos por la misma empresa: el fondo de comercio no es una propiedad objetiva del negocio adquirido, es **relativa al adquirente**.

Factor	En qué consiste	Por qué no puede venderse por separado
Clientela	Hábito y fidelidad de compra	No se transmite si el negocio cesa: la clientela se dispersa
Reputación	Confianza acumulada del mercado	Es un estado de opinión de terceros, no un derecho
Capital humano y organización	Coordinación eficaz del trabajo	Las personas son libres, la organización no se desgaja del negocio
<i>Know-how</i> y procesos	Saber hacer tácito no protegido	No está formalizado, por lo que no hay objeto que ceder
Ubicación (en arrendamiento)	Flujo de clientes del emplazamiento	Va unida al local y al contrato, no circula sola
Relaciones con proveedores	Condiciones y plazos mejores que el mercado	Se basan en la confianza personal e histórica
Expectativas y sinergias	Renta futura superior a la normal	Dependen del conjunto en marcha y del adquirente

MATIZ

La imposibilidad de venta separada es el rasgo definitorio del fondo de comercio, no un defecto. Precisamente porque estos factores no son separables no cumplen el criterio de identificabilidad y no pueden reconocerse como activos individuales. El fondo de comercio es la partida que los recoge **en bloque**, como un saco. Y ese carácter de saco explica su otra característica: es la partida más **opaca** del balance, la que peor se controla y la que más se ha utilizado históricamente para maquillar precios de adquisición desmedidos.

4. La frontera con los intangibles identificables

Si el fondo de comercio se calcula por diferencia, todo lo que se logre reconocer como activo identificable **reduce** el fondo de comercio. La frontera, por tanto, no es teórica: mueve cifras. El Plan General de Contabilidad la fija mediante un requisito adicional que solo se exige a los intangibles.

Norma 5.ª del PGC · el criterio de identificabilidad

Para el reconocimiento inicial de un inmovilizado de naturaleza intangible, es preciso que, además de cumplir la definición de activo y los criterios de registro o reconocimiento contable contenidos en el Marco Conceptual de la Contabilidad, cumpla el **criterio de identificabilidad**.

El citado criterio de identificabilidad implica que el inmovilizado cumpla alguno de los dos requisitos siguientes:

- a) Sea **separable**, esto es, susceptible de ser separado de la empresa y vendido, cedido, entregado para su explotación, arrendado o intercambiado.
- b) **Surja de derechos legales o contractuales**, con independencia de que tales derechos sean transferibles o separables de la empresa o de otros derechos u obligaciones.

Basta con cumplir **uno** de los dos requisitos, no los dos. Una concesión administrativa no es separable, pero nace de un título jurídico: es identificable. Una cartera de contratos de suministro nace de contratos: es identificable. En cambio, la reputación no es separable ni nace de un derecho, y por eso jamás será un activo autónomo.

El propio precepto cierra la puerta a la vía indirecta, prohibiendo activar determinadas partidas cuando se han generado dentro de la empresa.

Norma 5.ª del PGC · prohibición de los intangibles autogenerados

En **ningún caso** se reconocerán como inmovilizados intangibles los gastos ocasionados con motivo del **establecimiento**, las **marcas**, cabeceras de periódicos o revistas, los sellos o denominaciones editoriales, las **listas de clientes** u otras partidas similares, que se hayan **generado internamente**.

La regla es de una lógica implacable: si se admitiera activar la marca creada por la propia empresa o la lista de clientes captada por su red comercial, se estaría reconociendo por la puerta de atrás el **fondo de comercio interno**, que está prohibido. La prohibición no

depende de que la partida valga o no: una marca autogenerada puede valer una fortuna y seguir sin poder figurar en el activo.

Partida	¿Activo identificable?	Razón
Patente adquirida o desarrollada y registrada	Sí (propiedad industrial, cuenta 203)	Derecho legal, además separable
Marca registrada y adquirida a un tercero	Sí	Derecho legal adquirido a título oneroso
Marca creada por la propia empresa	No	Prohibición expresa de la norma 5. ^a
Aplicación informática, propia o adquirida	Sí (cuenta 206)	Separable y con coste identificable
Derecho de traspaso	Sí (cuenta 205), solo si se adquirió a título oneroso	Derecho contractual con contraprestación
Concesión administrativa	Sí (cuenta 202)	Nace de un título administrativo
Cartera de clientes adquirida en una combinación	Sí , si es separable o contractual	Puede cederse o descansar en contratos
Clientela como hábito de compra	No	Ni separable ni derecho: fondo de comercio
Reputación, <i>know-how</i> tácito, equipo humano	No	Ni separable ni derecho: fondo de comercio

MATIZ

Intangible y fondo de comercio no son sinónimos: son género y especie, con reglas distintas. Son **género y especie**, y con reglas distintas. Todos los intangibles exigen identificabilidad; el fondo de comercio es, por definición, **lo que no la cumple**, y por eso necesita una norma propia que le permita entrar en el activo. Segunda confusión, igual de habitual: creer que en una compra de empresa el fondo de comercio es el sobreprecio sobre el **valor contable** del adquirido. No: es el sobreprecio sobre el **valor razonable** de los activos identificables menos los pasivos asumidos, incluidos activos que el vendedor **no tenía reconocidos** en su propio balance.

5. El reconocimiento contable: solo el fondo de comercio adquirido

Sentado lo anterior, el régimen español se articula sobre una decisión de política contable muy clara: el fondo de comercio **generado internamente no se activa nunca**, y el **adquirido** se activa solo si concurren dos condiciones acumulativas: adquisición **a título oneroso** y en el marco de una **combinación de negocios**. La regla básica está en el Código de Comercio.

Artículo 39.4 del Código de Comercio · intangibles y fondo de comercio

Los inmovilizados intangibles son activos de **vida útil definida**. Cuando la vida útil de estos activos no pueda estimarse de manera fiable se amortizarán en un **plazo de diez años**, salvo que otra disposición legal o reglamentaria establezca un plazo diferente.

El **fondo de comercio únicamente podrá figurar en el activo del balance cuando se haya adquirido a título oneroso**. Se presumirá, **salvo prueba en contrario**, que la vida útil del fondo de comercio es de **diez años**.

En la Memoria de las cuentas anuales se deberá informar sobre el **plazo** y el **método de amortización** de los inmovilizados intangibles.

El desarrollo reglamentario está en el Plan General de Contabilidad aprobado por el Real Decreto 1514/2007, dentro de las normas particulares sobre el inmovilizado intangible.

Norma 6.^a c) del PGC · fondo de comercio

Fondo de comercio. Sólo podrá figurar en el activo, cuando su valor se ponga de manifiesto en virtud de una **adquisición onerosa**, en el **contexto de una combinación de negocios**.

Su importe se determinará de acuerdo con lo indicado en la norma relativa a combinaciones de negocios y deberá **asignarse desde la fecha de adquisición** entre cada una de las **unidades generadoras de efectivo** de la empresa,

sobre las que se espere que recaigan los beneficios de las **sinergias** de la combinación de negocios.

Con posterioridad al reconocimiento inicial, el fondo de comercio se valorará por su **precio de adquisición menos la amortización acumulada** y, en su caso, el **importe acumulado de las correcciones valorativas por deterioro** reconocidas.

Las dos condiciones merecen atención separada. La **onerosidad** excluye tanto el fondo de comercio interno como el recibido gratuitamente. La exigencia de **combinación de negocios** excluye la mera compra de un conjunto de bienes: si lo adquirido no constituye un negocio, el sobreprecio no se puede aparcarse en un fondo de comercio, sino que se **reparte** entre los activos comprados en proporción a sus valores razonables relativos. La norma 19.^a define el término con precisión.

Norma 19.^a del PGC · qué es un negocio y qué es control

A efectos de esta norma, un **negocio** es un **conjunto integrado de actividades y activos** susceptibles de ser **dirigidos y gestionados** con el propósito de proporcionar un rendimiento, menores costes u otros beneficios económicos directamente a sus propietarios o partícipes y **control** es el **poder de dirigir las políticas financiera y de explotación** de un negocio con la finalidad de obtener beneficios económicos de sus actividades.

Cuando la operación es una combinación de negocios, se aplica el **método de adquisición**, que la norma descompone en cinco pasos: identificar la empresa adquirente, determinar la fecha de adquisición, cuantificar el coste de la combinación, reconocer y valorar los activos identificables adquiridos y los pasivos asumidos, y determinar el importe del fondo de comercio o de la diferencia negativa. El quinto paso contiene la fórmula.

Norma 19.^a, apartado 2.5, del PGC · determinación del fondo de comercio

El **exceso**, en la fecha de adquisición, del **coste de la combinación de negocios** sobre el **valor de los activos identificables adquiridos menos el de los pasivos asumidos** en los términos recogidos en el apartado anterior, se reconocerá como un **fondo de comercio**.

[...] En el supuesto **excepcional** de que el valor de los activos identificables adquiridos menos el de los pasivos asumidos, fuese **superior** al coste de la combinación de negocios, el **exceso se contabilizará en la cuenta de pérdidas y ganancias como un ingreso**.

Sobre el **coste de la combinación** hay dos precisiones. La primera: se integra por el valor razonable de los activos entregados, los pasivos incurridos o asumidos y los instrumentos de patrimonio emitidos, **más** el valor razonable de cualquier **contraprestación contingente** que dependa de eventos futuros. La segunda: los honorarios de asesores legales y demás profesionales que intervienen en la operación **no forman parte del coste**, se llevan directamente a gasto del ejercicio, y los gastos de emisión de los instrumentos de patrimonio o de los pasivos financieros entregados siguen su propia norma. Un mal tratamiento de estas partidas altera el fondo de comercio euro a euro.

En cuanto a su presentación, el fondo de comercio luce en el **activo no corriente**, dentro del epígrafe I «Inmovilizado intangible», partida 4 «Fondo de comercio», con las cuentas **204** «Fondo de comercio» y **(2804)** «Amortización acumulada de fondo de comercio».

EJEMPLO

① **Cálculo del fondo de comercio en la adquisición de un negocio.** El 1 de enero, DISTRIBUCIONES ORDESA, S.A. adquiere la rama de actividad de ferretería industrial de otra sociedad. Paga **2.200 miles de euros** en efectivo y se compromete a abonar un importe adicional si las ventas del primer año superan un umbral pactado; el valor razonable de esa contraprestación contingente se estima en **100 miles**. Los honorarios de los abogados y del asesor fiscal

ascienden a **30 miles**. Los valores razonables en la fecha de adquisición, en miles de euros, son:

Elementos identificables	Valor en libros del vendedor	Valor razonable
Terreno y nave	700	1.200
Maquinaria e instalaciones	460	500
Marca registrada «Ordesa Pro» (no reconocida por el vendedor)	0	250
Existencias	300	320
Clientes	330	330
Total activos identificables	1.790	2.600
Deuda con entidad de crédito	(600)	(600)
Provisión por litigio laboral	0	(90)
Proveedores	(110)	(110)
Total pasivos asumidos	(710)	(800)
Patrimonio identificable	1.080	1.800

Paso 1. Coste de la combinación. 2.200 (efectivo) + 100 (contraprestación contingente) = **2.300** . Los 30 de honorarios **no** se incorporan: son gasto del ejercicio.

Paso 2. Activos identificables menos pasivos asumidos. $2.600 - 800 = 1.800$. Se reconoce la marca registrada por 250 aunque el vendedor no la tuviera en el activo (la tenía autogenerada y le estaba prohibido activarla) y se reconoce la provisión por el litigio por 90 aunque el vendedor no la hubiera dotado.

Paso 3. Fondo de comercio. $2.300 - 1.800 = 500$.

Comprobación del efecto de la identificación. Si ORDESA no hubiera identificado la marca, los activos identificables netos habrían sido 1.550 y el fondo de comercio, 750 . El sobreprecio total es el mismo; lo que cambia es **cuánto de él queda escondido en el saco** y cuánto se explica. Y las consecuencias no

son neutras: la marca se amortizará según su propia vida útil y su deterioro es reversible, mientras que el fondo de comercio sigue las reglas propias que se examinan a continuación.

Supuesto alternativo. Si el precio pactado hubiera sido de 1.650 en lugar de 2.300, no habría fondo de comercio: existiría una **diferencia negativa** de $1.800 - 1.650 = 150$ que, tras volver a revisar la identificación y valoración de todos los elementos y del coste, se reconocería como **ingreso** en la cuenta de pérdidas y ganancias.

6. La valoración posterior: la vuelta de la amortización obligatoria

El tratamiento posterior del fondo de comercio ha cambiado de criterio varias veces en veinte años.

El **Plan General de Contabilidad de 1990** exigía amortizarlo sistemáticamente, con un plazo que no podía exceder del período durante el cual contribuyese a la obtención de ingresos y, en todo caso, con el límite de veinte años. El **Plan de 2007**, por convergencia con las normas internacionales, dio un giro completo: el fondo de comercio **dejó de amortizarse** y quedó sometido exclusivamente a un **test de deterioro anual**. La propia introducción del Plan lo explicaba así al presentar la novedad, señalando que el fondo de comercio «no será objeto de amortización, debiendo someterse, al menos anualmente, a un test de deterioro».

El modelo del test puro duró desde 2008 hasta 2015, y su balance fue malo. Comprobar el deterioro exige estimar el importe recuperable de unidades generadoras de efectivo, es decir, proyectar flujos de tesorería a varios años y descontarlos: un ejercicio con tanta discrecionalidad que, en la práctica, los fondos de comercio adquiridos en la etapa expansiva permanecieron intactos en los balances mucho después de que el negocio que los justificaba hubiera desaparecido. La reacción del legislador español llegó con la **Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas**, cuyas disposiciones finales modificaron el Código de Comercio y la Ley de Sociedades de Capital para **restablecer la amortización obligatoria** con efectos para los ejercicios iniciados a partir del 1 de enero

de 2016. El desarrollo reglamentario, que adaptó el texto del Plan a la nueva ley, se hizo por el **Real Decreto 602/2016, de 2 de diciembre**.

Norma 6.ª c) del PGC · amortización y deterioro del fondo de comercio

El fondo de comercio se **amortizará durante su vida útil**. La vida útil se determinará de forma **separada para cada unidad generadora de efectivo** a la que se le haya asignado fondo de comercio.

Se presumirá, **salvo prueba en contrario**, que la **vida útil** del fondo de comercio es de **diez años** y que su **recuperación es lineal**.

Además, **al menos anualmente**, se analizará si existen **indicios de deterioro** de valor de las unidades generadoras de efectivo a las que se haya asignado un fondo de comercio, y, en caso de que los haya, se comprobará su eventual deterioro de valor de acuerdo con lo indicado en el apartado 2.2 de la norma relativa al inmovilizado material.

Las **correcciones valorativas por deterioro** reconocidas en el fondo de comercio **no serán objeto de reversión** en los ejercicios posteriores.

La presunción de diez años es **iuris tantum**: cabe prueba en contrario, y esa prueba opera en los dos sentidos, tanto para acortar como para alargar la vida útil, siempre que se justifique y se informe en la memoria. En la práctica española la presunción funciona casi como una regla, porque justificar un plazo distinto exige un soporte documental que pocas empresas están dispuestas a construir. El resultado es una **amortización lineal del 10 % anual**, con cargo a la cuenta **680** «Amortización del inmovilizado intangible» y abono a la **(2804)** «Amortización acumulada de fondo de comercio».

	PGC 1990	PGC 2007 (2008-2015)	Desde 2016 (Ley 22/2015 y RD 602/2016)
Amortización	Sí, máximo 20 años	No se amortiza	Sí , obligatoria
Vida útil	Período de contribución a ingresos	No procede	10 años presuntos , salvo prueba en contrario

Test de deterioro	Cuando hubiera indicios	Anual y obligatorio	Anual, si hay indicios en la unidad
Reversión del deterioro	No	No	No
Reserva indisponible	No (el fondo de comercio se amortizaba: no procedía)	Sí (art. 273.4 LSC, 5 % anual)	Suprimida

La última fila exige explicación. Mientras el fondo de comercio **no se amortizaba**, el legislador quiso compensar de algún modo la presencia en el activo de una partida sin realización cierta, y para ello impuso una **reserva indisponible**: el antiguo apartado 4 del artículo 273 de la Ley de Sociedades de Capital obligaba a destinar a una reserva indisponible una cifra del beneficio equivalente, al menos, al 5 % del importe del fondo de comercio que figurase en el activo, hasta que la reserva alcanzase ese importe. La técnica era la de una **retención forzosa de beneficios**: el fondo de comercio quedaba «respaldado» por reservas que no podían repartirse.

Al volver la amortización, la reserva perdió su razón de ser: si el fondo de comercio se lleva a gasto a razón de un 10 % anual, el beneficio distribuible ya queda reducido por esa vía, y exigir además una reserva sería duplicar la misma cautela. Por eso la **Ley 22/2015 suprimió el apartado 4 del artículo 273** de la Ley de Sociedades de Capital, cuyo texto vigente es hoy el siguiente.

Artículo 273 de la Ley de Sociedades de Capital · aplicación del resultado

1. La junta general resolverá sobre la aplicación del resultado del ejercicio de acuerdo con el balance aprobado.
2. Una vez cubiertas las atenciones previstas por la ley o los estatutos, sólo podrán **repartirse dividendos** con cargo al beneficio del ejercicio, o a **reservas de libre disposición**, si el valor del **patrimonio neto** no es o, a consecuencia del reparto, no resulta ser **inferior al capital social**. A estos efectos, los beneficios imputados directamente al patrimonio neto no podrán ser objeto de distribución, directa ni indirecta.

Si existieran pérdidas de ejercicios anteriores que hicieran que ese valor del patrimonio neto de la sociedad fuera inferior a la cifra del capital social, el beneficio se destinará a la compensación de estas pérdidas.

3. Se prohíbe igualmente toda distribución de beneficios a menos que el importe de las **reservas disponibles** sea, como mínimo, igual al importe de los **gastos de investigación y desarrollo** que figuren en el activo del balance.
4. **(Suprimido)**

MATIZ

Que el apartado 4 esté **suprimido** no significa que la reserva haya desaparecido del Plan General de Contabilidad: el cuadro de cuentas conserva la **1143 «Reserva por fondo de comercio»**, definida como «la constituida obligatoriamente en caso de que exista fondo de comercio en el activo del balance», con una remisión al «artículo 213.4 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas» —norma **derogada** desde 2010—, y el modelo de propuesta de aplicación del resultado de la memoria sigue incluyendo la línea «A reserva por fondo de comercio». Son **residuos** de un texto reglamentario que no se depuró. La obligación de dotar la reserva **ya no existe**, y el saldo que las sociedades tuvieran acumulado dejó de ser indisponible. Cuidado, en cambio, con el **apartado 3**, que sigue vivo y sí impone una limitación análoga: la que se refiere a los **gastos de investigación y desarrollo** activados, no al fondo de comercio.

EJEMPLO

② **La amortización anual y la antigua reserva.** ORDESA reconoció un fondo de comercio de **500 miles de euros** y no ha podido justificar una vida útil

distinta de la presunta. Amortización lineal a diez años: $500 / 10 = 50$ miles al año.

Asiento anual: cargo en **680** «Amortización del inmovilizado intangible» por 50 y abono en **(2804)** «Amortización acumulada de fondo de comercio» por 50.

Cierre del año	Fondo de comercio bruto	Amortización acu- mulada	Valor neto contable
1	500	50	450
2	500	100	400
3	500	150	350
5	500	250	250
10	500	500	0

Contraste con el régimen anterior a 2016. Con el fondo de comercio de 500 sin amortizar, el antiguo artículo 273.4 habría obligado a destinar cada año a la reserva indisponible, al menos, el 5 % de 500 = **25 miles** de beneficio, y la reserva no habría quedado completa hasta el año **veinte** ($25 \times 20 = 500$). Comparados los dos mecanismos en el año 10: con amortización, el fondo de comercio vale **0** en el activo y se han llevado a gasto **500**, de modo que el beneficio distribuable acumulado se ha reducido en 500; con la reserva del 5 %, el fondo de comercio seguiría valiendo **500** en el activo y solo **250** de beneficio estaría retenido. La amortización es, por tanto, la cautela **más intensa** de las dos, y de ahí que el legislador considerase innecesario mantenerlas a la vez. **Nunca son acumulables:** en un ejercicio actual se amortiza y **no** se dota reserva alguna.

7. El deterioro de valor y su carácter irreversible

La amortización no agota el tratamiento posterior. Un fondo de comercio puede perder valor mucho más rápido de lo que dicta su cuota lineal: basta con que el negocio adquirido pierda su principal cliente, que aparezca un competidor con mejor tecnología o que una reforma normativa suprima la ventaja que se estaba comprando. Para eso está el **deterioro**.

El mecanismo tiene una particularidad. Como el fondo de comercio no genera flujos de tesorería por sí solo, no puede someterse a un test individual: hay que asignarlo, desde la fecha de adquisición, a las **unidades generadoras de efectivo** que vayan a beneficiarse de las sinergias, y comprobar el deterioro de la **unidad** en su conjunto.

Unidad generadora de efectivo · el grupo más pequeño que genera caja

Se entiende por **unidad generadora de efectivo** el **grupo identificable más pequeño de activos** que genera flujos de efectivo que son, **en buena medida, independientes** de los derivados de otros activos o grupos de activos.

El **importe recuperable** de la unidad es el **mayor** entre su valor razonable menos los costes de venta y su valor en uso, entendido este como el valor actual de los flujos de efectivo futuros que se espera obtener de ella. Si el valor contable de la unidad supera su importe recuperable, hay deterioro, y la norma establece un **orden de imputación** que no admite discusión.

Norma 2.^a, apartado 2.2, del PGC · orden de imputación del deterioro

En caso de que la empresa deba reconocer una pérdida por deterioro de una unidad generadora de efectivo a la que se hubiese asignado todo o parte de un fondo de comercio, **reducirá en primer lugar el valor contable del fondo de comercio** correspondiente a dicha unidad. Si el deterioro superase el importe de éste, **en segundo lugar, reducirá en proporción a su valor contable el del resto de activos** de la unidad generadora de efectivo, hasta el límite del **mayor valor** entre los siguientes: su **valor razonable menos los costes de venta**, su **valor en uso** y **cero**.

El fondo de comercio es, por tanto, el **primero en caer**: absorbe la pérdida antes que cualquier otro activo de la unidad. Es coherente con su naturaleza de expectativa: cuando el negocio deja de rendir lo previsto, lo que se ha demostrado falso es precisamente la expectativa que se pagó.

Y esa pérdida, una vez reconocida, **no se recupera nunca**. La irreversibilidad del deterioro del fondo de comercio es una regla singular en todo el Plan: para el inmovilizado material, para las existencias o para los créditos, la corrección valorativa se **revierte** cuando desaparecen las circunstancias que la motivaron. Aquí no. La razón de esta excepción es la de siempre: si el deterioro pudiera revertirse, la empresa que remonta el vuelo volvería a inflar el fondo de comercio, y ese incremento no correspondería ya al fondo de comercio comprado, sino al **generado internamente** después de la adquisición, cuya activación está prohibida. La irreversibilidad es, en definitiva, un cortafuegos. El Código de Comercio da cobertura legal a la excepción.

Artículo 39.3 del Código de Comercio · límite a la reversión

La valoración por el **valor inferior**, en aplicación de lo dispuesto en los apartados anteriores, **no podrá mantenerse** si las razones que motivaron las correcciones de valor hubieren dejado de existir, **salvo cuando deban calificarse como pérdidas irreversibles**.

EJEMPLO

③ **Un deterioro del fondo de comercio.** El fondo de comercio de 500 se asignó íntegramente a la unidad generadora de efectivo «ferretería industrial». Al cierre del **año 3**, tras la entrada de un competidor, se revisan las proyecciones. Los valores contables de la unidad, en miles de euros, son:

Componente de la unidad	Valor neto contable
Fondo de comercio (500 – 3 × 50)	350
Resto de activos de la unidad (inmovilizado, marca, existencias, netos)	1.875
Total valor contable de la unidad	2.225

Paso 1. Importe recuperable. Valor razonable menos costes de venta: **1.960**. Valor en uso (flujos descontados): **2.015**. Importe recuperable = mayor de los dos = **2.015**.

Paso 2. Pérdida por deterioro. $2.225 - 2.015 = 210$.

Paso 3. Imputación. Se reduce en **primer lugar** el fondo de comercio. Como $210 < 350$, la pérdida se absorbe íntegramente contra él: fondo de comercio neto $350 - 210 = 140$. El resto de activos de la unidad **no se toca**. Asiento: cargo en **690** «Pérdidas por deterioro del inmovilizado intangible» por 210 y abono en **(290)** «Deterioro de valor del inmovilizado intangible» por 210.

Paso 4. Amortización de los años siguientes. El valor amortizable pasa a ser 140 y restan **siete** años de vida útil: $140 / 7 = 20$ **miles al año** (frente a los 50 anteriores).

Paso 5. El año siguiente mejora. En el año 4 el competidor se retira y el importe recuperable de la unidad sube a 2.300, por encima de su valor contable. **No se revierte nada** del deterioro del fondo de comercio: la corrección es **irreversible**. Si el deterioro hubiera alcanzado también a otros activos de la unidad, la parte imputada a esos otros activos **sí** habría podido revertirse, con el límite del valor contable que tendrían si nunca se hubiera registrado el deterioro.

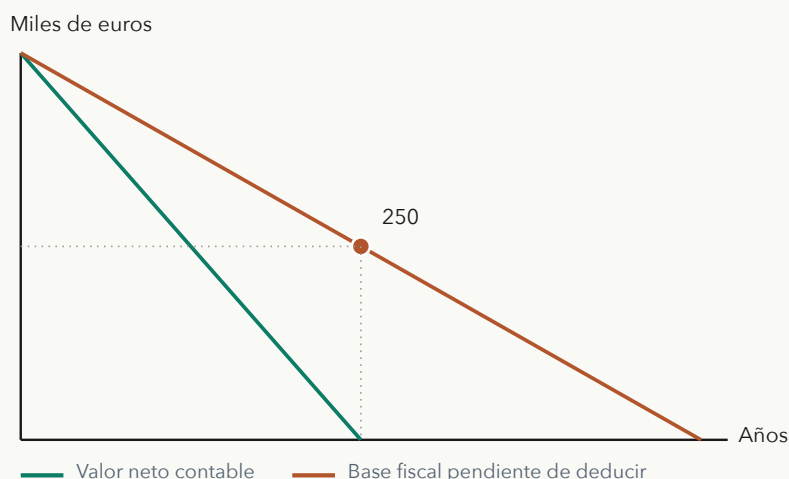
Variante. Si la pérdida hubiese sido de **400** en lugar de 210, se habrían imputado primero **350** al fondo de comercio, dejándolo a **cero**, y los **50** restantes se habrían repartido entre los demás activos de la unidad **en proporción a su valor contable**, sin que ninguno pudiera quedar por debajo del mayor valor entre su valor razonable menos los costes de venta, su valor en uso y cero.

8. El tratamiento fiscal: un desajuste deliberado con la contabilidad

Para quien trabaja en la Administración tributaria, para la Administración tributaria el fondo de comercio es, ante todo, una partida de riesgo. Concentra tres de los focos clásicos de comprobación —la valoración de una operación de reestructuración, la calificación de una compra como combinación de negocios y la deducibilidad de un gasto plurianual de importe elevado— y además está sometido a un régimen fiscal que **no coincide** con el contable.

El punto de partida es que la Ley 27/2014, del Impuesto sobre Sociedades, no acepta sin más la amortización contable. Su artículo 12.2 regula la amortización del inmovilizado intangible y establece, en cuanto al fondo de comercio, que su amortización será deducible con el **límite anual máximo de la veintava parte** de su importe, esto es, un **5 % anual**. Frente al **10 %** contable presunto, el tope fiscal es la **mitad**, de modo que el fondo de comercio se amortiza contablemente en diez años y se deduce fiscalmente en veinte como mínimo. Y la asimetría no se detiene ahí: el artículo 13.2 de la misma ley declara **no deducibles** las pérdidas por deterioro del inmovilizado intangible, **incluido expresamente el fondo de comercio**, de modo que el deterioro no reduce nunca la base imponible del ejercicio en que se contabiliza.

AMORTIZACIÓN CONTABLE Y DEDUCCIÓN FISCAL DEL FONDO DE COMERCIO



El fondo de comercio de 500 se amortiza contablemente al 10 % anual, de modo que su valor neto contable sigue la recta $500 - 50t$ y llega a cero en $t = 10$. Fiscalmente solo se deduce el 5 % anual, es decir, la recta $500 - 25t$, que no se agota hasta $t = 20$. En $t = 10$ la diferencia entre ambas es de 250: la diferencia temporal deducible acumulada.

La consecuencia técnica de este desajuste es que el fondo de comercio genera **diferencias temporarias**, no permanentes: lo que la ley fiscal impide deducir hoy se podrá deducir mañana. En los diez primeros años el gasto contable (50) supera el máximo deducible (25), por lo que hay un **ajuste positivo** de 25 anuales al resultado contable. Desde el año 11 no hay ya gasto contable —el fondo de comercio está totalmente amortizado en libros— pero sigue quedando base fiscal pendiente, y la deducción de esos 25 anuales se

practica mediante un **ajuste negativo**, amparada en la regla de la Ley del Impuesto sobre Sociedades que permite deducir en un período posterior un gasto contabilizado antes cuando de ello no se derive una tributación inferior.

Contablemente, esa diferencia temporaria es **deducible** —dará lugar a menores cantidades a pagar en el futuro— y por tanto origina un **activo por impuesto diferido**, siempre que resulte probable que la empresa vaya a disponer de ganancias fiscales futuras suficientes. No debe confundirse este activo con la exclusión que la norma sobre impuestos sobre beneficios establece para el fondo de comercio, que se refiere a los **pasivos** por impuesto diferido.

Norma 13.^a, apartado 2.2, del PGC · la excepción del fondo de comercio

En general, se reconocerá un **pasivo por impuesto diferido** por todas las diferencias temporarias imponibles, a menos que éstas hubiesen surgido de:

a) El **reconocimiento inicial de un fondo de comercio**. Sin embargo, los pasivos por impuesto diferido relacionados con un fondo de comercio, se registrarán **siempre que no hayan surgido de su reconocimiento inicial**.

La excepción es estricta y se agota en el **momento inicial**. La diferencia que va apareciendo después, por la distinta velocidad de la amortización contable y de la fiscal, es una diferencia temporaria ordinaria y se contabiliza como tal.

Año	Gasto contable	Deducción fiscal máxima	Ajuste a la base imponible	Diferencia temporaria acumulada	Activo por impuesto diferido al 25 %
1	50	25	+25	25	6,25
2	50	25	+25	50	12,50
10	50	25	+25	250	62,50
11	0	25	-25	225	56,25
20	0	25	-25	0	0

MATIZ

No hay que confundir tres cosas que suelen mezclarse. **Una**, la amortización **contable** del fondo de comercio, que es del 10 % por presunción del Código de Comercio y del Plan General de Contabilidad. **Dos**, la amortización **fiscalmente deducible**, que tiene un límite máximo del 5 % en la Ley del Impuesto sobre Sociedades. **Tres**, el **deterioro**, que es contablemente obligatorio cuando hay indicios y fiscalmente **no deducible en ningún caso**. No debe aplicarse el 5 % en los libros: el porcentaje fiscal es un límite de deducción, no un criterio de amortización contable, y quien amortice al 5 % en contabilidad para «cuadrar» con el impuesto estará vulnerando la norma contable.

RECUERDA

Del fondo de comercio hay que llevarse seis ideas encadenadas.

Una. Es el **exceso del valor de la empresa en funcionamiento sobre la suma de sus elementos identificables**, y su explicación económica es el **superbeneficio** capitalizado: clientela, reputación, organización, *know-how*, ubicación, relaciones y expectativas, ninguno de ellos vendible por separado.

Dos. Solo figura en el activo si se **adquirió a título oneroso** en el contexto de una **combinación de negocios** (art. 39.4 del Código de Comercio y norma 6.^a c) del Plan). El **autogenerado está prohibido**, y también lo están, por la misma razón, las marcas y las listas de clientes creadas internamente.

Tres. Se calcula como **coste de la combinación menos activos identificables adquiridos más pasivos asumidos**, todos a valor razonable. Si la diferencia es negativa, se lleva a **ingreso**, nunca a pasivo.

Cuatro. Se **amortiza** obligatoriamente desde los ejercicios iniciados en 2016 (Ley 22/2015 y Real Decreto 602/2016), con **vida útil presunta de diez años** salvo prueba en contrario, y recuperación lineal.

Cinco. Se **deteriora** por unidades generadoras de efectivo, absorbe la pérdida **en primer lugar** y ese deterioro es **irreversible**.

Seis. La **reserva indisponible** del antiguo artículo 273.4 de la Ley de Sociedades de Capital **ya no se dota**: fue suprimida al volver la amortización. Y fiscalmente la deducción tiene un tope del **5 % anual**, con lo que la contabilidad va al doble de velocidad que el impuesto y aparece un **activo por impuesto diferido** que revierte en la segunda década.

TEMA 29

Epígrafe 2 — La valoración del fondo de comercio y de la empresa en funcionamiento

1. Valor y precio: dos magnitudes que no coinciden

El fondo de comercio es la capacidad de una empresa para generar un beneficio superior al que explicarían, uno por uno, los elementos de su balance; queda la parte técnica. Toca ahora la parte técnica, que empieza por la distinción que ordena toda la materia: **valor no es precio**.

Valor y precio · lo que vale y lo que se paga

El **valor** de una empresa es una **estimación** del importe que un inversor racional estaría dispuesto a entregar por ella, obtenida mediante la aplicación de un método a un conjunto de hipótesis. El **precio** es la **cifra efectivamente convenida** en una transacción concreta entre un comprador y un vendedor determinados.

La diferencia no es semántica. El valor es una **magnitud subjetiva y múltiple**: la misma empresa vale una cosa para un competidor que espera obtener sinergias suprimiendo la duplicidad de estructuras, otra para un fondo financiero que solo compra los flujos de caja tal como están, y otra distinta para el hijo del fundador que la valora también por lo que representa. Ninguno de los tres se equivoca: cada uno está aplicando sus propias expectativas. El precio, en cambio, es una **magnitud objetiva y única** por operación, y es el resultado de una negociación en la que pesan el poder relativo de las partes, la urgencia del vendedor, la financiación disponible del comprador y la existencia o no de otros interesados.

De aquí se sigue la regla práctica que gobierna cualquier informe de valoración: el resultado no es un número, es un **intervalo razonable**. El vendedor calcula el valor máximo que

el comprador podría llegar a pagar sin destruir riqueza y el comprador calcula el valor mínimo por debajo del cual el vendedor no aceptará. Si los dos intervalos se solapan, hay zona de acuerdo y el precio se fijará en algún punto de ese solape. Si no se solapan, no hay operación, por muy sofisticado que sea el método empleado.

MATIZ

Una valoración **no es una auditoría**. El auditor se pronuncia sobre si las cuentas reflejan la imagen fiel conforme a un marco normativo, y su juicio es verificable contra ese marco. El valorador emite una **opinión condicionada a hipótesis** que él mismo explicita (crecimiento, márgenes, tasa de descuento) y que el lector puede compartir o no. Por eso todo informe de valoración solvente dedica más espacio a justificar las hipótesis que a exhibir los cálculos: los cálculos son aritmética, las hipótesis son el trabajo.

2. Para qué se valora una empresa

La finalidad **condiciona el método**, y de ahí un error frecuente: aplicar un método sin fijar antes para qué se valora. Los motivos habituales en la práctica española son estos.

- **Compraventa de empresa o de participaciones.** Es el supuesto arquetípico. Comprador y vendedor valoran por separado y negocian. Cuando se transmite la totalidad de una sociedad no cotizada, el precio suele articularse como valor de los recursos propios, deducida la deuda financiera neta y ajustado por el fondo de maniobra a la fecha de cierre.
- **Fusiones, escisiones y aportaciones no dinerarias.** Aquí el valor determina el **tipo de canje**, es decir, cuántas acciones de la sociedad resultante recibe cada accionista de las que se extinguen. No se trata de fijar un precio en efectivo, sino una **relación** entre dos valoraciones, lo que exige que ambas se hagan con el mismo método y las mismas hipótesis. En las aportaciones no dinerarias a sociedades anónimas la ley impone además la intervención de un experto independiente designado por el registrador mercantil.
- **Separación y exclusión de socios.** La Ley de Sociedades de Capital resuelve la falta de acuerdo con una remisión al valor razonable determinado por un tercero.

Artículo 353 de la Ley de Sociedades de Capital · Valoración de las participaciones o de las acciones del socio

1. A falta de acuerdo entre la sociedad y el socio sobre el **valor razonable** de las participaciones sociales o de las acciones, o sobre la persona o personas que hayan de valorarlas y el procedimiento a seguir para su valoración, serán valoradas por un **experto independiente**, designado por el **registrador mercantil** del domicilio social a solicitud de la sociedad o de cualquiera de los socios titulares de las participaciones o de las acciones objeto de valoración.
2. Si las acciones cotizasen en un mercado secundario oficial, el valor de reembolso será el del **precio medio de cotización del último trimestre**.

El precepto es muy instructivo desde el punto de vista económico. Cuando **hay mercado**, la ley renuncia a valorar y se remite al precio observado, con la sola precaución de tomar una media trimestral que amortigüe la volatilidad. Cuando **no hay mercado**, la ley no impone ningún método: encarga a un experto que estime el valor razonable y le da dos meses para emitir su informe (art. 354), con la retribución a cargo de la sociedad (art. 355). Es decir, el legislador reconoce que **no existe un método legalmente correcto**, sino una técnica profesional razonable.

- **Sucesiones, donaciones y liquidaciones de gananciales.** El reparto de una empresa familiar entre herederos exige ponerle un número, y ese número tiene consecuencias tributarias inmediatas en el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones.
- **Comprobación de valores por la Administración tributaria.** Es el escenario propio de este Cuerpo. Cuando el contribuyente declara la transmisión de participaciones no cotizadas, o cuando declara su patrimonio, la Administración puede **comprobar el valor** declarado por los medios que la Ley General Tributaria le habilita, entre ellos el dictamen de peritos de la Administración. Y en el Impuesto sobre el Patrimonio la propia ley del tributo abrevia el problema con una regla de cálculo doble para las participaciones en entidades no cotizadas: el **valor teórico** resultante del último balance aprobado, si este ha sido auditado favorablemente, y en otro caso el mayor entre el valor nominal, el valor

teórico y el que resulta de **capitalizar al 20 por ciento el promedio de los beneficios** de los tres ejercicios cerrados con anterioridad al devengo.

MATIZ

Esa capitalización al 20 por ciento del Impuesto sobre el Patrimonio es, en rigor, un **valor de rendimiento** con tasa de capitalización legalmente tasada, equivalente a multiplicar el beneficio medio por cinco. No es una valoración económica: es una **regla de cuantificación fiscal** que persigue seguridad jurídica y facilidad de comprobación, y que en la mayoría de los casos arroja cifras inferiores a las de una valoración profesional. Confundir la regla tributaria con el método económico es un error clásico, y la propia norma contable lo advierte al declarar que la contabilidad no tiene el propósito de determinar el valor del patrimonio a efectos de su transmisión.

- **Decisiones internas de gestión.** Valorar la propia empresa periódicamente sirve para saber qué unidades de negocio crean valor y cuáles lo destruyen, para retribuir a directivos mediante instrumentos referenciados al valor, y para decidir si conviene invertir, desinvertir o financiarse con deuda.

3. Los principios de la valoración

Tres principios sostienen toda la construcción, y los tres están recogidos, con distinta intensidad, en el marco contable español.

Empresa en funcionamiento · la gestión continuará

Se considerará, *salvo prueba en contrario*, que la **gestión de la empresa continuará en un futuro previsible**, por lo que la aplicación de los principios y criterios contables no tiene el propósito de determinar el valor del patrimonio neto a efectos de su transmisión global o parcial, ni el importe resultante en caso de liquidación.

(Primero de los principios contables del Marco Conceptual de la Contabilidad, primera parte del Plan General de Contabilidad, aprobado por el Real Decreto 1514/2007)

El principio de **empresa en funcionamiento** —lo que la doctrina anglosajona llama *going concern*— es la premisa de la valoración: se valora un **organismo vivo**, un conjunto organizado de elementos que funciona y produce, no un almacén de bienes susceptibles de venta separada. Y esto tiene una consecuencia numérica directa: el todo vale más que la suma de las partes, y ese exceso es precisamente el fondo de comercio. La segunda frase del principio es de una honradez notable, porque el propio Plan reconoce sus límites: **la contabilidad no valora la empresa**. Registra hechos pasados con criterios prudentes y verificables, y no pretende decir cuánto vale el negocio si se vende. Quien busque en un balance el valor de una empresa está usando la herramienta equivocada.

Cuando la premisa cae —empresa inviable, concurso con liquidación abierta, cese de actividad decidido— el principio deja de aplicarse y las normas de valoración cambian: se pasa a valorar la realización de los activos, la cancelación de las deudas y el eventual reparto del resto. Ahí el fondo de comercio **desaparece por completo**, porque no hay negocio que lo genere.

Valor razonable · precio en transacción ordenada

Es el **precio que se recibiría por la venta de un activo** o se pagaría para transferir o cancelar un pasivo mediante una **transacción ordenada** entre participantes en el mercado en la **fecha de valoración**. [...] **No tendrá en ningún caso el carácter de valor razonable** el que sea resultado de una **transacción forzada, urgente o como consecuencia de una situación de liquidación involuntaria**.

(Criterio de valoración 2.º del Marco Conceptual de la Contabilidad, Plan General de Contabilidad)

El **valor razonable** es la referencia de valor del marco contable vigente y también el estándar que la Ley de Sociedades de Capital emplea para reembolsar al socio que se

separa. Sus tres notas relevantes para nosotros son: es un **precio de salida** (lo que se recibiría, no lo que se pagó), se estima a una **fecha determinada** (una valoración caduca, porque las condiciones de mercado cambian), y excluye las **ventas forzadas**. La jerarquía de estimación que el Plan establece va del **mercado activo** —precio cotizado, la mejor referencia— a las transacciones recientes comparables y, en su defecto, a los **modelos de valoración**, entre los que el propio texto menciona expresamente los «métodos de descuento de flujos de efectivo futuros estimados». El descuento de flujos no es, por tanto, una técnica exótica de consultoría: es una técnica que la norma contable española reconoce.

Expectativas de futuro · el valor mira adelante

El valor de un activo —y una empresa lo es— reside en la **corriente de rentas futuras** que sea capaz de generar, actualizada al momento presente. Los datos históricos solo interesan como **base para estimar el futuro**, nunca como fundamento del valor.

Este tercer principio es el que separa a los métodos serios de los meramente aritméticos. Una empresa que ha ganado mucho durante diez años y cuyo único cliente acaba de rescindir el contrato no vale lo que dice su historial. Y una empresa con pérdidas acumuladas que acaba de obtener una patente puede valer mucho. El pasado se usa para **normalizar**: se depuran del beneficio contable las partidas atípicas o irrepetibles (una indemnización cobrada, una plusvalía por venta del inmovilizado, retribuciones del socio-gerente por encima o por debajo de mercado) para obtener un **beneficio recurrente** que sirva de punto de partida. Sin esa normalización, todos los métodos que siguen arrojan basura.

RECUERDA

Tres principios y su traducción operativa: **empresa en funcionamiento** (el todo vale más que las partes, y de ahí el fondo de comercio), **valor razonable** (el punto de partida son valores de mercado a una fecha, no costes históricos) y **expectativas de futuro** (se valora lo que vendrá, y el pasado solo sirve para estimarlo).

4. El mapa de los métodos

La práctica profesional española y europea agrupa los métodos en cuatro familias, según **qué magnitud** toman como fundamento del valor.

Familia	Fundamento del valor	Recoge el fondo de comercio	Métodos principales
Estáticos o patrimoniales	El patrimonio existente	No	Valor contable, valor contable ajustado, valor substancial, valor de liquidación
Compuestos o mixtos	Patrimonio más una estimación del fondo de comercio	Sí, de forma explícita y separada	Clásico, prácticos o alemán, Unión de Expertos Contables Europeos, directo o anglosajón
Dinámicos	Los flujos futuros descontados	Sí, pero englobado en el valor total	Descuento de flujos de caja libres, descuento de dividendos
Múltiplos comparables	El precio observado en operaciones o cotizaciones semejantes	Implícitamente	PER, valor de empresa sobre EBITDA, múltiplos de ventas

La segunda familia es el **corazón de este tema**, porque los métodos mixtos son la técnica clásica de valoración del fondo de comercio: son los únicos que lo cuantifican como una **partida separada y visible** dentro del valor total.

5. Métodos estáticos o patrimoniales

Todos parten del balance y responden a la pregunta «¿cuánto patrimonio hay?». Se diferencian en cómo valoran ese patrimonio.

Valor contable o teórico · activo menos pasivo exigible

$$VC = \text{Activo total contable} - \text{Pasivo exigible} = \text{Patrimonio neto}$$

Es el **valor teórico** o valor en libros. Su única virtud es que se lee directamente del balance y no admite discusión, lo que explica que la normativa tributaria lo use como referencia de primer grado. Sus defectos son tres y son graves: los activos figuran a **coste histórico** amortizado, que puede estar muy alejado del valor de mercado (una nave comprada en 1998 y casi amortizada vale en libros una fracción de lo que costaría hoy); **no** aparecen los intangibles autogenerados (la marca, la cartera de clientes, el equipo humano), porque el Plan solo permite activar el fondo de comercio cuando se adquiere onerosamente; y no dice **nada** sobre la rentabilidad. Dos empresas con idéntico patrimonio neto, una que gana el 20 por ciento sobre sus fondos propios y otra que gana el 2 por ciento, tienen el mismo valor contable y valores reales abismalmente distintos.

Valor contable ajustado · activo real menos pasivo real

$$VCA = \text{Activo real a valor razonable} - \text{Pasivo exigible real}$$

donde el **activo real** excluye las partidas sin valor de realización y se valora a precios de mercado a la fecha, y el **pasivo exigible real** incorpora las deudas no registradas o subestimadas.

El **valor contable ajustado** es el mismo cálculo, pero corrigiendo el balance partida por partida: se tasa el inmovilizado, se depuran las existencias obsoletas, se sanean los saldos de clientes incobrables, se dan de baja los gastos activados sin valor de realización y se incorporan los pasivos ocultos (litigios probables, contingencias fiscales, insuficiencia de provisiones por indemnizaciones). El resultado es mucho más informativo que el valor contable, y es el **punto de partida obligado** de cualquier valoración, incluso cuando se

vaya a aplicar después un método dinámico: sin un balance depurado no se sabe qué deuda financiera neta restar al final.

Valor substancial · reponer el activo de explotación

Valor substancial bruto = valor de **reposición** del conjunto de bienes y derechos **afectos a la explotación**, prescindiendo de los ajenos a ella y sin deducir deudas.

Valor substancial neto = valor substancial bruto – pasivo exigible. Se lo suele designar con la letra **A** en las fórmulas de los métodos mixtos.

El **valor substancial** responde a otra pregunta: ¿cuánto costaría **construir hoy desde cero** una empresa con la misma capacidad productiva? De ahí sus dos rasgos distintivos frente al valor contable ajustado. Primero, valora a **coste de reposición** —lo que costaría reponer el bien, no lo que se obtendría vendiéndolo—. Segundo, se limita a los activos **afectos a la explotación**: si la sociedad tiene un piso alquilado a terceros o una cartera de valores ajena al negocio, esos elementos salen del valor substancial y se añaden después por separado, porque no participan en la generación del beneficio de explotación. En la práctica de la valoración de pequeñas y medianas empresas españolas ambas magnitudes se aproximan bastante, y muchos informes las identifican, pero **conceptualmente no son lo mismo**.

Valor de liquidación · realizar y pagar

VL = Valor de realización forzosa del activo – Pasivo exigible – Gastos de liquidación

donde los gastos de liquidación comprenden indemnizaciones al personal, honorarios de liquidadores, gastos de desmantelamiento y penalizaciones por resolución anticipada de contratos.

El **valor de liquidación** es el reverso del principio de empresa en funcionamiento: supone que el negocio **cesa** y que los elementos se venden por separado y con premura. Por

eso aplica descuentos severos sobre el valor razonable —la maquinaria específica de un sector se malvende, las existencias en curso valen poco más que el material— y por eso **desaparece el fondo de comercio**. Su utilidad es doble: fija el **suelo absoluto** de cualquier negociación (ningún propietario racional vende por debajo de lo que obtendría liquidando) y es el criterio aplicable cuando la propia norma contable retira el principio de empresa en funcionamiento.

Por qué ninguno de los cuatro captura el fondo de comercio. La razón es estructural, no de refinamiento técnico. Todos los métodos estáticos son **sumas de valores individuales de elementos**, y el fondo de comercio, por definición, **no es un elemento**: es una propiedad del conjunto organizado, un valor que emerge de la interacción entre los activos, las personas y la clientela, y que no puede repartirse entre las piezas ni identificarse separadamente. El Plan General de Contabilidad extrae de esa naturaleza la consecuencia registral cuando ordena que el fondo de comercio «sólo podrá figurar en el activo, cuando su valor se ponga de manifiesto en virtud de una adquisición onerosa, en el contexto de una **combinación de negocios**»: la contabilidad solo lo reconoce cuando un tercero lo ha pagado, es decir, cuando ha existido una **valoración externa** que le puso precio. Mientras la empresa no se transmita, su fondo de comercio existe económicamente y es invisible contablemente. La técnica que sigue nace precisamente para hacerlo visible.

RECUERDA

Los métodos estáticos dan el **suelo** del intervalo, no el valor. Ordenados de menor a mayor suelen quedar así: **liquidación < contable < contable ajustado $\approx$ substancial neto**. Cualquier valor por debajo del de liquidación es irracional para el vendedor, y cualquier valor igual al substancial equivale a afirmar que el fondo de comercio es nulo.

6. El superbeneficio: la pieza que articula los métodos mixtos

Antes de las fórmulas hace falta el concepto que las une. Si una empresa tiene un patrimonio de explotación **A** y el mercado remunera normalmente un capital de ese riesgo al tipo **i**, el propietario podría esperar obtener **$i \cdot A$** simplemente colocando ese patrimonio

en la alternativa normal. Si el negocio gana **B**, mayor que **i·A**, la diferencia es una **renta extraordinaria** que no explica el patrimonio: la explica el fondo de comercio.

Superbeneficio · beneficio menos interés normal del capital

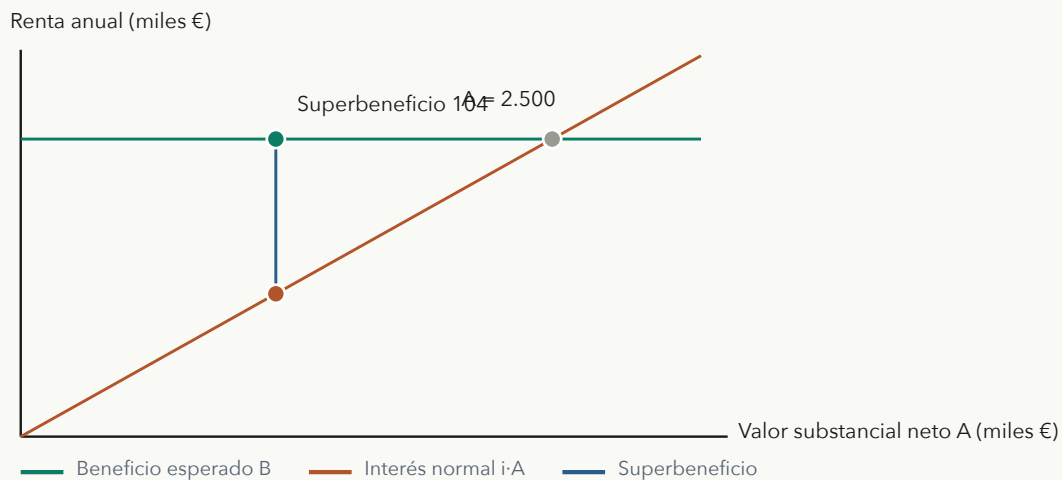
$$\text{Superbeneficio} = B - i \cdot A$$

donde **B** es el **beneficio neto normalizado** esperado, **A** el **valor substancial neto** (o el activo neto de explotación) e **i** el **tipo de interés normal del capital invertido**, esto es, la rentabilidad que ese mismo capital obtendría en una inversión alternativa de riesgo comparable.

El superbeneficio —también llamado *renta del goodwill* o beneficio residual— es la **materia prima del fondo de comercio**. Y de su definición se extraen tres consecuencias que el opositor debe manejar con soltura:

1. Si **B = i·A**, el superbeneficio es nulo y el fondo de comercio también: la empresa gana exactamente lo normal y no vale más que su patrimonio.
2. Si **B < i·A**, el superbeneficio es negativo. Estamos ante un **fondo de comercio negativo** o *badwill*: la empresa destruye valor y vale **menos** que su patrimonio, de modo que al propietario le convendría liquidarla y colocar el dinero en otra parte. Es la situación de muchas empresas patrimonialistas con activos valiosos y explotación mediocre.
3. El resultado es **extraordinariamente sensible a i**. Elevar el tipo normal del 8 al 10 por ciento sobre un patrimonio de 1.200 se come 24 unidades de superbeneficio, y como ese superbeneficio se capitaliza después durante varios años, el efecto sobre el valor final se multiplica.

EL SUPERBENEFICIO COMO DIFERENCIA ENTRE EL BENEFICIO ESPERADO Y EL INTERÉS NORMAL DEL CAPITAL



El beneficio esperado es plano en $B = 200$. El interés normal del capital es la recta $i \cdot A$ con $i = 8\%$, es decir $0,08 \cdot A$. Para $A = 1.200$ se tiene $i \cdot A = 96$ y el superbeneficio es $200 - 96 = 104$. Las dos rectas se cortan en $A = 200 / 0,08 = 2.500$: a partir de ese patrimonio el superbeneficio es negativo y el fondo de comercio se vuelve badwill.

Cuantificado el superbeneficio, quedan dos decisiones y ambas son **subjetivas**, lo que constituye a la vez la fuerza y la debilidad de estos métodos.

- **La tasa de actualización.** El superbeneficio es una renta futura y hay que traerla al presente. La tasa empleada (llamémosla **t**) es siempre **superior** al tipo normal **i**, porque el superbeneficio es la parte **más incierta** del beneficio: es la que la competencia atacará primero. Si el patrimonio se remunera al 8 por ciento, el superbeneficio puede exigir un 12, un 15 o un 20 por ciento.
- **El número de años de capitalización.** Aquí está el juicio económico decisivo. El fondo de comercio **no dura para siempre**: en un mercado abierto, los competidores imitan, los clientes rotan y las ventajas se erosionan. El valorador debe decidir cuántos años sobrevivirá la renta extraordinaria y actualizar solo esos. Cinco años para un negocio de servicios sin barreras de entrada, ocho o diez para una marca consolidada con contratos de larga duración. Que la norma contable presuma, salvo prueba en contrario, una **vida útil de diez años** para el fondo de comercio adquirido no es casual: recoge la misma intuición de erosión progresiva.

MATIZ

La misma relación se escribe con frecuencia en **rentabilidades** en vez de en importes, y en esa forma llegan muchos enunciados de supuestos. Llamando $r = B / A$ a la **rentabilidad real** del patrimonio de explotación e i a la **rentabilidad normal** exigida, el superbeneficio $B - i \cdot A$ no es más que $(r - i) \cdot A$, y el fondo de comercio, $(r - i) \cdot A \cdot a_{\overline{n}|t}$ si la renta extraordinaria se actualiza durante n años, o $(r - i) \cdot A / t_{\overline{m}}$ si se capitaliza a perpetuidad. Es la misma fórmula con A sacado de factor común. Cuando el enunciado dice «rinde el 18 % sobre un patrimonio que el mercado remunera al 8 %», el superbeneficio por unidad invertida es $r - i = 10 \%$, y basta multiplicarlo por A y por el factor que corresponda.

7. Los métodos compuestos o mixtos

Todos comparten la misma arquitectura, que es la que da nombre a la familia: **valor = patrimonio + fondo de comercio**, con el patrimonio medido por un método estático y el fondo de comercio estimado a partir del beneficio. Lo que cambia es la forma de estimar ese segundo sumando.

Método clásico · substancial más n veces el beneficio

$$V = A + n \cdot B \text{ (versión sobre el beneficio)}$$

$$V = A + z \cdot F \text{ (versión sobre la facturación)}$$

donde n es un número de años —habitualmente entre 1,5 y 3— y z un coeficiente aplicado al volumen anual de facturación F , propio de cada sector.

Es el método más antiguo y el más rudimentario. El fondo de comercio se estima a **bulto**, multiplicando el beneficio por un número de años tomado de la costumbre del ramo. La variante sobre la **facturación** es la que sigue viva en el comercio minorista y en las profesiones: los traspasos de farmacias, de asesorías o de peluquerías se pactan con frecuencia como un tanto por ciento de la facturación anual, y en algunos sectores existen

coeficientes de uso general. Su ventaja es la simplicidad y el arraigo. Su defecto, doble: **no descuenta** —trata igual el beneficio del año próximo y el del quinto— y sobre todo **ignora el interés normal del capital**, de modo que atribuye fondo de comercio incluso a una empresa que no genera ningún superbeneficio. La versión sobre la facturación es aún más burda, porque una empresa puede facturar mucho y no ganar nada.

Método de los prácticos o alemán · media de patrimonio y rendimiento

$$V = (A + B/k) / 2$$

donde **A** es el valor substancial neto, **B/k** el **valor de rendimiento** (beneficio capitalizado a perpetuidad a la tasa **k** exigida por el inversor) y el resultado la **media aritmética** de ambos.

También llamado *método indirecto*. Su lógica es una **transacción entre dos posturas extremas**: el vendedor defenderá el valor de rendimiento, que suele ser el más alto porque incorpora todas las expectativas, y el comprador defenderá el valor substancial, que es lo tangible que recibe. La media es un punto de encuentro. Escrito de otro modo, el método afirma que **el fondo de comercio es la mitad de la diferencia** entre el valor de rendimiento y el patrimonio:

$$V = A + \frac{1}{2} \cdot (B/k - A), \text{ de donde Fondo de comercio} = \frac{1}{2} \cdot (B/k - A)$$

Su virtud es que **sí** compara la rentabilidad con el patrimonio, y que resulta prudente por construcción. Su defecto es que el coeficiente $\frac{1}{2}$ es **puro convenio**: no hay razón económica alguna para repartir la diferencia por mitades, y de hecho existen variantes que ponderan de otra forma. Pese a ello, es el método mixto con más presencia en informes periciales y en valoraciones de sociedades no cotizadas en España, precisamente por su carácter conservador y fácil de defender ante un tercero.

Método de la Unión de Expertos Contables Europeos · substancial más superbeneficio actualizado

$$\text{Versión simplificada: } V = A + a_{(n;t)} \cdot (B - i \cdot A)$$

Versión completa: $V = A + a_{(n;t)} \cdot (B - i \cdot V)$, que despejando da $V = (A + a_{(n;t)} \cdot B) / (1 + a_{(n;t)} \cdot i)$

donde $a_{(n;t)} = [1 - (1 + t)^{-n}] / t$ es el **factor de actualización de una renta constante** de n años a la tasa t .

Este es el método técnicamente más elaborado de la familia y el que mejor expresa la idea de fondo de comercio. Toma el superbeneficio, lo trata como una **renta temporal de n años** y lo actualiza a la tasa t , sumando el resultado al valor substancial. La diferencia entre sus dos versiones es sutil:

- La **simplificada** —a veces llamada método anglosajón indirecto— calcula el interés normal sobre el **valor substancial A** , es decir, sobre lo que hay. Es la versión que se aplica normalmente.
- La **completa**, que es la formulación original de la Unión de Expertos Contables Europeos, calcula el interés normal sobre el **valor total V** que se está buscando, razonando que el comprador invierte V , no A , y que por tanto es V lo que debe rendir el interés normal. Aparece así una **circularidad** — V figura en los dos miembros— que se resuelve despejando algebraicamente. El resultado es **siempre inferior** al de la versión simplificada, porque el interés normal se calcula sobre una base mayor y absorbe parte del superbeneficio. La versión completa es, por tanto, la **más prudente** de los métodos mixtos junto con la de los prácticos.

Método directo o anglosajón · superbeneficio perpetuo capitalizado

$$V = A + (B - i \cdot A) / t_m$$

donde t_m es una **tasa de riesgo** superior al tipo normal i , con frecuencia obtenida multiplicando i por un coeficiente de riesgo, y el superbeneficio se capitaliza a **perpetuidad** en lugar de por un número finito de años.

Llamado también *método de la capitalización del superbeneficio* o método de los anglosajones. Es la variante más generosa, porque supone que la ventaja competitiva **no se erosiona nunca**. Ese supuesto solo se sostiene cuando existe una barrera de entrada muy sólida

y duradera —una concesión administrativa de larga vigencia, una patente esencial, una marca con décadas de historia—, y la prudencia obliga a compensarlo con una tasa t_m elevada. Nótese que dividir por una tasa alta a perpetuidad y multiplicar por un factor de renta temporal a tasa moderada pueden dar resultados parecidos: capitalizar a perpetuidad al 20 por ciento equivale a multiplicar por 5, y actualizar siete años al 12 por ciento equivale a multiplicar por 4,56. La diferencia está en el **relato** que uno esté dispuesto a defender.

MATIZ

No deben confundirse las tres tasas que intervienen en estos métodos. i es el **interés normal del capital invertido**, la rentabilidad de la alternativa: se usa para calcular el superbeneficio. t es la **tasa de actualización del superbeneficio**, más alta que i porque la renta extraordinaria es más incierta: se usa en el factor $a_{(n;t)}$. Y k es la **tasa de capitalización del beneficio total**, la que convierte B en valor de rendimiento B/k en el método de los prácticos. Que en un enunciado aparezca un solo porcentaje no autoriza a usarlo para las tres cosas: hay que decir qué papel se le está dando.

8. Los métodos dinámicos

Los métodos mixtos son una **transacción** entre el patrimonio y la renta. Los dinámicos abandonan el patrimonio por completo: la empresa vale **exclusivamente** lo que sus flujos futuros valen hoy. Es la familia dominante en la práctica profesional y la única coherente al ciento por ciento con el principio de expectativas de futuro.

Descuento de flujos de caja libres · flujos futuros traídos al presente

$$V_{\text{empresa}} = \sum_{j=1}^n [FCL_j / (1 + WACC)^j] + VR_n / (1 + WACC)^n$$

$$V_{\text{recursos propios}} = V_{\text{empresa}} - \text{Deuda financiera neta}$$

donde FCL_j es el flujo de caja libre del año j , $WACC$ el coste medio ponderado del capital y VR_n el valor residual al final del horizonte de proyección.

El método tiene **tres piezas**, y cada una es una decisión.

La proyección del flujo de caja libre. El flujo de caja libre es el efectivo que el negocio genera y que queda **disponible para retribuir a todos los aportantes de fondos**, accionistas y acreedores, antes por tanto de considerar la estructura financiera. Se construye así:

$$\text{FCL} = \text{BAII} \cdot (1 - t) + \text{Amortizaciones} - \text{Inversión en inmovilizado} - \text{Variación de las necesidades operativas de fondos}$$

Se parte del beneficio antes de intereses e impuestos (**BAII**), se le aplica el impuesto que corresponde a ese resultado, se **devuelven** las amortizaciones porque son un gasto que no supone salida de caja, y se **restan** las dos inversiones que sí la suponen: la renovación y ampliación del inmovilizado y el crecimiento del fondo de maniobra operativo (más ventas exigen más existencias y más crédito a clientes). El horizonte explícito de proyección suele ser de **cinco a diez años**: más allá, la proyección año a año es ficción.

El coste medio ponderado del capital.

Coste medio ponderado del capital · media de coste de recursos

$$\text{WACC} = (E / (E + D)) \cdot k_e + (D / (E + D)) \cdot k_d \cdot (1 - t)$$

donde **E** es el valor de los recursos propios, **D** el de la deuda financiera, **k_e** la rentabilidad exigida por el accionista, **k_d** el coste de la deuda antes de impuestos y **t** el tipo del Impuesto sobre Sociedades.

El **WACC** es la tasa de descuento correcta para el flujo de caja libre, porque ese flujo pertenece a los dos tipos de aportante y debe descontarse al coste medio de ambos. La rentabilidad exigida por el accionista **k_e** se estima habitualmente como la suma del tipo libre de riesgo (la deuda pública española a diez años), una prima de riesgo del mercado y un factor de riesgo específico del negocio. El coste de la deuda entra **neto de impuestos**, porque los intereses son gasto fiscalmente deducible: esa es la traducción financiera del ahorro fiscal de la deuda.

El valor residual o de continuidad.

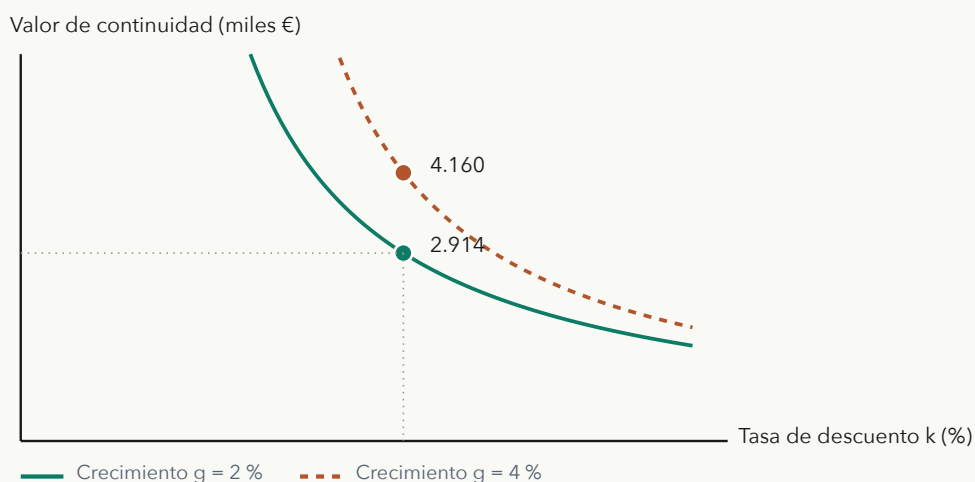
Valor residual · perpetuidad creciente del último flujo

$$VR_n = FCL_n \cdot (1 + g) / (WACC - g)$$

donde g es la tasa de crecimiento a perpetuidad, necesariamente **inferior al WACC** y prudentemente no superior al crecimiento nominal de la economía a largo plazo.

El valor residual recoge todo lo que la empresa valdrá **después** del horizonte explícito, bajo el supuesto de que a partir de entonces crecerá a un ritmo constante y modesto. Es la pieza **más delicada** del método, por dos razones. La primera es que suele representar **entre el 60 y el 80 por ciento** del valor total, de modo que el laborioso trabajo de proyectar cinco años queda subordinado a una fórmula de una línea. La segunda es que el denominador $WACC - g$ es una diferencia pequeña entre dos números grandes, y por tanto **hipersensible**: mover g un punto puede alterar el valor un veinte por ciento. La restricción $g < WACC$ no es un tecnicismo, es una necesidad económica: una empresa que creciera indefinidamente por encima del coste de su capital tendría valor infinito y acabaría absorbiendo toda la economía.

HIPERSENSIBILIDAD DEL VALOR DE CONTINUIDAD A LA TASA DE DESCUENTO Y AL CRECIMIENTO



Se representa la perpetuidad $V = F \cdot (1 + g) / (k - g)$ con un flujo base $F = 200$. Con $g = 2\%$ la curva es $V = 204 / (k - 0,02)$: en $k = 9\%$ vale 2.914 y en $k = 7\%$ sube a 4.080. Con $g = 4\%$ la curva es $V = 208 / (k - 0,04)$: en $k = 9\%$ vale 4.160 y en $k = 15\%$ baja a 1.891.

El descuento de dividendos. Es la variante del método dinámico aplicada al accionista minoritario, que no controla la caja de la empresa y solo percibe lo que se le reparte. En su formulación de crecimiento constante se conoce como **modelo de Gordon-Shapiro**.

Modelo de Gordon-Shapiro · dividendo sobre rentabilidad menos crecimiento

$$V_{\text{acción}} = D_1 / (k_e - g)$$

donde D_1 es el dividendo esperado del próximo ejercicio, k_e la rentabilidad exigida por el accionista y g la tasa de crecimiento constante del dividendo, con $g < k_e$.

Su ámbito propio es la valoración de acciones de compañías **maduras con política de dividendos estable y predecible** —eléctricas, autopistas, banca tradicional—. Su límite es evidente: una empresa que no reparte dividendos porque reinvierte todo su beneficio en crecer valdría cero según el modelo, lo que es absurdo. Aplicado a nuestro caso, con un dividendo del ejercicio corriente de 100, un crecimiento del 3 por ciento y una rentabilidad exigida del 12 por ciento, resulta $D_1 = 103$ y un valor de $103 / (0,12 - 0,03) = 1.144$, cifra sensiblemente inferior a la que arroja el descuento de flujos libres precisamente porque solo computa la mitad del beneficio que se reparte.

9. La valoración por múltiplos comparables

La cuarta familia renuncia a construir el valor y lo **deduce del mercado**: si empresas semejantes se compran a seis veces su resultado bruto de explotación, esta debería valer aproximadamente lo mismo.

Múltiplos comparables · un ratio observado aplicado a esta empresa

$$\text{PER} = \text{Cotización} / \text{Beneficio por acción} \rightarrow V_{\text{recursos propios}} = \text{PER}_{\text{comparable}} \cdot \text{Beneficio neto}$$

$$\text{VE/EBITDA} = \text{Valor de empresa} / \text{Resultado bruto de explotación} \rightarrow V_{\text{empresa}} = \text{múltiplo} \cdot \text{EBITDA}, \text{ y } V_{\text{recursos propios}} = V_{\text{empresa}} - \text{Deuda financiera neta}$$

$$\text{Múltiplo de ventas} \rightarrow V_{\text{empresa}} = \text{múltiplo} \cdot \text{Cifra de negocios}$$

El **PER** o relación precio-beneficio se aplica directamente al beneficio neto y da valor de los **recursos propios**. El múltiplo sobre **EBITDA** —resultado antes de intereses, impuestos y amortizaciones— es el más usado en operaciones de empresa no cotizada, porque el EBITDA es una aproximación a la caja operativa y es **independiente de la estructura financiera y de la política de amortización**, lo que lo hace comparable entre compañías con endeudamientos distintos. Ojo: da valor de **empresa**, y hay que restar la deuda financiera neta para llegar al valor del capital. Los **múltiplos de ventas** son el último recurso, apropiado solo donde no hay beneficio que multiplicar (empresas en crecimiento acelerado) o donde el sector tiene márgenes muy homogéneos.

La cautela. Los múltiplos son una herramienta de **contraste**, no de valoración. Y ello por cuatro razones acumulativas. Primero, exigen **comparables verdaderos**, y en el tejido empresarial español, dominado por sociedades no cotizadas cuyas operaciones no se publican, encontrar cinco transacciones semejantes en tamaño, sector, geografía y momento del ciclo es difícil. Segundo, **importan el estado de ánimo del mercado**: si el sector está sobrevalorado, el múltiplo transmite esa sobrevaloración al informe. Tercero, son **ciegos al riesgo y al crecimiento propios** de la empresa concreta: dos compañías con el mismo EBITDA y perfiles de riesgo opuestos reciben el mismo valor. Y cuarto, requieren **ajustes de tamaño y de liquidez** que a menudo se omiten: una sociedad limitada familiar cuyas participaciones no tienen mercado no debe valorarse al mismo múltiplo que una cotizada líquida, y la práctica aplica descuentos por iliquidez y por falta de control que pueden llegar al treinta por ciento.

10. Cuadro comparativo de los métodos

Método	Fórmula	Ventajas	Inconvenientes	Cuándo se usa
Valor contable	$PN = \text{Activo} - \text{Pasivo exigible}$	Objetivo, inmediato, no discutible	Coste histórico, ignora intangibles y rentabilidad	Referencia mínima y reglas fiscales de cuantificación

Valor contable ajustado	Activo real a valor razonable – Pasivo real	Elimina la distorsión del coste histórico	Sigue ignorando el fondo de comercio	Punto de partida obligado de toda valoración
Valor substancial	Reposición del activo de explotación (– pasivo)	Mide la capacidad productiva real	Coste de reposición difícil de estimar	Base A de los métodos mixtos, empresas intensivas en capital
Valor de liquidación	Realización forzosa – Pasivo – Gastos	Fija el suelo indiscutible	Supone el cese, anula el fondo de comercio	Empresas inviables, concurso, cese decidido
Clásico	$V = A + n \cdot B$ (o $A + z \cdot F$)	Sencillo, arraigado en cada ramo	No descuenta, ignora el interés normal del capital	Traspasos de comercio y despachos profesionales
Prácticos (alemán)	$V = (A + B/k)/2$	Conserva patrimonio y renta, prudente	El coeficiente $\frac{1}{2}$ es puro convenio	Informes periciales, sociedades no cotizadas
UEC simplificada	$V = A + a_{(n;t)} \cdot (B - i \cdot A)$	Cuantifica el fondo de comercio con rigor y lo temporaliza	Tres parámetros subjetivos (i, t, n)	Valoración profesional del fondo de comercio
UEC completa	$V = (A + a_{(n;t)} \cdot B) / (1 + a_{(n;t)} \cdot i)$	Coherente: el interés se exige sobre lo invertido	Circularidad, resultado poco intuitivo	Cuando se quiere el mixto más prudente
Directo o anglosajón	$V = A + (B - i \cdot A) / t_m$	Reconoce ventajas competitivas duraderas	Perpetuidad del superbeneficio poco realista	Concesiones, patentes, marcas muy consolidadas
Descuento de flujos	$\sum \frac{FCL_j}{(1+WACC)^j} + \frac{VR_n}{(1+WACC)^n}$	Metodológicamente el más sólido, coherente con el valor razonable	Muy sensible al WACC, a g y al valor residual	Estándar en compraventa de empresas y <i>due diligence</i>
Gordon-Shapiro	$V = D_1 / (k_e - g)$	Simple, adecuado al minoritario	Inservible si no hay dividendo estable	Acciones de compañías maduras y reguladas
Múltiplos	Múltiplo comparable $\times$ magnitud	Rápido, anclado en precios reales	Comparables escasos, importa el ciclo, ciego al riesgo	Contraste y sanidad del resultado principal

11. El caso: «Talleres Duero, S.L.» valorada por cuatro métodos

Se toma un único caso y se le aplican cuatro métodos, uno de cada familia, para comparar después los resultados. Todas las cifras en **miles de euros**.

Balance contable a 31 de diciembre

Activo	Importe	Patrimonio neto y pasivo	Importe
Nave industrial (neta)	700	Capital social	600
Maquinaria (neta)	500	Reservas	500
Existencias	400	Préstamo bancario a largo plazo	500
Clientes	300	Proveedores y otras deudas	400
Tesorería	100		
Total activo	2.000	Total	2.000

Datos económicos. Beneficio neto normalizado esperado **B = 200**. Cifra de negocios **2.500**. Resultado antes de intereses e impuestos (BAII) **300**. Amortización anual **120**. Tipo del Impuesto sobre Sociedades **25 %**. Interés normal del capital invertido **i = 8 %**. Tasa de capitalización del beneficio total **k = 12,5 %**. Tasa de actualización del superbeneficio **t = 12 %** durante **n = 5 años**. Estructura de financiación objetivo: 60 % recursos propios con **k_e = 12 %** y 40 % deuda con **k_d = 6 %** antes de impuestos.

EJEMPLO

④ Primero. Valor contable ajustado.

El valor contable de partida es el patrimonio neto: $600 + 500 = 1.100$. La tasación y la revisión de saldos arrojan estos ajustes.

Partida	Contable	Valor razonable	Ajuste
Nave industrial	700	1.000	+300
Maquinaria	500	420	-80
Existencias	400	360	-40
Clientes	300	270	-30

Tesorería	100	100	0
Activo real	2.000	2.150	+150

La nave está casi amortizada y vale hoy 1.000 en el mercado. La maquinaria es específica y su valor razonable es inferior al contable. Hay 40 de existencias obsoletas y 30 de clientes en situación de morosidad no provisionada. Aparece además una **deuda no registrada**: un litigio laboral con indemnización probable de 50, que eleva el pasivo exigible de 900 a **950**.

$$\text{VCA} = \text{Activo real} - \text{Pasivo exigible real} = 2.150 - 950 = 1.200$$

El ajuste neto sobre el valor contable es de +100. Como todos los activos están afectos a la explotación y sus valores razonables se aproximan a los de reposición, se toma **A = 1.200** como valor substancial neto para los métodos mixtos.

*A efectos de contraste, el valor de liquidación: en venta forzosa la nave se realizaría por 800, la maquinaria por 250, las existencias por 200 y los clientes por 240, más la tesorería de 100, total 1.590. Deducidos el pasivo exigible de 950 y unos gastos de liquidación de 140 (indemnizaciones y honorarios), el valor de liquidación es de **500**. Ese es el suelo absoluto.*

EJEMPLO

⑤ Segundo. Método de los prácticos o alemán.

Se necesitan las dos magnitudes que el método promedia.

Valor substancial neto: **A = 1.200** (calculado arriba).

Valor de rendimiento: $B / k = 200 / 0,125 = 1.600$. Es lo que valdría la empresa si su beneficio de 200 se percibiera indefinidamente y el inversor exigiera un 12,5 % anual.

$$V = (A + B/k) / 2 = (1.200 + 1.600) / 2 = 2.800 / 2 = 1.400$$

El fondo de comercio implícito es la mitad de la diferencia: $\frac{1}{2} \cdot (1.600 - 1.200) = 200$, esto es, el 14,3 % del valor total. Nótese que el método comprueba antes que nada que existe fondo de comercio: si el valor de rendimiento hubiera sido inferior a 1.200, la media habría quedado por debajo del patrimonio y el resultado sería un *badwill*.

EJEMPLO

⑥ Tercero. Método de la Unión de Expertos Contables Europeos con superbeneficio.

Paso 1. El superbeneficio. El interés normal del capital invertido es $i \cdot A = 0,08 \times 1.200 = 96$.

$$\text{Superbeneficio} = B - i \cdot A = 200 - 96 = 104$$

Paso 2. El factor de actualización de una renta de 5 años al 12 %:

$a_{5;12} = [1 - (1,12)^{-5}] / 0,12$. Como $1,12^5 = 1,762342$, se tiene $(1,12)^{-5} = 0,567427$, luego $a_{5;12} = 0,432573 / 0,12 = 3,604776$.

Paso 3. Versión simplificada. El superbeneficio se actualiza como renta de 5 años:

$$V = A + a \cdot (B - i \cdot A) = 1.200 + 3,604776 \times 104 = 1.200 + 374,90 = 1.574,90$$

El fondo de comercio estimado es **374,90**, el 23,8 % del valor.

Paso 4. Versión completa. El interés normal se exige sobre el valor total buscado, no sobre el patrimonio:

$$V = A + a \cdot (B - i \cdot V) \rightarrow V \cdot (1 + a \cdot i) = A + a \cdot B$$

$$V = (A + a \cdot B) / (1 + a \cdot i) = (1.200 + 3,604776 \times 200) / (1 + 3,604776 \times 0,08)$$

Numerador: $1.200 + 720,96 = 1.920,96$. Denominador: $1 + 0,288382 = 1,288382$.

$$V = 1.920,96 / 1,288382 = 1.490,98$$

El fondo de comercio queda ahora en **290,98**. La versión completa arroja 84 menos que la simplificada, y la razón es precisamente la que se anticipó: al exigir el 8 % sobre 1.491 en lugar de sobre 1.200 —es decir, 119,3 en lugar de 96— el interés normal absorbe una parte mayor del beneficio y deja menos superbeneficio que capitalizar.

Con los mismos datos, el **método clásico** con $n = 2$ daría $1.200 + 2 \times 200 = 1.600$, y en su versión sobre facturación con $z = 0,15$ daría $1.200 + 0,15 \times 2.500 = 1.575$. El **método directo o anglosajón**, capitalizando el superbeneficio a perpetuidad al 20 % (i multiplicado por un coeficiente de riesgo de 2,5), daría $1.200 + 104/0,20 = 1.200 + 520 = 1.720$.

EJEMPLO

⑦ Cuarto. Descuento de flujos de caja libres.

Paso 1. El flujo de caja libre del primer año. El BAI es 300, la amortización 120, la inversión de reposición y crecimiento en inmovilizado 130 y el aumento de las necesidades operativas de fondos 25.

$$FCL_1 = 300 \times (1 - 0,25) + 120 - 130 - 25 = 225 + 120 - 130 - 25 = 190$$

Se proyecta un crecimiento del 3 % anual durante cinco años.

Paso 2. El WACC.

$$\begin{aligned} WACC &= 0,60 \times 12 \% + 0,40 \times 6 \% \times (1 - 0,25) = 7,20 \% + 0,40 \times 4,50 \% \\ &= 7,20 \% + 1,80 \% = 9,00 \% \end{aligned}$$

Paso 3. Actualización de los flujos del horizonte explícito.

Año	FCL	Factor $1/(1,09)^n$	Valor actual
1	190,00	0,917431	174,31
2	195,70	0,841680	164,72
3	201,57	0,772183	155,65

4	207,62	0,708425	147,08
5	213,85	0,649931	138,99
		Suma	780,75

Paso 4. El valor residual, con crecimiento a perpetuidad $g = 2\%$:

$$VR_5 = FCL_5 \times (1 + g) / (WACC - g) = 213,85 \times 1,02 / (0,09 - 0,02) = 218,12 / 0,07 = \mathbf{3.116,05}$$

$$\text{Actualizado al presente: } 3.116,05 \times 0,649931 = \mathbf{2.025,22}$$

Paso 5. Valor de la empresa y de los recursos propios.

$$\text{Valor de empresa} = 780,75 + 2.025,22 = \mathbf{2.805,97}$$

La deuda financiera es el préstamo de 500 y la tesorería es 100, de modo que la **deuda financiera neta** es 400.

$$\text{Valor de los recursos propios} = 2.805,97 - 400 = \mathbf{2.405,97}$$

Dos lecturas obligadas del resultado. La primera: el valor residual pesa 2.025 sobre 2.806, es decir, el **72,2 %** del valor total. Todo el esfuerzo de proyectar cinco años decide menos de un tercio del resultado, y la fórmula del último paso decide casi tres cuartos. La segunda: el fondo de comercio implícito es $2.405,97 - 1.200 = \mathbf{1.205,97}$, la mitad del valor. La empresa vale, según este método, el doble de su patrimonio depurado.

Comparación de los resultados y por qué difieren.

Método	Valor de los recursos propios	Fondo de comercio implícito ($V - 1.200$)	Múltiplo implícito sobre $B = 200$
Valor de liquidación	500	– (no procede)	2,5
Valor contable	1.100	0	5,5
Valor contable ajustado / substancial	1.200	0	6,0
Descuento de dividendos (Gordon)	1.144	–56	5,7

Método de los prácticos	1.400	200	7,0
UEC completa	1.491	291	7,5
UEC simplificada	1.575	375	7,9
Método clásico (n = 2)	1.600	400	8,0
Método directo o anglosajón	1.720	520	8,6
Descuento de flujos de caja libres	2.406	1.206	12,0
Contraste por múltiplos (VE/EBITDA = 6 sobre EBITDA 420)	2.120	920	10,6

Los resultados se despliegan en un abanico que va de 500 a 2.406, casi cinco veces. La dispersión **no** es un defecto de cálculo: es la consecuencia lógica de que cada método responde a una pregunta distinta.

- El **valor de liquidación** (500) responde a «¿cuánto obtendría si cierro?». Es el más bajo porque destruye la organización y con ella el fondo de comercio, y además carga con los gastos de cierre.
- El **valor contable ajustado** (1.200) responde a «¿cuánto patrimonio hay, valorado a precios de hoy?». No incorpora expectativa alguna, y por eso equivale a afirmar que la empresa gana exactamente lo normal.
- Los **métodos mixtos** (1.400 a 1.720) responden a «¿cuánto patrimonio hay **más** una renta extraordinaria que se agotará?». Su rango es estrecho porque todos parten del mismo suelo de 1.200 y solo discrepan en cuántos años y a qué tasa sobrevive un superbeneficio de 104. La ordenación interna es la esperable: prácticos y UEC completa son los prudentes, el clásico y el directo los generosos, y la UEC simplificada queda en medio.
- El **descuento de flujos** (2.406) responde a «¿cuánto valen los flujos que este negocio generará **para siempre**?». Es el más alto por tres motivos acumulativos: incorpora **crecimiento** (3 % en la proyección y 2 % a perpetuidad), mientras que los mixtos suponen un beneficio constante; **no agota** la renta extraordinaria en cinco años; y **descuenta al 9 %**, tasa muy inferior al 12 o el 20 por ciento que los mixtos aplican al superbeneficio. Cualquiera de las tres diferencias explica por sí sola una parte importante del salto.

- El **descuento de dividendos** (1.144) queda incluso por debajo del patrimonio, y no porque la empresa destruya valor, sino porque solo computa el 50 por ciento del beneficio que se reparte. Es la prueba de que el método valora la **posición del minoritario**, no la empresa.
- El **contraste por múltiplos** (2.120) confirma el orden de magnitud del descuento de flujos, lo que es una buena señal: cuando el método principal y el contraste de mercado apuntan a cifras próximas, el informe gana solidez.

La conclusión práctica es que un informe honrado no elige un número: presenta el **intervalo** —aquí, un rango razonable de 1.400 a 2.400 para una empresa en marcha— identifica el método principal (el descuento de flujos, por ser el único metodológicamente completo), usa los mixtos como **contraste conservador** y el valor de liquidación como **suelo**, y explica con transparencia las tres o cuatro hipótesis de las que depende todo lo demás: el beneficio normalizado, la tasa de descuento, el crecimiento a perpetuidad y el número de años que se le concede al fondo de comercio.

RECUERDA

Cuatro cifras y una jerarquía. **Suelo**: valor de liquidación. **Referencia patrimonial**: valor contable ajustado o substancial, que equivale a suponer fondo de comercio nulo. **Contraste prudente**: métodos mixtos, con el superbeneficio $B - i \cdot A$ actualizado n años a la tasa t . **Valor principal**: descuento de flujos de caja libres al **WACC**, sin olvidar que el valor residual pesa dos tercios o más del total. Y sobre todo: el fondo de comercio no se valora nunca de forma autónoma, sino como **diferencia** entre el valor de la empresa en funcionamiento y el valor de su patrimonio.

TU OPOSICIÓN, EN UNA APP



El temario que tienes en las manos cobra vida en la app Persevera, con todo para estudiarlo:

tests · psicotécnicos · flashcards con repaso espaciado · supuestos
cursos · simulacros · mapas mentales · tutor IA · planificador

7 días de prueba · Suscripción sin permanencia: cancelas cuando quieras.



APP STORE

para iPhone y iPad



GOOGLE PLAY

para Android



EN LA WEB

app.perseveraoposiciones.com

DEL MISMO EQUIPO



Eroodite — Estudia cualquier cosa con IA

Persevera es para tu oposición. **Eroodite, para todo lo demás:** tu carrera universitaria, otras oposiciones o cualquier material que caiga en tus manos. Sube tus apuntes, PDFs, vídeos de YouTube o fotos y su inteligencia artificial te crea al momento exámenes, fichas de repaso, resúmenes y mapas mentales. Con un tutor con IA que resuelve dudas —hasta las que le haces una foto—, repaso espaciado y modo concentración.

Tus apuntes, listos para estudiar en segundos. Empieza gratis.

**APP STORE**

para iPhone y iPad

**GOOGLE PLAY**

para Android