

# Afi Informe Semanal (SAIE)

Nº 245

## Valoración de Participaciones Minoritarias: la importancia del dividendo



La **adquisición de una participación minoritaria** implica la ausencia de control para el inversor y debe valorarse como una inversión financiera basada en la obtención de un retorno, el dividendo, sobre el que no se tiene poder de decisión. Los dividendos son para muchos inversores la principal motivación para participar en compañías en las que la atractiva rentabilidad por dividendo compensa el efecto de las minusvalías en precio.



Afi

c/ Españaoleto, 19  
28010 Madrid  
Tlf.: 34-91-520 01 71  
Fax: 34-91-520 01 67  
e-mail: [saie@afi.es](mailto:saie@afi.es)  
[www.afi.es](http://www.afi.es)

Un inversor que adquiere una participación de control está dispuesto a pagar un sobreprecio respecto al minoritario por ejercer una influencia significativa en la empresa adquirida. La justificación económica de esta prima es la mejora en la gestión y las sinergias creadas, que aumentan el valor para el comprador.

Los métodos de valoración de empresas más utilizados en la práctica, como el descuento de flujos y los multiplicadores, aproximan el valor de participaciones minoritarias. En el primer caso, porque incorpora un escenario de proyección de la empresa en continuidad, sin introducir mejoras en la gestión, como consecuencia de un cambio de control en la misma, y, en el segundo, porque se toman como referencia valores cotizados cuyo precio se determina teniendo en cuenta transacciones minoritarias.

Estas circunstancias justifican que, en algunas valoraciones, se incorpore la prima de control como una variable más en el proceso de negociación del precio. No obstante, el importe de dicha prima y su aplicación deben evaluarse individualmente para cada empresa, transacción y metodología de valoración aplicada, a fin de determinar cuándo y en qué cuantía corresponde aplicarla para determinar el precio de las acciones.

Del mismo modo que se incorpora el efecto positivo del control, en determinadas valoraciones resulta necesaria la aplicación de algún ajuste que recoja la ausencia de control o el «efecto minoría» que imposibilita la toma de decisiones de forma directa e independiente. Es el caso de empresas en las que la falta de control limita la capacidad del inversor para llevarse los flujos de la empresa, como puede suceder en participaciones minoritarias en compañías extranjeras o en sociedades pequeñas y/o de carácter familiar, en las que los accionistas muy minoritarios no tienen ningún poder de decisión. En estas circunstancias se justifica la incorporación de algún tipo de penalización por la ausencia de control en la sociedad. Este descuento podría ser la inversa de la prima de control.

No obstante, en estos casos, dado que el minoritario no participa en la toma de decisiones y no puede repartirse los flujos generados, su remuneración está vinculada exclusivamente a los dividendos que los accionistas mayoritarios decidan repartir. En este sentido, el método de valoración teóricamente aplicable a una participación minoritaria es el descuento de dividendos.

### ***El descuento de dividendos***

El método de capitalización de dividendos es el más adecuado para valorar participaciones minoritarias, ya que el comprador de paquetes minoritarios de acciones participa en una empresa con una orientación financiera, básicamente cobrar los dividendos y liquidar la inversión realizada con un precio superior al de compra.

Dado que el minoritario no participa en la toma de decisiones y no puede repartirse los flujos generados, su remuneración está vinculada exclusivamente a los dividendos que los accionistas mayoritarios decidan repartir, que son los flujos utilizados para valorar la inversión, descontados a la rentabilidad exigida por el accionista -«Ke»-:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \frac{D_3}{(1+k_e)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+k_e)^n}$$

O bien, si se asume que los dividendos de la empresa crecen a una tasa constante  $g$  perpetua:

$$P_0 = \frac{D_1}{(k_e - g)}$$

El método de descuento de dividendos, tiene importantes limitaciones derivadas de que, para su aplicación, es necesario que la compañía tenga un historial de reparto de dividendos y una política regular de distribución de beneficios, además de expectativas de reparto futuras.

No todas las compañías tienen un largo historial de reparto de dividendos y, salvo empresas cotizadas, en las que el dividendo actúa como señal informativa al mercado, en la empresa española, fundamentalmente las de carácter familiar, hay una ausencia prácticamente total de dividendos. En estos casos, y ante la falta de datos para aplicar este método, se podrían asimilar los dividendos de la compañía a los de su sector, partiendo de la base de que las empresas del mismo tenderán a adoptar políticas similares a las de sus competidores para seguir contando con el apoyo de sus accionistas.

### ***El papel de los dividendos***

Los dividendos desempeñan un papel fundamental en la política de la empresa, especialmente importante en el caso de compañías cotizadas, ya que el mercado interpreta el pago de dividendos como una señal de la buena salud económico-financiera de la sociedad, que demuestra disponibilidad de tesorería, capacidad de endeudamiento y expectativas de generación de beneficios futuros.

En 2008, de las 133 empresas que forman parte del mercado continuo español, 79 repartieron dividendo, de ellas 14 pertenecen al sector financiero.

En la situación actual, dado el negativo comportamiento de los mercados de renta variable, la retribución vía dividendos ha ganado importancia para mantener a los inversores más conservadores y captar a otros que actúan en el largo plazo llevando a cabo estrategias de inversión basadas en la retribución vía dividendos.

Las compañías conocen este hecho y, a pesar de la caída de los beneficios en 2008, han mantenido estable su política de dividendos, lo que ha supuesto que tengan que destinar un mayor porcentaje de su resultado a retribuir al accionista. Este porcentaje, (*payout*) se situó en 2008 en un 47% en promedio entre las empresas del mercado continuo español. Los fondos repartidos como dividendos dejan de poder ser utilizados por la empresa para realizar inversiones que impliquen crecimiento y que, si son más rentables que el coste de los recursos, aportarían valor a la empresa. Por ello, la evidencia empírica muestra que las empresas que pagan más dividendos (como porcentaje de sus beneficios) no tienen por qué obtener un mayor crecimiento en la cotización de sus acciones. De este modo, la rentabilidad por dividendo medida de forma estática tiene una utilidad limitada como indicador de valor, sólo relevante en valores muy defensivos.

En 2008, la caída de las cotizaciones ha impulsado al alza la rentabilidad por dividendo de las compañías cotizadas españolas, que, en promedio, se situó en un 4,8%. Quince empresas alcanzaron una rentabilidad superior al 7% y cuatro compañías (Antena 3, Telecinco, Santander y BME) superaron el 10%.

<b>Empresas con mayor rentabilidad por dividendo</b>		
	Rentabilidad dividendo (%)	Payout (%)
Gestevisión Telecinco	15,47	88,70
Bolsas y Mercados Espanoles	11,97	91,33
Banco Santander	11,36	51,10
Antena 3 Televisión	10,67	86,06
Cementos Portland	9,88	49,83
Banco Popular Español	9,77	55,22
Sacyr y Vallehermoso	9,32	35,42
BBVA	8,84	42,23
Criteria CaixaCorp	8,46	77,73
Banco Español Crédito	8,37	49,51
Fuente: Fact Set.		

Por sectores, el de medios de comunicación es el que ofreció en 2008 rentabilidades más atractivas, así como tasas de reparto más altas, seguida del sector financiero y el de *utilities*.

**Payout y rentabilidad por dividendo por sectores Mercado Continuo Español**

	NUMERO EMPRESAS	PAYOUT (%)	RENTABILIDAD DIVIDENDO (%)
FINANCIERO	14	44,23	6,48
ALIMENTACIÓN	6	37,63	2,54
AUTOMÓVIL	1	30,00	3,90
CONSTRUCCIÓN	10	43,22	4,53
AUTOPISTAS	1	62,84	4,67
COMUNICACIÓN	4	61,10	8,98
FARMACÉUTICO	4	51,61	3,51
UTILITIES	7	58,37	5,25
TELECOMUNICACIONES	3	48,15	4,49
RENOVABLES	2	25,92	1,47
PETRÓLEO GAS	2	47,88	4,84
INDUSTRIAL	13	44,33	4,75
INMOBILIARIO	3	43,33	5,95
HOTELES	2	14,01	1,53
TRANSPORTE	1	49,91	0,51
MODA	2	50,26	4,64
OTROS	4		
<b>TOTAL PROMEDIO</b>	<b>79</b>	<b>47,12</b>	<b>4,83</b>

Fuente: Fact Set.

En el entorno actual, tanto las valoraciones realizadas según la capitalización de dividendos como las decisiones de inversión tomadas a partir de las políticas de retribución presentan limitaciones derivadas de 1) la expectativa desfavorable de dividendos futuros de las compañías y 2) la posibilidad de obtener minusvalías en las inversiones (por las caídas del precio) que neutralizarían los pagos recibidos vía dividendos.

Por ello, aunque los dividendos constituyen una referencia adecuada para la valoración de participaciones minoritarias, se debe limitar su alcance a determinadas empresas que, por su trayectoria, situación actual y expectativas futuras, aseguren una estabilidad en su política de retribución al accionista.