



---

# **Universidad de Valladolid**

**Facultad de Ciencias Económicas y  
Empresariales**

**Grado en Derecho y Administración y  
Dirección de Empresas**

**Título del Trabajo Fin de Grado:  
Valoración de las participaciones de  
socios minoritarios**

Presentado por:

***Alejandra González García***

Tutelado por:

***Gabriel de la Fuente Herrero***

*Valladolid, 4 de julio de 2019*

## RESUMEN

En el contexto empresarial, uno de los conceptos con mayor protagonismo es el valor de la empresa, no solo por ser el elemento a maximizar, sino también por su variedad de significados. En relación con dos de ellos, el valor razonable de mercado, y el valor teórico, aparece el término de “descuento minoritario implícito” o DMI, que, a su vez, hace referencia a dos tipos de accionistas: mayoritarios o con poder de control de las operaciones de la empresa, y minoritarios, carentes de dicho poder. El DMI surge de la idea de que un hipotético comprador ofrecerá un precio superior por acciones mayoritarias que por minoritarias, de manera que el valor razonable de mercado de las últimas acciones deberá rebajarse en la cuantía del DMI. No obstante, a pesar de su configuración lógica inicial, el DMI no encuentra fundamento alguno en la teoría financiera, sino que, al contrario, el análisis del término ha arrojado evidencia en contra de la existencia práctica y real del DMI.

Palabras clave: descuento minoritario implícito, valor razonable de mercado, accionistas minoritarios, accionistas mayoritarios

## ABSTRACT

Value of the company, the most-wanted in the entrepreneurial environment and yet, so many ways to approach it. Among the different definitions of the term, *fair market value* and *enterprise value* have significant relevance in appraisal matters, given the fact that a newly-born concept arises in relation with those two meanings. Such concept is known as “implicit minority discount” or IMD, and is also connected to the existence of majority shareholders (right owners of the power of control within the company), and minority shareholders (devoid of such rights). IMD results from the thought that a hypothetical buyer would offer a higher price for majority shares than for minority shares; thus, minority shares’ fair market value should be corrected, downwards, by the IMD amount. Despite the apparent logic of IMD, there is no theoretical basis supporting its implementation; to the contrary, research has pointed out some counterarguments that deny the real presence of IMD in finance.

Key-words: implicit minority discount, fair market value, minority shareholders, majority shareholders.

JEL: G032, G034, K41

## ÍNDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	4
<b>2. TRATAMIENTO DEL DESCUENTO MINORITARIO IMPLÍCITO EN LA JURISPRUDENCIA</b> .....	6
<b>2.1. LA JURISPRUDENCIA ESTADOUNIDENSE</b> .....	6
<b>2.2. LA JURISPRUDENCIA EUROPEA</b> .....	12
2.2.1. Jurisprudencia francesa.....	12
2.2.2. Jurisprudencia española.....	15
<b>3. ANÁLISIS DEL FUNDAMENTO DEL DESCUENTO MINORITARIO IMPLÍCITO</b> .....	19
<b>3.1. EL VALOR DE LA EMPRESA</b> .....	19
<b>3.2. LA PRIMA DE CONTROL</b> .....	24
<b>3.3. EL VALOR DE LA VENTA A UN TERCERO</b> .....	27
<b>4. A FAVOR Y EN CONTRA DEL DMI: RAZONES DE SU ACEPTACIÓN Y DISCONFORMIDAD CON LAS MISMAS</b> .....	29
<b>5. CONCLUSIONES</b> .....	33
<b>6. BIBLIOGRAFÍA</b> .....	35
<b>7. WEBGRAFÍA</b> .....	36
<b>8. JURISPRUDENCIA CITADA</b> .....	37
<b>ANEXO</b> .....	38

## 1. INTRODUCCIÓN

En el mundo de las finanzas y sus grandes representantes, las empresas, se gira continuamente en torno al objetivo fundamental de estas, que no es otro que la maximización de su valor. A esta conclusión se puede llegar a través de diversos modelos, imperantes en mayor o menor medida en concretos momentos de la historia, que no obstante difieren en su concepción del término “valor”; así, en el modelo neoclásico, el valor de una empresa estará determinado por la capacidad de sus activos de generar renta, mientras que en el modelo contractual, se tiene en cuenta el valor de las rentas de los demandantes residuales, unido a otros como el valor del capital humano, o la reputación. Adoptar una u otra definición tendrá consecuencias para los *stakeholders* o partes interesadas en la empresa, en particular para los accionistas, y por ello conviene estandarizar lo que se entiende por “valor” de una empresa.

En relación con la anterior falta de consenso, surgen problemas de valoración entre empresas que utilizan distintas terminologías y que finalmente deciden acudir a los tribunales para que sean éstos quienes decidan qué concepto debe prevalecer. Se introduce aquí el concepto de *fair value* o valor razonable, que de nuevo puede tener diversos significados, principalmente dos. El primero de ellos identificaría el valor razonable con el valor razonable de mercado (*fair market value*), es decir, aquella suma que pagaría un hipotético comprador en el mercado; mientras que el segundo se refiere a valor razonable como el valor teórico de la empresa, obtenido conforme a los fundamentos teórico-financieros a partir de modelos de valoración (*enterprise value*).

Para completar el marco de referencia, es preciso puntualizar la frecuente existencia en el seno de una empresa de accionistas mayoritarios y minoritarios, siendo los primeros aquellos que poseen el poder para controlar las operaciones de la empresa, en contraposición con los segundos. Este hecho no es inocuo sino relevante a la hora de resolver los problemas de valoración, sobre todo en el caso de utilizar para ello el valor razonable de mercado, por lo siguiente: un hipotético comprador ofrecería un precio menor por acciones minoritarias que por acciones mayoritarias, ya que aquellas no le permitirían participar en el control de la empresa. Por tanto, el valor razonable de mercado debería

corregirse mediante lo que se conoce como el “descuento minoritario implícito” (DMI) o *implicit minority discount*. No son pocos los tribunales que han apelado a este concepto, tanto a favor como en contra, siendo especialmente relevante el caso de Estados Unidos, donde la jurisprudencia a este respecto es cuantiosa.

No obstante lo anterior, no existe evidencia empírica o financiera que afirme la premisa fundamental del DMI, es decir, que las diferentes clases de acciones coticen en el mercado a distintos precios en función de si comprenden o no derechos de control en la empresa.

El objetivo de este Trabajo de Fin de Grado, a la luz de todo lo anterior, será analizar las raíces y orígenes del DMI, así como sus fortalezas y debilidades y su implicación en la valoración de empresas por parte de los tribunales. Para ello, primero se realizará acercamiento al DMI desde la perspectiva de la jurisprudencia estadounidense y europea (francesa y española), examinando las causas de su aceptación o detracción en una serie de contextos que abarcan tanto disoluciones de sociedades como operaciones *squeeze-out*, e incluso situaciones en un ámbito no mercantil sino tributario. Después de esta panorámica general, se abordará el plano teórico-financiero del DMI y estudiará conceptos claves en el mundo de las finanzas para determinar si existe una base teórica sólida que sustente la utilización del DMI. Conociendo la aplicación práctica y el análisis teórico, del cual se verá que no se extrae fundamento alguno para el DMI, por último, se explicarán los motivos que llevan a la aplicación de aquel, dado su falta de encuadramiento teórico.

## 2. TRATAMIENTO DEL DESCUENTO MINORITARIO IMPLÍCITO EN LA JURISPRUDENCIA

### 2.1. LA JURISPRUDENCIA ESTADOUNIDENSE

HAMERMESH et al. (2007) realizan un importante análisis sobre la evolución de la jurisprudencia de la Corte Suprema del Estado de Delaware en lo que al DMI se refiere<sup>1</sup>. un primer momento, la Corte se muestra reticente a considerar que la cotización de las acciones en el mercado represente de manera precisa la parte proporcional del valor de la empresa en funcionamiento. Así, en *Chicago Corp v. Munds*, en 1934, la Corte se expresa en los siguientes términos:

“Even when conditions are normal and no economic forces are at work unduly to exalt or depress the financial hopes of man, market quotations are not safe to accept as unerring expressions of value.”  
(Hamermesh et al., 2007 :8).

En *Munds* tampoco se encuentran argumentos a favor de que los precios de mercado sistemáticamente sean inferiores al valor de la empresa, o, dicho de otra manera, no se sustenta la existencia de un DMI.

La Corte comienza a aceptar la cotización de las acciones como prueba del valor razonable de una empresa en 1950, cuando en *Tri-Continental Corp. v. Battye* decide reducir el valor neto de los activos de la compañía en cuestión (General Shareholdings) en un 25% para llegar así al valor razonable. La causa era que

---

<sup>1</sup> El hecho de que la mayor parte de la casuística estadounidense relacionada con el DMI se encuadre en el Delaware no es arbitraria o casual, sino que se basa en la consideración de este Estado como “paraíso fiscal”. En el Informe nº 38 de Oxfam Intermón, se pone de manifiesto que, en 2014, 417 filiales de empresas del Ibex-35 (un 47% del total) estaban domiciliadas en Delaware (Oxfam Intermón, 2016 :19), aunque en términos relativos es incluso más significativo el hecho de que más de un millón de empresas estén domiciliadas en un territorio que, a octubre de 2015, contaba con una población de 941.600 habitantes (Raga, 2016). Uno de los factores que llevan a más del 50% de las empresas de la lista Fortune 500 a elegir Delaware como su base legal y fiscal son las características de su aparato judicial, relativamente poco costoso y rápido a la hora de resolver las disputas entre empresas domiciliadas en dicho Estado (Wink, 2016).

el valor neto de los activos excedía en dicho porcentaje el valor de mercado total de las acciones en circulación, de manera que la Corte entendió aplicable el descuento dado que la única forma que tiene un accionista de un fondo de inversión de capital fijo con apalancamiento (como era General Shareholdings) de obtener el valor de sus acciones es venderlas en el mercado, y por ello, debe venderlas a un precio descontado. En las propias palabras de la Corte: “the only way in which a common stockholder of a going closed-end company with leverage can obtain the value of his stock is by the sale of it on the market [...] at a discount.” (Hamermesh et al., 2007 :10).

Con este caso, la Corte no solo pasa a tomar en consideración el precio de mercado de las acciones a la hora de valorar, sino también que el valor de mercado de la empresa puede ser menor que el valor neto de los activos, y por consiguiente, que las acciones pueden cotizar a un valor menor o “descontado”. Esta implicación se convertirá una de las bases sobre las que la propia Corte sustentará en momentos posteriores la aplicación general del DMI.

El paulatino proceso continúa en 1985, cuando en *Smith v. Van Gorkom*, la Corte establece que “publicly-traded stock price is solely a measure of the value of a minority position and, thus, market price represents only the value of a single share” (Hamermesh et al., 2007 :12), sugiriendo que todas las acciones cotizadas se ven afectadas por un descuento derivado de su condición como minoritarias, aunque no afirmándolo de manera directa. No obstante, el criterio sigue sin ser uniforme, ya que en otros casos como *Cavalier Oil Corp. v. Harnett*, en 1989, la Corte no aporta argumento alguno a favor de que todas las acciones cotizadas sean acciones minoritarias o sometidas a un descuento.

La primera referencia directa al DMI aparece en *In re Radiology Associates*, un caso de 1991 en el que la Corte se apoyó para su decisión en la valoración mediante flujos de caja actualizados (*discounted cash flow analysis* o DCF) por presentada por la perita de la parte demandante, Anna Danyluk. Sin embargo, la propia perita sostuvo que su valoración estaba subestimada debido a que llevaba incorporado un descuento minoritario implícito; de esta forma, su análisis no atribuía a la compañía un valor superior al precio de mercado, y por ello, procedió a aplicar un incremento del 30% sobre el resultado inicial para representar aproximadamente la prima que debería tener la empresa en el mercado -“to

represent a fair estimate for premiums over market price” (Hamermesh et al., 2007 :17)-. La Corte rechazó dicho ajuste sobre la base de que el modelo de valoración de los flujos de caja actualizados no necesita la aplicación de primas ni descuentos para reflejar de manera completa el valor de la empresa –“the discounted cash flow analysis fully reflects this value without need for an adjustment” (Hamermesh et al., 2007 :17)-.

Por tanto, el DMI, o, mejor dicho, una mala interpretación del DMI (ya que se está aplicando no al precio sino al valor estimado por flujos de caja descontados), es rechazado de plano por la Corte en su primer acercamiento específico; mismo tratamiento correrá en *Salomon Bros. v. Interstate Bakeries Corp.*, en 1992, donde el perito del demandante procede a aumentar en un 15% el resultado de su análisis mediante el método de los múltiplos de valor para compensar por un descuento minoritario implícito -aunque en este caso no estaría mal aplicado ya que el método de valoración utilizado no es el DCF-. No obstante, se consideró que no quedaba suficientemente acreditado si el ajuste del 15% se aplicaba para determinar el valor razonable de la empresa en funcionamiento o, por el contrario, si se aplicaba para representar el valor de adquisición, como una simple prima. En las propias palabras de uno de los expertos consultados (el Vicerrector), “the petitioner’s expert had failed to demonstrate why his 15% adjustment yielded a fair value for the entire company on a going concern basis rather than a premium value, as is often offered in an acquisition” (Hamermesh et al., 2007 :17).

En función de esta trayectoria inicial de rechazo hacia el DMI, se hace difícil comprender el radical cambio de perspectiva de la Corte en *Hodas v. Spectrum Technology, Inc.*, en el propio 1992 y mediante la intervención de dos sujetos ya mencionados: el mismo Vicerrector que meses antes habría negado la aplicación del DMI, y Anne Danyluk, que en este caso actuaba como perita para la parte demandada. A pesar de encontrarse en el lado al que beneficiaba la valoración más baja, Danyluk añadió una prima del 30% al resultado derivado de utilizar el método de los múltiplos de valor, ya que el ratio empleado refleja un precio unitario de las acciones cotizadas y, por tanto, incluye un descuento minoritario. Como era de esperar, la parte demandante no ofreció resistencia alguna a dicho ajuste, y así se recogió en la decisión final sin comentario o apunte por parte del

Vicerrector. Así, el DMI se abrió paso en la jurisprudencia de Delaware no mediante reflexión o constatación de ser lo adecuado, sino de una forma prácticamente accidental o por defecto.

La dinámica continúa en *Kleinwort Benson Ltd. v. Silgan Corp.*, en 1995, en la cual el experto presentado por la parte demandante añade una prima del 86% al resultado obtenido de un análisis mediante múltiplos de valor. El perito designado por la Corte no se opone a esta modificación, es más, la avala al considerarla necesaria para eliminar el descuento minoritario inherente a las acciones cotizadas -“some premium was necessary to remove the minority discount inherent in publicly traded stock” (Hamermesh et al., 2007 :19)-. Todo ello, a pesar de la puntualización de la defensa de la parte demandada indicando que dicha prima era contraria a la ley de Delaware y a la jurisprudencia de la propia Corte (recordemos *Salomon Bros.*). El argumento que se da es que la base es diferente para ambos casos, ya que en *Kleinwort* se “descubre” que “the market price for publicly traded stock includes a minority discount” (Hamermesh et al., 2007 :19). Como consecuencia de ello, finalmente, la parte demandada consiente aplicar una prima estimada del 12,5% en representación del DMI, lo cual es aceptado por la Corte al considerar que “choosing a zero adjustment ‘was more arbitrary than endeavoring to find its true value’” (Hamermesh et al., 2007 :19). De esta manera, al igual que en *Hodas*, de nuevo se contradice la jurisprudencia instituida en *Salomon Bros.*

Hasta ahora, la aplicación de una prima para contrarrestar el DMI, como había ocurrido en los dos casos anteriores, no tenía un fundamento sólido sino más bien fortuito y dependiente de la consistencia del testimonio de los expertos. En 1999, en *Le Beau v. M.G. Bancorporation, Inc.*, entra en escena un tratado en el que interviene el experto del demandado que servirá como base teórica para la existencia del DMI, incluso en contra del análisis del propio experto. Y es que éste, en contestación a la demanda, presenta unos resultados que la parte demandante considera inadecuados por incluir un descuento minoritario -“a built-in minority discount” (Hamermesh et al., 2007 :21)-, en contraposición a la tesis sostenida por dicho experto en la publicación en que colabora, apoyando la necesidad de corregir el DMI. El argumento de la parte demandante es aceptado en los siguientes términos: “the valuation literature, including a treatise

coauthored by [the respondent's expert] himself, supports that position, and respondents have introduced no evidence to the contrary" (Hamermesh et al., 2007 :21).

Se llega así a una etapa en la que el DMI pasa de *poder* ser tenido en cuenta a *deber* ser tenido en cuenta, sobre todo cuando no se conseguía rebatir su existencia. El DMI era ya en 2004 un elemento más a considerar a la hora de realizar una valoración, colocándose de manera generalizada en un 30%. *Doft & Co. v. Travelocity.com Inc.* representa el culmen de la evolución doctrinal, expresándose la Corte de la siguiente forma:

"Delaware law recognizes that there is an inherent minority trading discount in a comparable company analysis... [and] the court, in appraising the fair value of the equity, 'must correct this minority trading discount by adding back a premium designed to correct it'" (Hamermesh et al., 2007 :23).

Las cosas no han cambiado desde dicha sentencia, y parece que el DMI se ha implantado de forma definitiva en la jurisprudencia de Delaware en todo lo referido a ajustar las valoraciones derivadas de análisis de múltiplos de valor, a diferencia del caso en que las valoraciones se originan en el análisis de flujos de caja descontados, para las que no procede idéntico ajuste -"they have not yet accepted it as a matter of law and continue to reject it in the absence of persuasive evidence" (Hamermesh et al., 2007 :25)-.

Siguiendo con el estudio jurisprudencial en Estados Unidos, MOLL (2004) analiza varias decisiones de diferentes Estados con importancia no solo respecto al DMI sino también en relación con la concepción de valor razonable o *fair value*. Por ejemplo, en *Advanced Communication Design, Inc. v. Follet*, en el año 2000, un tribunal de Minnesota incrementó la valoración de \$46,665 arrojada por el perito, a \$475,382, más de diez veces la cifra pericial. Ello respondía a las diferentes definiciones de valor razonable utilizadas para llegar a uno y otro resultado. Así, el valor alcanzado por el perito se basa en el valor razonable de mercado, según el cual se evalúan las acciones (en este caso, acciones correspondientes a una minoría de accionistas, en concreto, a un tercio) en función de lo que un hipotético comprador estaría dispuesto a pagar por ellas.

Dado que, por definición, las acciones minoritarias no conllevan una posición de control, dicho comprador ofrecería una cantidad menor o *descontada* por estas acciones minoritarias que por otras que permitan participar en las decisiones de control de la empresa -es decir, lo que hemos venido denominando DMI-. El perito reduce en este caso en un 75% el valor razonable que alcanza, en concepto de DMI.

Sin embargo, el valor que el tribunal considera adecuado se consigue simplemente obteniendo un tercio del valor del conjunto de la empresa, es decir, a través de un valor prorrateado.<sup>2</sup>

En *Brown v. Allied Corrugated Box Co.* (Ct. App., en el año 1979), el tribunal de apelación del Estado de California rechazó la existencia de un DMI en la valoración de las acciones de una sociedad en disolución, argumentando que en dicho proceso se otorga un precio por acción equivalente para todos los accionistas, mayoritarios y minoritarios. En las propias palabras del tribunal:

“Upon distribution of the dissolution proceeds each of the shareholders would have been entitled to the exact same amount per share, with no consideration being given to whether the shares had been controlling or noncontrolling” (Moll, 2004 :346-347).

De igual manera, en *McKesson Corp. v. Islamic Republic of Iran* (Columbia, en el año 2000) se indica que, a la hora de valorar acciones minoritarias que van a ser adquiridas por los accionistas mayoritarios o por la propia compañía, no hay cabida a la consideración de un DMI que disminuya la valoración de dichas acciones, ya que ello implicaría un beneficio extraordinario para los compradores (a grandes rasgos, se estarían haciendo con unas acciones que en su situación actual no conllevan una posición de control pero que sí lo harán una vez cambien

---

<sup>2</sup> Cabe destacar que, en este caso, incluso si perito y tribunal hubieran utilizado el mismo concepto de valor de la empresa (*fair market value* o *enterprise value*), se hubieran obtenido resultados diferentes, dado que uno y otro llegan a valoraciones totales de la empresa distintas. En efecto, mientras que el perito valora la empresa en \$875,000, el tribunal lo hace en \$1,426,143. Para comparar la verdadera repercusión del DMI, se debe emplear el mismo valor total de la compañía. Por otra parte, no se menciona en el caso el modelo utilizado para obtener la valoración total de la empresa ni por parte del perito ni por parte del tribunal, por lo que, en la práctica, se hace difícil analizar la procedencia o no de la aplicación del DMI.

de manos). La Corte de Columbia, competente en este caso, dice textualmente lo siguiente:

“[...] when a court is required in an appraisal action to value a minority interest which is being purchased by the majority shareholder or the corporation itself, then no minority or lack of marketability discount is appropriate. [...] Courts rejecting the minority discount have reasoned that the application of the discount would provide the majority with a windfall because they would receive a controlling level of value from the newly obtained shares but only have to pay a non-controlling price for them” (McKesson Corp. v. Islamic Republic of Iran, 116F. Supp. 2d 13).

Las anteriores decisiones, analizadas por MOLL (2004), solo son muestras de sentencias que niegan la existencia o desaconsejan la utilización del DMI. En este trabajo no se entra a estudiar la evolución jurisprudencial que se haya podido producir en otros Estados, de igual manera que en Delaware, pues ésta se considera la más relevante. Simplemente se mencionan decisiones de diferentes Estados a modo de prueba de que el DMI no es una verdad universal ni aceptada mundialmente, lo cual servirá de base para la Parte II del presente documento.

## **2.2. LA JURISPRUDENCIA EUROPEA**

### **2.2.1. Jurisprudencia francesa**

Una de las sentencias más recientes es la sentencia nº 16/14298, dictada por la Cour d'Appel de Aix-en-Provence el 21 de junio de 2018, y que versa sobre la valoración de un paquete de participaciones minoritario adquirido mortis causa. Los causahabientes que heredan dicho paquete no son aceptados como socios por la sociedad SARL CONSEIL PLUS INGÉNIERIE<sup>3</sup>, quien por el contrario les propone adquirir sus participaciones por una suma de 204.300 €. En desacuerdo

---

<sup>3</sup> SARL son las siglas para Société À Responsabilité Limitée, el equivalente francés a nuestra Sociedad Limitada.

con esta valoración, los herederos encargan a un experto externo una nueva, que se cifra en 516.150 € y que es debatida, ya en juicio, por la sociedad, en parte por considerar inadmisibles que se valoren los derechos sociales en función del valor de la empresa únicamente, sin tener en cuenta el descuento minoritario que debería acompañar a las participaciones en una sociedad como la controvertida, con fuerte *intuitu personae* (es decir, en una sociedad que se basa en las relaciones personales). La Cour d'Appel acoge la opción planteada por los herederos y considera que el experto elegido por los mismos ha explicado suficientemente las razones por las cuales no aplica ningún tipo de descuento, siendo una de ellas que no existe socio que se pueda considerar mayoritario (y siendo todos minoritarios, es absurdo aplicar un descuento al valor de sus participaciones), y continuando por puntualizar que la SARL CONSEIL PLUS INGÉNIERIE no explica de manera alguna en qué medida puede afectar al valor de las participaciones de los demandantes la existencia de la *intuitu personae*. En las propias palabras de la Cour d'Appel:

“[...] l'expert s'est expliqué de façon détaillée sur les raisons l'ayant conduit à ne pas appliquer au cas particulier de décote de minorité; que l'expert a notamment relevé qu'aucun associé ne détenait la majorité des parts; [...] que s'agissant de l'intuitu personae, [...] la SARL Conseil Ingénierie Plus ne précise pas en quoi ce paramètre agirait spécifiquement sur la valeur des parts des retrayants” (CA Aix-en-Provence, ct0024, 21 juin 2018, n° 16/14298).

Pero no es esta la única sentencia en la que se hace mención al DMI. Por ejemplo, en la sentencia n° 09/08306 de la Cour d'Appel de Versailles, de 14 de marzo de 2013, la Administración fiscal acuerda disminuir en un 20% la valoración de un paquete de acciones adquirido mortis causa, en concepto de descuento minoritario. De hecho, al estar en un contexto tributario y no mercantil, una de las peticiones del causahabiente en su primera demanda es que se valoren los títulos teniendo en cuenta su naturaleza minoritaria (“évaluer les titres concernés eu égard [...] à leur caractère minoritaire”).

Cabe destacar que las acciones en cuestión corresponden al holding SNC APAX PARTNERS<sup>4</sup> (no cotizada), el cual a su vez detenta el 30% de las acciones de la sociedad TOUPARGEL AGRIGEL (cotizada). En relación con la participación minoritaria en ésta última sociedad (por ser accionista minoritario del holding), la Administración fiscal hace una interesante apreciación al considerar que dicho carácter minoritario se deriva de su cotización bursátil, correspondiente al valor unitario de mercado de cada título (“valeur vénale d’un seul titre”):

“[...] la détention minoritaire dans la société Toupargel Agrigel est prise en compte par la valorisation de cette participation à partir de son cours de bourse qui correspond à la valeur vénale d’un seul titre soit un paquet ultra minoritaire” (CA Versailles, 1re ch. 1re sect., 14 mars 2013, n° 09/08306).

La Cour d’Appel comulga con esta consideración, aceptando entonces que la cotización bursátil o valor de mercado de las acciones incluye de por sí un descuento minoritario.

Otro ejemplo es el de la sentencia n° 14/00903 de la Cour d’Appel de Limoges, de mayo de 2016, según la que se rechaza la aplicación de un descuento minoritario del 15% sobre la base de que las empresas en cuestión (sociedades civiles inmobiliarias de carácter familiar) no precisan de decisiones estratégicas vitales para su funcionamiento, por lo que no tiene sentido la reducción del valor de sus participaciones en concepto de DMI por su propia razón de ser: no participar en las decisiones de control de la empresa. En los términos literales de la Cour d’Appel:

“[...] les parts sociales sont des parts de SCI<sup>5</sup> familiales dont le fonctionnement ne nécessite pas de décisions stratégiques; [...] rien ne justifiait que la valeur des parts [...] soit diminuée d’une décote dite de minorité [...]” (CA Limoges, ch. civ., 12 mai 2016, n° 14/00903).

Las sentencias expuestas evidencian la inexistencia de un criterio unitario a la hora de valorar la aplicación o no de un DMI. Existen abundantes

---

<sup>4</sup> SNC son las siglas para Société en Nom Collectif, nuestra Sociedad Colectiva.

<sup>5</sup> SCI son las siglas para Société Civile Immobilière.

pronunciamientos tanto a favor como en contra y con diferentes motivaciones, siendo los más frecuentes los casos en los que la Administración fiscal aplica este descuento reduciendo las valoraciones alcanzadas, en un contexto tributario, más que en supuestos de separación de socios y otros de carácter más mercantil. Para profundizar en esta cuestión, se puede acudir a la base de datos *Doctrine*, en la que se pueden encontrar las sentencias aquí mencionadas y muchas otras más que tratan el DMI (ver Anexo).

### 2.2.2. Jurisprudencia española

Respecto al panorama español, son fundamentalmente tres los casos en los que se aborda la temática del DMI. En el primero de ellos nos encontramos con tres socios de la entidad demandada, Galerías WEHBE S.L., los cuales pretenden ejercer su derecho de separación de la misma. El auditor de cuentas de dicha entidad realiza un informe de valoración de las participaciones de los socios, y establece una rebaja del 10% en atención al carácter minoritario de tales participaciones, que no alcanzaban en total el 24% del capital social. Los perjudicados deciden interponer demanda por este concepto, la cual se desestima y se recurre en apelación ante la Audiencia Provincial de Santa Cruz de Tenerife. La decisión que resuelve el recurso de apelación (desestimándolo), la SAP TF 275/2007, aporta algunas consideraciones importantes, a saber:

“Sobre la oportunidad o razonabilidad de aplicar este criterio de minoración del valor de las participaciones sociales en relación con aquellas de carácter minoritario, esta Sala viene a compartir las consideraciones que se hacen en la sentencia [de primera instancia], en el sentido de que dichas participaciones, en el mercado libre, suponen adquirir una porción minoritaria de una sociedad, con las limitaciones que ello comporta” (SAP TF 275/2007, FJ 9).

“Este criterio de reducción del valor de las participaciones minoritarias no está previsto, efectivamente, ni en el reiterado art. 100 L.S.R.L. (ni en su redacción anterior ni en la actual) ni en el art. 147.2º L.S.A. (referente al valor de las acciones de los socios que se separan de la

sociedad), pero tampoco está prohibido en norma alguna, ni existen normas de aplicación obligatoria, [...]” (SAP TF 275/2007, FJ 9).

Es decir, la Sala de la Audiencia Provincial comulga primeramente con la aplicación de un DMI (quizás en consonancia con una cierta, aunque demasiado simplista, lógica inicial), para luego pasar a resaltar que dicho criterio no encuentra fundamento en las leyes fundamentales de referencia del caso.

Tras esto, los demandantes deciden acudir al Tribunal Supremo, y la Sala de lo Civil del mismo, en su STS 63/2011, se pronuncia en los siguientes términos:

“Pese a que en la valoración de acciones y participaciones para determinadas finalidades cabe una “actualización negativa” de los paquetes minoritarios, [...] no cabe tal descuento en los casos de separación de socios en los que el precepto impone la adquisición forzosa a valor real, de tal forma que huelgan primas de control y descuentos por minoría [...]” (STS 63/2011, FJ 3).

Se llega así a la primera decisión relevante en cuestión de DMI, en la cual se rechaza la aplicación del mismo cuando se enmarca en un procedimiento de separación de socios minoritarios. Esta sentencia servirá de base para las otras dos decisiones, una de las cuales se dicta un año después por la misma Sala y el mismo Magistrado que la recientemente estudiada.

En efecto, el segundo de los casos se refiere a la valoración de un paquete de acciones de la empresa EL CORTE INGLÉS, S.A. que los demandantes pretenden transmitir a la propia empresa (en ejercicio de su derecho de adquisición preferente), al haber vulnerado ésta la cláusula restrictiva de la libre transmisibilidad inter vivos de las acciones. La valoración realizada por los peritos de la parte demandante es rechazada en la sentencia de primera instancia, lo cual es confirmado por el recurso de apelación, al no haber tenido en cuenta “que se trata de valorar un paquete de acciones absolutamente minoritario que no otorga ningún tipo de control o influencia en el seno de la compañía” (SAP M 311/2009, FJ 8). Al llegar el asunto a la Sala de lo Civil del

Tribunal Supremo, el mismo Magistrado del caso anterior se expresa en prácticamente idénticas palabras, confirmando así su decisión previa:

“Sin perjuicio de que en la valoración de acciones y participaciones para determinadas finalidades cabe una actualización ‘negativa’ de los paquetes minoritarios cuando el adquirente se coloca en una posición alejada de la gestión y control de la sociedad, [...] en los casos de ejercicio del derecho de adquisición preferente en los que el precepto concreta el precio en el ‘valor razonable’, no puede identificarse [...] sino con el valor de la parte proporcional de la empresa [...], de tal forma que huelgan primas de control y descuentos por minoría, ya que en otro caso se penalizaría al transmitente que sufriría un detrimento de su patrimonio en beneficio directo de quien las adquiere por un precio inferior a su valor o al adquirente que debería pagar un sobreprecio para ejercitar su derecho” (STS 635/2012, FJ 3).

El último de los casos gira en torno a la valoración de la participación minoritaria del demandante, del 3%, de la sociedad CLEAR WIND EÓLICA, S.L., de la cual también es socia la demandada MANCHA DE CRIPTANA, S.L. En el Acuerdo de Socios de CLEAR WIND EÓLICA, S.L. se incluye una opción de venta de las participaciones a MANCHA DE CRIPTANA, S.L., a precio de mercado valorado por un experto. La valoración del conjunto de la sociedad CLEAR WIND EÓLICA, S.L. se cifra en torno a 4.910.000 €, lo cual se recurre judicialmente alegando, en un informe alternativo, que el valor de mercado razonable neto de CLEAR WIND EÓLICA, S.L. es, en su término medio, de 86.533.000 €. Dicha valoración alternativa se acepta en primera instancia y se consolida parcialmente en apelación. La SAP M 419/2017 considera que la valoración inicial es “manifiestamente irrazonable” en virtud de varios motivos, siendo uno de ellos el descuento del paquete del minoritario, que se ajusta con un descuento en torno al 25%. Tras hacer referencia a las dos sentencias ya mencionadas anteriormente, donde se rechaza la aplicación de un DMI para los casos de separación de socios y de derecho de adquisición preferente, la decisión que nos ocupa se pronuncia como sigue:

“Otro supuesto de exclusión de descuentos se produce cuando el minoritario tiene derecho contractual a obtener el valor razonable estrictamente proporcional (prorrata) al valor razonable total. En el marco de los Pactos parasociales, debe estarse a lo pactado, con efecto tuitivo del socio minoritario, sin previsión de descuentos, [...] siendo la valoración de la participación un puro cálculo reflejo proporcional de la valoración [...]” (SAP M 419/2017, FJ 3).

En el caso español, es muy residual la referencia al DMI, prácticamente simbólica: son pocos los supuestos jurisdiccionales en los que aparece, y además se puede observar un patrón común en todos ellos, a saber, la identidad del Magistrado en dos de las sentencias, y la referencia a las mismas en el tercer fallo analizado. Con todo, en principio parece férreo el rechazo a la aplicación de un DMI, aunque los argumentos son escasos.

### 3. ANÁLISIS DEL FUNDAMENTO DEL DESCUENTO MINORITARIO IMPLÍCITO

Una vez realizado el análisis jurisprudencial y constatado que el DMI tiene aplicabilidad práctica, conviene centrarse en la parte teórica del mismo, en cuáles es su fundamento financiero, si es que lo hay, y dentro de las situaciones en las que aparece -fondos de inversión, sociedades cotizadas, derechos de adquisición preferente, separación de socios...- Para ello, se va a incidir primero en conceptos relevantes para la propia noción de DMI, analizando cada uno de ellos junto a su relación con este descuento, para después determinar los argumentos a favor y (sobre todo) en contra.

#### 3.1. EL VALOR DE LA EMPRESA

El criterio del DMI está íntimamente relacionado con aquello que entendamos como “valor de la empresa”. No es esta una cuestión fácil, puesto que hay diferentes maneras de afrontarla que pueden llevar a resultados muy dispares.

En primer lugar, vamos a hacer referencia a lo que se conoce como “valor razonable” (*fair value*). Desde un punto de vista contable, el Plan General Contable lo define como “el valor por el cual puede ser adquirido un activo o liquidado un pasivo, [que] se calculará teniendo como referencia el valor de mercado”. Se introduce ya aquí otro concepto, el de “valor de mercado”, que nos va a llevar a establecer una distinción entre dos posibles formas de referirse al valor razonable. La primera de ellas es el “valor razonable de mercado” (*fair market value*), el cual, a grandes rasgos, se basa en la suma que un comprador hipotético pagaría por un determinado activo que se haya puesto en el mercado por parte de un vendedor que pretenda transmitir la propiedad de dicho activo. En esta concepción entran en juego varios matices que se derivan de la siguiente definición, perteneciente a MILES:

“Fair market value is the price, in cash or equivalent, that a buyer could reasonably be expected to pay and a seller could reasonably be expected to accept, if the property were exposed for sale on the open

market for a reasonable period of time with buyer and seller being in possession of the pertinent facts, and neither being under any compulsion to act” (Trugman, 2016 :104).

Dichos matices son: (1) Se considera tanto al comprador como al vendedor como *hipotéticos* y no *reales*, (2) Se hace referencia a “cash or equivalent”, ya que el precio ofrecido no siempre se materializa en su totalidad en el momento de la transacción -como dice TRUGMAN (2016), “this situation often requires a present-value calculation because some of the value will not be received until a future date” (Trugman, 2016 :104)-, (3) El producto tiene que ofrecerse en un mercado abierto, y (4) Ninguna de las partes tienen que verse obligadas ni a comprar ni a vender.

MOLL (2004) se refiere ya al valor razonable de mercado para acciones minoritarias, aunque confirma la definición anterior al decir que se tiene en cuenta para su valoración lo que un hipotético comprador pagaría por ellas (“a court values an oppressed minority’s shares by considering what a hypothetical purchaser would pay for them” (Moll, 2004 :296)). Además, añade que, dado que por definición las acciones minoritarias no conllevan una posición de control en la empresa, un hipotético comprador estaría dispuesto a pagar un precio menor por este tipo de acciones que por las acciones mayoritarias, aquellas que sí conllevan una posición de control.

Otra forma de entender el valor razonable es como valor teórico, obtenido a partir de los fundamentos teórico-financieros mediante los modelos de valoración. Dado que dichos modelos proporcionan el valor total de la empresa, para hallar el valor de cada acción unitaria será preciso prorratear dicho valor total en función del número de acciones que forme el paquete que se quiere valorar (“the value of close corporation shares is determined [...] by valuing the company as a whole and by ascribing to each share its pro rata portion of that overall enterprise value” (Moll, 2004 :313). Bajo este *enterprise value*, opina MOLL (2004) que aplicar un descuento por la falta de control de las acciones minoritarias es inapropiado, por lo que según la perspectiva de este autor, el DMI

solo se aplicaría en caso de que adoptáramos el enfoque del valor razonable de mercado.

“Under the fair market approach, discounts are appropriate given that the fair value analysis focuses on the particular characteristics of the shares to be purchased in a buyout. Under the enterprise approach, discounts are inappropriate because the fair value analysis focuses on appraising the company as a whole” (Moll, 2004 :314).<sup>6</sup>

En segundo lugar, es importante analizar el “valor de la empresa en marcha” (*going concern value*), aquel que responde a la premisa de que la empresa va a seguir funcionando en el mercado en el futuro. HAMERMESH et al. (2007) indican que está generalmente aceptado que el mejor método para calcular el *going concern value* consiste en descontar los flujos netos de caja (*discounted cash flows*) de la empresa al coste de capital medio ponderado (*WACC, weighted average cost of capital*), siguiendo la fórmula a continuación:

$$V_F = \frac{FCF1}{(1+WACC)} + \frac{FCF2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCFH}{(1+WACC)^H}, \quad (1)$$

donde  $V_F$  es el valor de la empresa financiada, para simplificar, únicamente con capital propio<sup>7</sup>;  $FCF1$  es el *free cash flow* o flujo neto de caja durante el año  $t$ ,  $WACC$  es el coste de capital medio ponderado, y  $H$  es igual a infinito.

El cálculo de  $V_E$  como el valor descontado de los flujos netos de caja que generan los activos de la empresa en un periodo indefinido de tiempo pasa por tres etapas que HAMERMESH et al. (2007) definen como sigue:

“The first step is to determine the annual free cash flows (*FCFs*) over a horizon period ( $H$ ), for which forecasts are available. The second is

---

<sup>6</sup> Es importante destacar que toda la obra de MOLL (2004) gira en torno al estudio del DMI dentro de la “shareholder oppression doctrine” en “close corporations”, es decir, cuando se da un abuso de posición dominante en sociedades cerradas, no cotizadas. En este tipo de sociedades, los accionistas minoritarios no tienen prácticamente manera de defenderse frente a las *freeze-out* o *squeeze-out techniques* que puedan llevar a cabo los accionistas mayoritarios, viéndose obligados en muchas ocasiones a deshacerse de sus acciones a un precio irrazonablemente bajo.

<sup>7</sup> De esta manera,  $V_F = V_E$ , siendo  $V_E$  el valor de la empresa financiada exclusivamente con capital propio.

to determine a terminal value ( $P_H$ ) representing the value of the free cash flows beginning with the first year after which annual forecasts are available. Finally, since future FCFs and the terminal value have to be discounted to their present value, the court must determine the company's cost of equity capital ( $r_E$ ).” (Hamermesh et al., 2007 :26).

Acorde con lo anterior, la fórmula se reescribe de la siguiente manera:

$$V_E = \frac{FCF_1}{(1+r_E)} + \frac{FCF_2}{(1+r_E)^2} + \dots + \frac{FCF_H}{(1+r_E)^H} + \frac{P_H}{(1+r_E)^H} \quad (2)$$

Pero no es esta la única transformación posible. De hecho, son muchas las ecuaciones equivalentes que se pueden obtener para confirmar los resultados obtenidos en la Ecuación (2). Pero antes de llegar a ellos, se introduce otro concepto de valor relacionado con el *going concern value* como es el de “valor terminal” (*terminal value*). DAMODARAN realiza una breve explicación del mismo en los siguientes términos:

“Since you cannot estimate cash flows forever, you generally impose closure in discounted cash flow valuation by stopping your estimation of cash flows sometime in the future and then computing a terminal value that reflects the value of the firm at that point”. (Damodaran).

Por tanto, podríamos definir el valor terminal como “el valor presente de todos los flujos que ocurrirán más allá del último año de proyección explícita” (Vélez-Pareja et al., 2012 :2). La importancia de este valor radica, según VÉLEZ-PAREJA et al. (2012), en que, en función del periodo de proyección, puede representar una gran parte del valor de la empresa.

Continuando con HAMERMESH et al. (2007), hay dos maneras de hallar el valor terminal. La primera de ellas se vale del modelo de crecimiento de Gordon, pudiéndose reformular la Ecuación (2) como sigue:

$$V_E = \frac{FCF_1}{(1+r_E)} + \frac{FCF_2}{(1+r_E)^2} + \dots + \frac{FCF_H}{(1+r_E)^H} + \frac{FCF_{H+1}}{(r_E-g)} \times \frac{1}{(1+r_E)^H}, \quad (3)$$

donde  $g$  es un estimador de la tasa de crecimiento perpetuo futura de la empresa (*firm's future growth rate*), y  $\frac{FCF_{H+1}}{(r_E-g)}$  es  $P_H$ , el valor terminal sin descontar.

La segunda forma utiliza el método de múltiplos de compañías comparables (*comparable company analysis*), mediante la admisión de que  $P_H$  (Ecuación (2)) puede estimarse también mediante múltiplos de mercado (*market multiples*), quedando definida como:

$$P_H = FCF_H \times \text{market multiples for FCF}^8$$

Introduciendo la modificación anterior en la Ecuación (2), la expresión queda como sigue:

$$V_E = \frac{FCF_1}{(1+rE)} + \frac{FCF_2}{(1+rE)^2} + \dots + \frac{FCF_H}{(1+rE)^H} + \frac{FCF_{H+1}}{(1+rE)^H} \times \text{market multiple for FCF} \quad (4)$$

La elección entre uno u otro de los modelos anteriores depende de la fiabilidad y disponibilidad de los datos. En palabras de HAMERMESH et al. (2007):

“When data are available for both methods, [la Ecuación (3)] is the preferred method since it depends entirely on company-specific data. In appraisal cases, however, in which relevant company-specific data may be either unavailable or unverifiable, the virtue of using [la Ecuación (4)] is that its use of comparable company analysis to estimate terminal value bypasses the need to have an estimate for the company-specific future growth rate  $g$ . The downside of using comparable company analysis, on the other hand, is that its accuracy depends on the availability of comparable companies’ data”.  
(Hamermesh et al., 2007 :28).

Además, el hecho de que todas las ecuaciones anteriores sean matemáticamente equivalentes y estén fundamentadas en el hecho de que el valor de la compañía depende de sus flujos de caja descontados (“[...] rooted in the observation that the value of the company depends on its discounted free cash flows” (Hamermesh et al., 2007 :30)), cualquiera de ellas es válida para determinar  $V_E$ . Sin embargo, lo más relevante no es esta versatilidad, **sino otro aspecto implícito en las propias fórmulas y crucial para nuestro análisis**

---

<sup>8</sup> El múltiplo de mercado utilizado puede variar principalmente en función de los datos disponibles; a pesar de que aquí se utilice el *market multiple for FCF*, HAMERMESH et al. (2007) consideran que será útil todo múltiplo que opere como “the average multiple that the financial markets assign to comparable companies” (Hamermesh et al., 2007 :27).

**sobre el DMI.** Dicho matiz es que las ecuaciones están pensadas para calcular el valor de la empresa en función del valor de sus acciones ordinarias (*common stock*), es decir, determinado a partir del simple prorrateo del total de la empresa. De esta manera, para obtener el valor de una acción, basta con dividir  $V_E$  entre el número total de acciones, sin necesidad de aplicar descuentos o primas. En las propias palabras de HAMERMESH et al. (2007):

“In finance textbooks, the above formulas for calculating the value of the firm are taught in the context of how to value the common stock of the firm. That is, the value of the stock is calculated to be the pro rata net present value of all future free cash flows. There are no adjustments. No discounts are assumed, and no premiums are added. [...] To move from  $V_E$  to the value of the stock, one need only divide  $V_E$  by the number of shares”. (Hamermesh et al., 2007 :31).

### 3.2. LA PRIMA DE CONTROL

Como sabemos, la idea del DMI hace referencia a una rebaja en el precio que se establecería en el mercado para acciones minoritarias simple y llanamente por su falta de capacidad a la hora de influir en las decisiones de control de la empresa. En palabras de BOOTH (2001), es impreciso atribuir el DMI al hecho de que las acciones minoritarias presumiblemente cotizarían a un precio menor que el que el accionista mayoritario demandaría para la venta de sus propias acciones -literalmente, “the idea of a minority discount does not properly refer to the fact that minority shares ordinarily will trade at a price that is less than the price that a controlling shareholder might command in a sale of control” (Booth, 2001 :4). El propio concepto de DMI puede conducir a error si se piensa que dicho descuento para un concreto paquete minoritario de acciones debe ser equilibrado en el mercado mediante un aumento de la cotización del paquete mayoritario. BOOTH (2001) considera que no hay razón que lleve a pensar que el descuento que pueda sufrir un accionista minoritario cuyas acciones cotizan en el mercado esté siendo compensado por una ganancia equivalente por parte del accionista mayoritario (“a minority discount is not the reciprocal of a legitimate

control premium” (Booth, 2001 :5)), ya que no existe una correlación matemática entre una prima de control y un DMI. De ser así, BOOTH (2001) entiende que entonces se verificaría que el precio de mercado real (*actual market price*) es siempre menor (“low”) que el precio de mercado razonable (*fair market price*).

“It is possible that the award of a control premium in appraisal is intended as a remedy for a market price that reflects an imbedded or inherent minority discount. But the *routine* addition of a control premium must be based on the implicit assumption that the market price is *always* low. [...] Thus, to say that market price reflects an imbedded discount may just be a roundabout way to say that the appraisal price should routinely include a control premium” (Booth, 2001 :21).

“[...] although it is always appropriate to ask whether there is some reason to distrust the market price in any given case, it is clear that the market price is not *always* low. Even the courts have recognized that the market price for a given stock may be inflated because of takeover speculation.” (Booth, 2001 :22).

HAMERMESH et al. (2007) también se refieren a este extremo mediante el término *benefits of control*, que simplemente indica que las acciones mayoritarias son más valiosas que las acciones minoritarias y que por ello, aquellas pueden venderse a una prima: no representa un argumento a favor de que las acciones minoritarias coticen a un valor menor que el valor de todos los activos de la empresa ( $V_E$ ), lo cual es la base del DMI. Por el contrario, HAMERMESH et al. (2007) consideran que la diferencia entre el valor de acciones mayoritarias y minoritarias, lo que ellos denominan *value of control*, no es ni siquiera parte del valor de la empresa en funcionamiento (*going concern value*). Basándose en el trabajo de PRATT et al., llegan a la conclusión de que cuatro de los cinco elementos citados por aquellos para explicar el tamaño de la prima de control no son posibles de recuperar (ni deberían serlo) por un accionista disidente en una cash-out transaction (“at least four of the five elements that determine the size of the differential between control shares and noncontrol (“minority”) shares are not elements that a dissenting shareholder can or should recover from a cash-out transaction” (Hamermesh et al., 2007 :38)). Dichos elementos son: (1) La

naturaleza y tamaño del activo fijo (“the nature and magnitude of nonoperating assets” (Hamermesh et al., 2007 :38)), (2) La naturaleza y tamaño de los gastos discrecionales (“the nature and magnitude of discretionary expenses” (Hamermesh et al., 2007 :38)), (3) La calidad de los órganos de gestión (“the perceived quality of existing management” (Hamermesh et al., 2007 :38)), y (4) La capacidad de integrar a la empresa adquirida en el negocio o los canales de distribución de la adquirente (“the ability to integrate the acquiree into the acquiror’s business or distribution channels” (Hamermesh et al., 2007 :38)). El último elemento, (5) La naturaleza y magnitud de oportunidades de negocio que no están siendo explotadas en el momento (“the nature and magnitude of business opportunities that are not currently being exploited” (Hamermesh et al., 2007 :38)), tiene no obstante un tratamiento diferente. En un contexto de concentración de empresas, desde el momento en que estas oportunidades de negocio no son explotadas antes de la fusión pero se prevé que serán explotadas después, entonces su valor debe ser considerado como parte del valor de la empresa en funcionamiento y debe ser posible su recuperación por los accionistas minoritarios en la mayoría de los casos.

“[...] assuming that the current corporate policy of the firm anticipates exploiting a business opportunity, its value then belongs to the firm and all the shareholders regardless of whether it has been exploited at the time of the merger. To this extent, [unexploited business opportunities] should be included in the value of the existing firm as the value of the firm’s corporate policy”. (Hamermesh et al., 2007 :39).

HAMERMESH et al. (2007) rechazan la idea de que los beneficios derivados de la fusión (en cuanto a oportunidades de negocio preexistentes pero no implantadas) correspondan únicamente al responsable de la misma, ya que, por el contrario, “[they] arise from implementing a corporate plan that is already available to the managers and does not require the merger to implement” (Hamermesh et al., 2007 :60). Por tanto, el accionista mayoritario no puede ni debe beneficiarse a expensas de los accionistas minoritarios apoderándose de un valor que pertenece a la empresa y a todos sus accionistas por igual.

### 3.3. EL VALOR DE LA VENTA A UN TERCERO

El concepto de “valor de la venta a un tercero” (*third-party sale value*) se estudia a continuación y en epígrafe diferenciado de los referidos al valor de la empresa y a las primas de control porque de alguna manera integra ambos elementos. Según HAMERMESH et al. (2007), el valor de la empresa no se corresponde con el valor de la venta a un tercero; este último se reserva a aquellas transacciones en las que oferente y comprador son independientes entre sí (no están relacionados), y además en las que las negociaciones se llevan a cabo en igualdad de condiciones y sin que medien conflictos de intereses (“the term [...] is reserved for those transactions where the target and the bidder are unrelated and the negotiations over the transactions are conducted at arm’s length without conflict of interest” (Hamermesh et al., 2007 :31)). En este tipo de transacciones, el adquirente pagará un valor superior a  $V_E$  para comprar la empresa; esta prima principalmente refleja las sinergias que se derivan de la fusión, pero también puede deberse a beneficios de control. Por tanto, el valor de la venta a un tercero, por lo general, será superior al valor de la empresa en funcionamiento (“third-party sale value will generally be above the going concern value of the firm” (Hamermesh et al., 2007 :31)). HAMERMESH et al. (2007) extraen como conclusión que, en consonancia con lo anterior, los datos empíricos deberían poner de manifiesto que la adquisición de empresas se efectúa a una prima sobre su valor en funcionamiento. No obstante, se debe tener cuidado con la interpretación de dichos datos, ya que tal prima no implica la existencia de un DMI: si todas las acciones minoritarias cotizaran a un descuento sobre el valor en funcionamiento de la empresa ( $V_E$ ), entonces todas las empresas querrían ser compradas, cosa que no ocurre.

A pesar de lo anterior, HAMERMESH et al. (2007) ponen de relieve que **aquello que genera valor para los accionistas es la promoción de la eficiencia** (“the legal rule that provides shareholders with going concern value is efficiency promoting” (Hamermesh et al., 2007 :33); en fusiones y concentraciones de empresas en las que se produce un cambio de propiedad en la empresa adquirida, el valor que se pueda derivar de ello pertenece a quien lo crea (el responsable de la fusión), siendo contraproducente forzar al adquirente a pagar

la diferencia de valor a los accionistas de la empresa adquirida, ya que ello resultaría en una reducción en el número de transacciones que se perfeccionen a una prima superior al valor en funcionamiento.<sup>9</sup>

“The legal rule that provides shareholders with going concern value is efficiency promoting. Value is created in change of control transactions, and the value belongs to the party that creates it. It is counterproductive to force a third-party acquirer to pay the entire acquisition premium to the acquiree’s shareholders. The result would be a reduction in the number of transactions that achieve a premium price for minority shareholders”. (Hamermesh et al., 2007 :33).

---

<sup>9</sup> Es importante destacar la diferencia entre este apartado y el anterior: así como, en el caso de una fusión que se aprovecha de oportunidades de negocio preexistentes pero no explotadas con anterioridad, el valor que se crea con las mismas pertenece y debe ser recuperado por todos los accionistas (no solo por el mayoritario responsable de la fusión), en el caso de un cambio de propiedad sin tener en cuenta dichas oportunidades, el valor que se derive pertenece a quien sea responsable del mismo. Los accionistas que libremente permanecen en la empresa tras el cambio de propiedad se benefician igualmente de las posibles mejoras, aunque también se arriesgan a que no se produzcan.

#### 4. A FAVOR Y EN CONTRA DEL DMI: RAZONES DE SU ACEPTACIÓN Y DISCONFORMIDAD CON LAS MISMAS

Como hemos visto, el DMI tiene profusa presencia práctica (sobre todo en Estados Unidos), pero escaso fundamento teórico-financiero. Entonces, ¿cuáles son las razones que llevan fundamentalmente a la Corte de Delaware a aprobar la aplicación de este descuento?

HAMERMESH et al. (2007) apuntan en primer lugar que el método de valoración que aplica esta Corte es conforme a los principios de la teoría financiera moderna, en la mayoría de sus aspectos. Básicamente, se utiliza el método de descuento de los flujos netos de caja (*discounted future free cash flows or DCF method*) para obtener el valor razonable, y se considera que el valor individual de las acciones es el valor prorrateado de dichos flujos netos de caja descontados (*pro rata value of the discounted future free cash flows*). Además, al utilizar el método DCF, se está obteniendo un valor que excluye los beneficios de control e incluye el efecto de los costes de agencia. En cuanto a la tasa de descuento, se estima mediante el CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) o mediante el WACC (*Weighted Average Cost Of Capital*), siendo ambos métodos ampliamente aceptados para obtener el resultado buscado.

Todo lo anterior es consistente con la teoría financiera, hasta el momento en que se adopta el DMI, ya que no hay nada que teóricamente apoye que las acciones, de manera sistemática, cotizan a un precio menor que el valor prorrateado de los flujos netos de caja; por el contrario, la gran mayoría de los autores opina que no hay necesidad de añadir una prima o detraer un descuento al valor prorrateado de la compañía para obtener el valor individual de cada acción.

“In adopting the IMD, the Delaware courts explicitly or implicitly assert, *as a matter of finance*, that while the value of the firm is the discounted free cash flows, the common stock of corporations [...] is persistently and consistently priced at values below the pro rata value of the free cash flows. [...] To the contrary, most textbooks assume that for companies that trade in informed and liquid markets, the value of the

stock is the pro rata value of the company” (Hamermesh et al., 2007 :50).

“If the IMD were correct as a matter of finance, the textbooks would say that the common stock is first valued at the pro rata value of the company’s free cash flows, but then discounted by approximately 30% since only minority shares are being traded” (Hamermesh et al., 2007 :51).

Retomando la pregunta inicial, HAMERMESH et al. (2007) proponen dos alternativas para justificar la aplicación del DMI por parte de la Corte de Delaware.

La primera de ellas parte de los siguientes pasos consecutivos: por un lado, tenemos que un paquete de acciones mayoritarias por lo general tiene un valor que excede al valor en funcionamiento de la empresa ( $V_E$ ), valor que proviene de los derechos de control que conllevan las acciones mayoritarias, y que permite que éstas sean vendidas a una prima, así como presionar a la minoría de la manera y en el momento en que quieran los accionistas mayoritarios; por otro lado, de lo anterior se infiere que las acciones que no formen parte del paquete mayoritario tienen un valor menor que  $V_E$ , es decir, cotizan a un descuento (“minority shares of a corporation that has a controlling shareholder tend to trade at a discount relative to the  $V_E$  of the firm” (Hamermesh et al., 2007 :53). HAMERMESH et al. (2007) consideran que el segundo paso no puede inferirse de manera lógica del primero, ya que los derechos de control solo pueden estar en manos de un accionista mayoritario (*controller*):

“[...] control share blocks are valued at a premium due to particular rights and opportunities associated with control, elements of value that cannot fairly be viewed as belonging either to the corporation or its shareholders”. (Hamermesh et al., 2007 :61).

De esta forma, en el caso de una empresa cotizada en la que no existe accionista mayoritario, no existe un valor de control como tal. Pero en cuanto aparece este elemento, se genera potencialmente un valor de control que pertenece a quien lo introduce, ya sea por aprovecharse de sinergias con activos que ya poseía el nuevo *controller*, o por disminuir los costes de agencia fruto de una mejor

administración. Por tanto, las acciones minoritarias van a cotizar a un precio menor que las mayoritarias, pero ello no se debe a ningún descuento sobre el valor en funcionamiento de la empresa, sino a que la reducción en los costes de agencia, por ejemplo, hace que el valor de la empresa después de la introducción del *controller* sea superior al valor que tenía anteriormente. Así, todo el incremento del valor se atribuye a quien lo crea, sin que los accionistas minoritarios puedan beneficiarse de ello por lo explicado anteriormente. En las propias palabras de HAMERMESH et al. (2007):

“Take the case of a publicly traded company that has no controller. [...] Without a controller, there is no value of control embedded in the stock price. Enter a would-be controller who bids for the stock. It is the entrance of the controller that creates any potential control value. [...] Noncontrolling stocks (so-called “minority”) shares thus do trade for less than control shares involved in a change of control transaction. The reduction in agency costs means that the private corporation as a higher value [...] than does the public company. [But] there is no discount to going concern value, let alone a wrongful discount. The gains from the transaction would not exist but for the going-private transaction, and consequently, the gains belong to the acquirer by statute. [...] The minority shareholders therefore do not and should not get either the benefit of the newly private company’s reduction of agency costs or the benefits of control” (Hamermesh et al., 2007 :54).

En definitiva, que el precio de las acciones minoritarias sea menor que el de las acciones mayoritarias no se debe a un juego de sumas y restas en relación con el valor en funcionamiento de la empresa (si las acciones mayoritarias valen más, correlativamente las acciones minoritarias deben valer menos y cotizar a un descuento), sino a que el valor de control derivado de la adquisición por parte de un accionista mayoritario se distribuye entre las acciones del mismo, quedando éstas con un valor superior para él, pero no para el mercado.

La segunda de las alternativas propuesta por HAMERMESH et al. (2007) se basa en la idea de “información asimétrica”: no toda la información que poseen los gerentes de las empresas es revelada, ya que éstos se benefician de un valor alto de cotización de sus acciones, y por ello tenderán a exagerar los datos

positivos, y a esconder los negativos. Ello resulta en la idea de que las acciones de una empresa en la que no hay accionista mayoritario que controle a los gerentes cotizan a un descuento sobre el valor en funcionamiento total, ya que el mercado reacciona de manera negativa al tratamiento optimista o velado de la información. Puesto en relación con el DMI, habría que entender, para que sirviera como apoyo del mismo, que los mercados financieros no solo están sistemáticamente viciados por la información asimétrica (cuya existencia, no obstante, es cierta), sino que se posicionan siempre en la misma dirección. Y ello no encuentra sustento en la práctica; por el contrario, cualquier teorización acerca que el mercado no refleja fielmente el valor en funcionamiento debería estar abierta a considerar que el precio de las acciones es tanto “demasiado bajo” como “demasiado alto”. Semejante argumentación llevaría a un estudio pormenorizado de cada caso, sin caber la posibilidad de aplicar sistemáticamente un DMI del valor que sea, como se llega a hacer en la jurisprudencia de Delaware. Citando textualmente a HAMERMESH et al. (2007):

“[Asymmetric information] leads to publicly traded shares trading at a discount since the market overreacts, negatively, to the prospect of managerial overoptimism or concealment of bad news. [...]; for the asymmetric information argument to serve as support for the IMD, the untenable premise has to be that financial markets are not only systematically biased, but are also biased in the same direction all of the time. [...] Behavioral finance does not at all suggest a systematic underpricing of stocks, [and] any theory with respect to market mispricing of stock in relation to going concern value has to allow for stock prices that are “too high” as well as “too low”. The implication for appraisal law is that the court could never simply assert an IMD of 30%, or any other value”. (Hamermesh et al., 2007 :56-57).

## 5. CONCLUSIONES

La problemática que se puede derivar de un concepto relativamente moderno como es el de “descuento minoritario implícito” responde precisamente a la confusión inicial que se crea con la novedad y la falta de análisis profundo, sobre todo, en este caso, a nivel jurisprudencial. Tampoco ayuda el hecho de que el DMI, a simple vista, pueda parecer una implicación racional, fruto de su propia definición como rebaja en el precio que un hipotético comprador pagaría por adquirir un paquete de acciones minoritarias, en comparación con el que ofrecería por un paquete de acciones mayoritarias. Parece algo lógico que, sin embargo, como se ha explicado a lo largo del presente documento, carece de fundamentación teórica una vez se profundiza en el análisis del término. Sería conveniente la estandarización y aclaración de lo relacionado con el DMI, para evitar posibles problemas de interpretación que den lugar a resultados incongruentes con la realidad, especialmente en disputas judiciales, derivados de la falta de familiarización o profundización en la esencia del DMI.

La primera incoherencia en la que caen los defensores del DMI es la propia descripción del DMI, ligada de forma inseparable al valor razonable de mercado de la empresa (*fair market value*). Los modelos de valoración están pensados para obtener el valor teórico de la empresa en función del valor de sus acciones ordinarias, siendo éste determinado como prorrateo del total de la empresa. De esta manera, el valor de una acción unitaria se conseguirá dividiendo el valor de la empresa entre el número total de acciones, sin necesidad de añadir primas ni de aplicar descuentos. En otras palabras, dichos modelos tienen en cuenta el *enterprise value* en contraposición al *fair market value* y, al ser el DMI una implicación de esta última concepción del valor, no tiene cabida en las discrepancias de valoración que en algún momento se puedan ocasionar.

En segundo lugar, puede conducir a error la creencia de que el DMI es el anverso de una moneda, representación del valor de la empresa, en la que el reverso es la prima o beneficio de control. En un contexto en que aparece

con frecuencia el DMI, como es la fusión o concentración de empresas, podemos estar ante dos casos fundamentales. Por una parte, si con dichas operaciones se implementan oportunidades de negocio no explotadas anteriormente pero existentes de manera latente, entonces los beneficios derivados de la fusión o concentración no pueden otorgarse en exclusiva a los accionistas mayoritarios (en detrimento de los minoritarios), puesto que se estarían haciendo con un valor perteneciente a la empresa y a todos sus accionistas, sin excepciones. Por otra parte, cuando con la fusión o concentración no se aprovechan oportunidades de negocio ya existentes sino que lo que provocan es la aparición de un accionista mayoritario o *controller*, se genera un potencial valor de control correspondiente a quien lo introduce y del que los accionistas minoritarios no pueden beneficiarse. Ello va a implicar que las acciones minoritarias tengan un menor valor que las mayoritarias, pero no por representar sus precios ambas caras de la mencionada moneda, sino porque el valor de control originado con la aparición del accionista mayoritario va a distribuirse entre sus acciones. La clave está en la promoción de la eficiencia derivada de cualquier operación: una mejora en la eficiencia aumentará el valor total de la empresa, y dicho incremento se atribuirá a la parte responsable de la mejora, quedando sus acciones con un valor superior al del resto de accionistas pero sin estar relacionado con ningún tipo de descuento sobre el valor en funcionamiento de la empresa, sino al contrario.

Por último, la teoría que certifica el DMI en base a la existencia de información asimétrica en el mercado tampoco parece sostenerse si tenemos en cuenta que los mercados financieros pueden no reflejar el valor en funcionamiento de una empresa tanto al alza como a la baja, pero nunca invariablemente en uno u otro sentido. Se excluye así la aplicación sistemática de un descuento, porque sería equivalente a asumir que el mercado siempre refleja valores inferiores a los reales, y ello en la práctica no encuentra ningún sustento.

## 6. BIBLIOGRAFÍA

BOOTH, R. (2001). *Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings*. SSRN Electronic Journal

HAMERMESH, L.A., & WACHTER, M.L. (2007). *The Short And Puzzling Life Of The “Implicit Minority Discount” In Delaware Appraisal Law*. University of Pennsylvania Law Review

MOLL, D. K. (2004). *Shareholder Oppresion And “Fair Value”: Of Discounts, Dates, And Dastardly Deeds In The Close Corporation*. Duke Law Journal Vol. 54:293

OXFAM INTERMÓN (2016). *Beneficios para quién. Los paraísos fiscales como principal amenaza para una fiscalidad justa*.

TRUGMAN, GARY R. (2016). *Understanding Business Evaluation: A Practical Guide to Valuing Small To Medium Sized Businesses*. Fourth Edition

VÉLEZ-PAREJA, I., & THAM, J. (2012). *Más allá de las proyecciones: el valor terminal (Beyond Forecasting Period: The Terminal Value)*. SSRN Electronic Journal

## 7. WEBGRAFÍA

DAMODARAN. *Estimating Terminal Value*

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/valquestions/terminalvalueapproaches.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/terminalvalueapproaches.htm)

RAGA, S. (2016). *Why Are the Majority of U.S. Companies Incorporated in Delaware?* Mental Floss

<http://mentalfloss.com/article/76951/why-are-so-many-us-companies-incorporated-delaware>

WINK, C. (2016). *64% of Fortune 500 firms are Delaware incorporations: here's why.* Technically Media

<https://technical.ly/delaware/2014/09/23/why-delaware-incorporation/>

## 8. JURISPRUDENCIA CITADA

Chicago Corp. v. Munds (Del. Ch. 1934)

Tri-Continental Corp. v. Battye (Del. 1950)

Brown v. Allied Corrugated Box Co. (Cal. 1979)

Smith v. Van Gorkom (Del. 1985)

Cavalier Oil Corp. v. Harnett (Del. 1989)

In re Radiology Associates (Del. Ch. 1991)

Salomon Bros. v. Interstate Bakeries Corp (Del. 1992)

Hodas v. Spectrum Technology, Inc. (Del. 1992)

Kleinwort Benson Ltd. v. Silgan Corp (Del. 1995)

Le Beau v. M.G. Bancorporation, Inc. (Del. 1999)

Advanced Communication Design, Inc. v. Follet (Minn. 2000)

Mckesson Corp. v. Islamic Republic of Iran (D.D.C. 2000)

Doft & Co. v. Travelocity.com Inc (Del. 2004)

CA Versailles, 1re ch. 1re sect., 14 mars 2013, n° 09/08306

CA Limoges, ch. civ., 12 mai 2016, n° 14/00903

CA Aix-en-Provence, ct0024, 21 juin 2018, n° 16/14298

STS 63/2011, de 28 de febrero

STS 635/2012, de 2 de noviembre

SAP TF 275/2007, de 10 de septiembre

SAP M 311/2009, de 23 de diciembre

SAP M 419/2017, de 13 de diciembre

## ANEXO

<b>Clauses d'agrément : 5 %</b> <b>Absence de liquidité : 30 %</b>	<b>Administration</b>	<b>CA Paris 13 septembre 2016, n° 2014/07259</b>
<b>Clauses d'agrément : 5 %</b> <b>Absence de liquidité : 30 %</b>	<b>Administration</b>	<b>CA Paris 13 septembre 2016, n° 2014/07259</b>
<b>Faible liquidité (étroitesse du marché) : 10 %</b>	<b>Juge refuse 30 % demandé par contribuable (SCI)</b>	<b>CA Aix-en-Provence 5 juillet 2016, n° 15/06247</b>
<b>Décote de minorité : 0 % (sur valeur patrimoniale – SCI)</b>	<b>Juge (litige civil)</b>	<b>CA Limoges 12 mai 2016, n° 14/00903</b>
<b>Décote de holding et de non liquidité des titres : 25 %</b>	<b>Administration</b>	<b>CA Douai 31 mars 2016, n° 198/2016, 15/00193</b>
<b>Non liquidité : 20 %</b> <b>Clauses d'agrément : 15 %</b>	<b>Administration(SCI)</b>	<b>CA Caen 15 septembre 2015, n° 13/03946</b>
<b>Non liquidité et minorité : 20 %</b>	<b>Administration</b>	<b>CA Bordeaux 29 janvier 2014, n° 11/07828</b>
<b>Non liquidité : 0 %</b>	<b>Administration approuvée par le juge</b>	<b>CAA Paris 13 novembre 2014, n° 13PA00631</b>

Non liquidité, clauses d'agrément et minorité : 25 %	<i>Juge (contentieux civil)</i>	CA Reims 19 août 2014, n° 13/00841
Décote de holding : 20 %	<i>Juge</i>	CA Rennes 25 février 2014, n° 96, 12/05553
Décote de holding ; 26 %	<i>Expert suivi par le juge</i>	CAA Versailles 6 février 2014, n° 11VE01848
Décote de minorité : 0 % Non liquidité : 10 %	<i>Administration</i>	CA Paris 5 novembre 2013, n° 2012/14580
Décote de holding : 0 %	<i>Administration suivie par le juge</i>	CA Paris 17 septembre 2013, n° 2012/11679
Non liquidité et minorité : 17,5 %	<i>Non contestée</i>	CA Pau 25 avril 2013, n° 13/1801, 12/01153
Décote de holding 30 % Décote de minorité 20 %	<i>Admises par l'administration</i>	CA Versailles 14 mars 2013, n° 09/08306, 09/08557
Décote de holding 20 %	<i>Administration</i>	CA Paris 6 novembre 2012, n° 2011/17551
Décote de minorité 30 %	<i>Juge (litige civil)</i>	CA Rennes 3 avril 2012, n° 10/06476
Décote de droit de retour : 10 %	<i>Administration</i>	CA Lyon 14 avril 2011, n° 09/07830

Décote de minorité 20 %	<i>Administration (non contestée)</i>	Cass. com. 23 novembre 2010, n° 09-17295
Faible liquidité : 0% Clauses d'agrément : 0%	<i>Administration suivie par le juge</i>	CA Douai 14 décembre 2009, n° 08/06145
Faible liquidité et minorité : 12 %	<i>Commission de conciliation suivie par le juge</i>	CA Douai 12 octobre 2009, n° 08/04296
Décote de minorité : 50 % sur valeur de productivité	<i>Expert suivi par le juge</i>	CA Lyon 9 octobre 2008, n° 07/05918
Décote de non liquidité : 20 %	<i>Expert suivi par le juge (contentieux civil)</i>	CA Riom 27 mai 2008, n° 04/02209
Décotes de faible liquidité : 15 % et 20 % (2 sociétés)	<i>Juge</i>	CA Paris 5 avril 2007, n° 05/01428
Décote de minorité : 0 %	<i>Administration suivie par le juge</i>	CAA Bordeaux 21 novembre 2000, n° 97BX00493

Fuente: De-Bassan

[http://www.de-bassan.com/questions/valeur\\_titres\\_non\\_cotes.php](http://www.de-bassan.com/questions/valeur_titres_non_cotes.php)