

**Valoración: el arte y la ciencia de las decisiones de inversión corporativa**

S. TITMAN / J. MARTIN  
Madrid: Pearson Educación. 2009  
[552 páxinas]

Recibido: 25 de marzo de 2010

Aceptado: 26 de xullo de 2010

Na actual contorna empresarial imponse a necesidade de aplicar técnicas avanzadas de valoración de proxectos e empresas co obxectivo de emular a realidade contemporánea na que a capacidade produtiva empresarial provén tanto do desenvolvemento interno de novos proxectos como da adquisición de unidades operativas externas.

*Valoración: el arte y la ciencia de las decisiones de inversión corporativa* provee ao xestor dunha ferramenta integral e multidisciplinar que reporta información e que serve de base fundamentada na toma de decisións. Titman e Martin (2009) agrupan os principais métodos de valoración, desde os máis tradicionais, como por exemplo o método de desconto de fluxos de caixa, ata as últimas achegas, como a valoración mediante opcións reais. Ao longo do texto intercalan a exposición teórica co desenvolvemento de casos prácticos, que facilitan o seguimento e atención do lector sobre a materia.

No primeiro capítulo, Titman e Martin (2009) céntranse no marco xeral da avaliación de investimentos, revisando o concepto de valoración de proxectos de forma tanto teórica como práctica. Os autores enfatizan a necesidade de ir máis alá do método de desconto de fluxos de caixa xa que, malia que consideran positiva a utilidade do valor actual neto, fan fincapé na importancia de complementalo avaliando á vez outros factores.

A valoración de proxectos é o fío condutor nos dous capítulos seguintes. Deste modo, no capítulo segundo preséntanse os fundamentos da análise mediante a aplicación do desconto de fluxos de caixa. Os autores subliñan a necesidade de que os xestores dominen esta ferramenta para poder dispoñer dunha base de coñecementos sólida que lles permita avanzar cara ao dominio doutras técnicas máis complexas.

O capítulo terceiro céntrase na análise das fontes de incerteza inherentes á previsión dos fluxos de caixa e expón tres ferramentas destinadas a avaliar o risco: a análise de escenarios, a análise do punto morto e a simulación de Monte Carlo. Na parte final, Titman e Martin (2009) introducen a consideración da variable flexibilidade na realización de proxectos a través da técnica de árbores de decisión.

Na segunda parte do manual os autores profundan no concepto de custo de capital referido tanto á empresa no seu conxunto coma a un proxecto en particular. Así, ao longo do capítulo cuarto defínese o custo medio ponderado de capital que proporciona a taxa de desconto que se utiliza para valorar a empresa. Titman e Martin

(2009) sintetizan a mecánica para a súa estimación en tres fases: i) definir a estrutura de capital da empresa; ii) estimar o custo de oportunidade de cada fonte de capital; iii) calcular unha media ponderada do custo logo de impostos de cada fonte.

No capítulo quinto examínase a taxa de desconto adecuada para valorar un proxecto de investimento concreto. Deste modo, preséntanse dous métodos alternativos para estimala: o custo de capital medio ponderado divisional e o custo de capital medio ponderado específico do proxecto. Por último, expónse o concepto de taxa mínima de rendibilidade.

Unha vez exposta a teoría sobre o custo de capital, a terceira parte do manual céntrase na valoración da decisión de crecemento externo, isto é, de adquisición de empresas. Para iso, no capítulo sexto preséntase a metodoloxía de valoración de empresas mediante a aplicación de múltiplos baseados no mercado ou valoración relativa. Así, os autores presentan exemplos referidos a inmobles e detállanse os múltiplos máis utilizados, como son o EBITDA e o PER. Finalmente, céntranse na exposición das súas limitacións relativas á selección de empresas comparables e á elección da ratio de valoración.

No capítulo sétimo, Titman e Martin (2009) propoñen un enfoque de valoración híbrido que combina a metodoloxía do desconto de fluxos de caixa tradicional coa valoración por comparables. Os autores utilizan este último enfoque para determinar o valor terminal ou en continuidade. Co afán de mellorar o realismo da valoración, na última parte do capítulo introdúcese o enfoque do valor actual axustado, que recolle os cambios na estrutura de capital da empresa ao longo do tempo.

A continuación o capítulo oitavo adopta a óptica dun investidor en capital privado desde unha dobre vertente: o investimento dunha compañía de capital risco e o investimento dun fondo *leverage buyout*. Para ambas as dúas perspectivas os autores propoñen un enfoque de valoración híbrido que trata con especial interese o valor terminal, dado que nel se concentra a maior parte do valor neste tipo de investimentos.

No seguinte capítulo –o capítulo noveno–, Titman e Martin (2009) exploran o conflito ao que se enfrontan os directivos no momento de tomar a decisión de investimento, dado que non sempre a mellor alternativa no longo prazo vai permitir obter resultados positivos no curto prazo en termos de beneficio por acción. A preferencia dos xestores polos resultados por acción no curto prazo deriva da necesidade permanente de transmitirle ao mercado unha imaxe positiva e adecuada do seu rendemento. De acordo cos autores, a solución a estas asimetrías de intereses pode supoñer o deseño de políticas adecuadas de retribución dos directivos e de comunicación baseada na confianza e na credibilidade ante a comunidade de investidores.

Nas últimas décadas, de cara a recoller a flexibilidade e a incerteza que certos proxectos de investimento presentan, desenvolveuse a valoración con opcións reais a partir da teoría aplicada ás opcións financeiras. Deste modo, esta é a temática que os autores recollen na cuarta e última parte do manual. En concreto, o capítulo décimo presenta o enfoque de valoración de produtos derivados para avaliar oportu-

nidades de investimento. A diferenza do método de desconto de fluxos de caixa, onde o axuste por risco se realiza na taxa de desconto, baixo este enfoque axústanse os fluxos de caixa estimados utilizando os prezos de mercado dos contratos de derivados.

A facultade de responder de forma dinámica a unha contorna cambiante, é dicir, a flexibilidade operativa, é unha característica que lle engade valor a un investimento real. A valoración con opcións reais trata de recoller este valor, que pode ser xerado pola posibilidade de alterar o calendario de implementación dun proxecto ou mesmo de abandonalo ou de amplialo no tempo, entre outras. Desta forma, isto constitúe o eixe temático do capítulo once. Nel propóñense tres enfoques para a valoración con opcións reais: árbores de decisión en combinación con retículos binomiais, valoración a través de fórmulas derivadas dos traballos pioneiros de Black e Scholes (1973) e análise mediante simulación. Dada a novidade da análise con opcións reais, Titman e Martin (2009) identifican unha serie de erros comúns na utilización desta metodoloxía.

Finalmente, co obxectivo de introducir os proxectos de investimento no marco da estratexia global da empresa, Titman e Martin (2009) analizan o papel das opcións estratéxicas no capítulo doce. Así mesmo, recalcan o potencial de creación de valor que se encerra na flexibilidade das estratexias da empresa.

En definitiva, *Valoración: el arte y la ciencia de las decisiones de inversión corporativa* constitúe unha boa fonte bibliográfica para aqueles que desexen profundar nas técnicas de valoración sen perder a perspectiva da realidade económica das empresas actuais. Existen numerosos exemplos en escenarios prácticos destinados a contextualizar a toma de decisións. Titman e Martin (2009) presentan consellos de diferente índole, así como problemas e casos de estudo, e complementan a súa obra con follas de cálculo –dispoñibles na web– nas que recollen os exemplos do manual.

MARÍA JESÚS RODRÍGUEZ GULÍAS  
Universidade de Santiago de Compostela