

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

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

Recibido: 25 de marzo de 2010

Aceptado: 26 de julio de 2010

En el actual entorno empresarial se impone la necesidad de aplicar técnicas avanzadas de valoración de proyectos y empresas con el objetivo de emular la realidad contemporánea en la que la capacidad productiva empresarial proviene tanto del desarrollo interno de nuevos proyectos como de la adquisición de unidades operativas externas.

*Valoración: El arte y la ciencia de las decisiones de inversión corporativa* provee al gestor de una herramienta integral y multidisciplinar que reporta información y que sirve de base fundamentada en la toma de decisiones. Titman y Martin (2009) agrupan los principales métodos de valoración, desde los más tradicionales, como por ejemplo el método de descuento de flujos de caja, hasta las últimas aportaciones, como la valoración mediante opciones reales. A lo largo del texto intercalan la exposición teórica con el desarrollo de casos prácticos, que facilitan el seguimiento y atención del lector sobre la materia.

En el primer capítulo, Titman y Martin (2009) se centran en el marco general de la evaluación de inversiones, revisando el concepto de valoración de proyectos de forma tanto teórica como práctica. Los autores enfatizan la necesidad de ir más allá del método de descuento de flujos de caja ya que, a pesar de que consideran positiva la utilidad del valor actual neto, hacen hincapié en la importancia de complementarlo evaluando simultáneamente otros factores.

La valoración de proyectos es el hilo conductor en los dos capítulos siguientes. De este modo, en el capítulo segundo se presentan los fundamentos del análisis mediante la aplicación del descuento de flujos de caja. Los autores subrayan la necesidad de que los gestores dominen esta herramienta para poder disponer de una base de conocimientos sólida que les permita avanzar hacia el dominio de otras técnicas más complejas.

El capítulo tercero se centra en el análisis de las fuentes de incertidumbre inherentes a la previsión de los flujos de caja y expone tres herramientas destinadas a evaluar el riesgo: el análisis de escenarios, el análisis del punto muerto y la simulación de Monte Carlo. En la parte final, Titman y Martin (2009) introducen la consideración de la variable flexibilidad en la realización de proyectos a través de la técnica de árboles de decisión.

En la segunda parte del manual los autores profundizan en el concepto de coste de capital referido tanto a la empresa en su conjunto como a un proyecto en parti-

cular. Así, a lo largo del capítulo cuarto se define el coste medio ponderado de capital que proporciona la tasa de descuento que se utiliza para valorar la empresa. Titman y Martin (2009) sintetizan la mecánica para su estimación en tres fases: i) definir la estructura de capital de la empresa; ii) estimar el coste de oportunidad de cada fuente de capital; iii) calcular una media ponderada del coste tras impuestos de cada fuente.

En el capítulo quinto se examina la tasa de descuento adecuada para valorar un proyecto de inversión concreto. De este modo, se presentan dos métodos alternativos para estimarla: el coste de capital medio ponderado divisional y el coste de capital medio ponderado específico del proyecto. Por último, se expone el concepto de tasa mínima de rentabilidad.

Una vez expuesta la teoría sobre el coste de capital, la tercera parte del manual se centra en la valoración de la decisión de crecimiento externo, esto es, de adquisición de empresas. Para ello, en el capítulo sexto se presenta la metodología de valoración de empresas mediante la aplicación de múltiplos basados en el mercado o valoración relativa. Así, los autores presentan ejemplos referidos a inmuebles y se detallan los múltiplos más utilizados, como son el EBITDA y el PER. Finalmente, se centran en la exposición de sus limitaciones relativas a la selección de empresas comparables y a la elección de la ratio de valoración.

En el capítulo séptimo, Titman y Martin (2009) proponen un enfoque de valoración híbrido que combina la metodología del descuento de flujos de caja tradicional con la valoración por comparables. Los autores utilizan este último enfoque para determinar el valor terminal o en continuidad. Con afán de mejorar el realismo de la valoración, en la última parte del capítulo se introduce el enfoque del valor actual ajustado, que recoge los cambios en la estructura de capital de la empresa a lo largo del tiempo.

A continuación, el capítulo octavo adopta la óptica de un inversor en capital privado desde una doble vertiente: la inversión de una compañía de capital riesgo y la inversión de un fondo *leverage buyout*. Para ambas perspectivas los autores proponen un enfoque de valoración híbrido que trata con especial interés el valor terminal, dado que en él se concentra la mayor parte del valor en este tipo de inversiones.

En el siguiente capítulo –el capítulo noveno–, Titman y Martin (2009) exploran el conflicto al que se enfrentan los directivos en el momento de tomar la decisión de inversión, dado que no siempre la mejor alternativa a largo plazo va a permitir obtener resultados positivos a corto plazo en términos de beneficio por acción. La preferencia de los gestores por los resultados por acción a corto plazo deriva de la necesidad permanente de transmitir al mercado una imagen positiva y adecuada de su rendimiento. De acuerdo con los autores, la solución a estas asimetrías de intereses puede suponer el diseño de políticas adecuadas de retribución de los directivos y de comunicación basada en la confianza y la credibilidad ante la comunidad de inversores.

En las últimas décadas, de cara a recoger la flexibilidad y la incertidumbre que ciertos proyectos de inversión presentan, se ha desarrollado la valoración con opciones reales a partir de la teoría aplicada a las opciones financieras. De este modo, esta es la temática que los autores recogen en la cuarta y última parte del manual. En concreto, el capítulo décimo presenta el enfoque de valoración de productos derivados para evaluar oportunidades de inversión. A diferencia del método de descuento de flujos de caja, donde el ajuste por riesgo se realiza en la tasa de descuento, bajo este enfoque se ajustan los flujos de caja estimados utilizando los precios de mercado de los contratos de derivados.

La facultad de responder de forma dinámica a un entorno cambiante, es decir, la flexibilidad operativa, es una característica que añade valor a una inversión real. La valoración con opciones reales trata de recoger este valor, que puede ser generado por la posibilidad de alterar el calendario de implementación de un proyecto o incluso de abandonarlo o de ampliarlo en el tiempo, entre otros. De esta forma, esto constituye el eje temático del capítulo once. En él se proponen tres enfoques para la valoración con opciones reales: árboles de decisión en combinación con retículos binomiales, valoración a través de fórmulas derivadas de los trabajos pioneros de Black y Scholes (1973) y análisis mediante simulación. Dada la novedad del análisis con opciones reales, Titman y Martin (2009) identifican una serie de errores comunes en la utilización de esta metodología.

Finalmente, con el objetivo de introducir los proyectos de inversión en el marco de la estrategia global de la empresa, Titman y Martin (2009) analizan el papel de las opciones estratégicas en el capítulo doce. Asimismo, recalcan el potencial de creación de valor que se encierra en la flexibilidad de las estrategias de la empresa.

En definitiva, *Valoración: el arte y la ciencia de las decisiones de inversión corporativa* constituye una buena fuente bibliográfica para aquellos que deseen profundizar en las técnicas de valoración sin perder la perspectiva de la realidad económica de las empresas actuales. Existen numerosos ejemplos en escenarios prácticos destinados a contextualizar la toma de decisiones. Titman y Martin (2009) presentan consejos de diferente índole, así como problemas y casos de estudio, y complementan su obra con hojas de cálculo –disponibles en la web– en las que recogen los ejemplos del manual.

MARÍA JESÚS RODRÍGUEZ GULÍAS  
Universidade de Santiago de Compostela