HERMANN SIMON
MIGUEL AFÁN DE RIBERA

TRUE PROFIT!

Ninguna empresa quebró jamás por obtener beneficios

DIAZ DE SANTOS

HERMANN SIMON
MIGUEL AFÁN DE RIBERA

TRUE PROFIT!

Ninguna empresa quebró jamás por obtener beneficios

DIAZ DE SANTOS

Madrid • Buenos Aires • México • Bogotá

© Hermann Simon, Miguel Afán de Ribera, 2022 (Versión papel)
© Hermann Simon, Miguel Afán de Ribera, 2022 (Versión electrónica)

Reservados todos los derechos.

Queda prohibida, salvo excepción prevista en la ley ,cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública y transformación de esta obra sin contar con la autorización de los titulares de propiedad intelectual. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (art.270 y siguientes del Código Penal). El Centro Español de Derechos Reprográficos (CEDRO) vela por el respeto de los citados derechos.

Ediciones Díaz de Santos
Email:ediciones@editdiazdesantos.com
www.editdiazdesantos.com

ISBN: 978-84-9052-458-9 (Libro electrónico)
ISBN: 978-84-7978-452-7 (Libro en papel)

ÍNDICE

PRÓLOGO IX

CAPÍTULO 1. Beneficio: ¿qué es? 1
CAPÍTULO 2. En busca del beneficio 21
CAPÍTULO 3. El objetivo 47
CAPÍTULO 4. La ética del beneficio 65
CAPÍTULO 5. Diagnóstico y tratamiento 89
CAPÍTULO 6. El motor del beneficio: el precio 119
CAPÍTULO 7. El motor del beneficio: el volumen de ventas 149
CAPÍTULO 8. El motor del beneficio: el coste 173

EPÍLOGO 203

PRÓLOGO

El beneficio es el coste de la supervivencia. Si una empresa no obtiene beneficios, tarde o temprano desaparecerá. Esto les ocurre a miles de empresas cada año.

Una empresa se declara insolvente cuando no puede pagar su pasivo circulante. Mientras que la falta de liquidez es la causa inmediata, no es la causa raíz de la insolvencia. La verdadera razón es la ausencia continuada de beneficio, lo que significa que los recursos que pone una empresa superan el valor que produce. A largo plazo, esto resulta insostenible para las empresas privadas.

Crear una empresa no es demasiado difícil. El mayor reto es dirigirla de forma rentable en el tiempo. Nueve de cada diez empresas de nueva creación quiebran en los tres primeros años. ¿Por qué ocurre esto? La razón más evidente es la falta de liquidez. Sin embargo, al final, estas empresas se hunden porque no tienen perspectivas de beneficios. Frecuentemente se olvida que la obtención de beneficios es una necesidad, no una elección.

El beneficio es lo opuesto al despilfarro. Es y seguirá siendo el único criterio para el éxito sostenible y la viabilidad de una empresa.

Teniendo en cuenta lo anterior, cabría esperar que se escribiera mucho sobre beneficios empresariales aunque, como se puede comprobar en amazon.com, no hay ningún libro que trate de manera explícita y exclusiva este tema. Este libro es el primero. Hablaré de las numerosas y a veces impactantes facetas del beneficio: su terminología, su búsqueda, su ética, sus causas y sus motores.

Del contenido de este libro se extraen tanto mis experiencias en investigación como en la vida profesional. Incluye numerosos casos prácticos y citas de personas de distintos lugares del mundo que revelan que el beneficio tiene un lado profundamente emocional, ya no solo económico. Cada vez es más común que el destino de un emprendedor termine trágicamente porque ha descuidado el objetivo de ser rentable.

Mi postura es clara, estoy convencido de que los empresarios deben estar firmemente orientados al beneficio. Generar beneficios no es solo el mejor ob-

jetivo a largo plazo para una empresa, también es la responsabilidad ética de un líder empresarial.

Este tema es relevante siempre pero lo es especialmente en entornos como el actual. Después de un 2020 y 2021 tremendamente complicados debidos a los efectos del COVID-19, la reactivación de la demanda ha traído consigo distintos efectos colaterales y, entre otros, unos niveles de inflación insólitos en muchos países y con perspectiva de quedarse durante bastante tiempo. Uno de los efectos de la inflación es el incremento de los costes de las empresas. Esto va a ser una losa especialmente pesada para las compañías que no tengan su músculo de generación de beneficios bien engrasado. Mirar a los beneficios "nominales" ya no es suficiente, los beneficios "reales" son los relevantes.

Por todo lo anterior, con este libro me gustaría situar la generación del beneficio como esencia de lo que los empresarios, directivos y fundadores ambiciosos se esfuerzan por mantener a punto. Al fin y al cabo lo que no son cuentas, son cuentos.

Primavera de 2022

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hermann Simon
Fundador y Presidente honorífico
Simon-Kucher & Partners

Miguel Afán de Ribera
Socio *Simon-Kucher & Partners*

I

BENEFICIO: ¿QUÉ ES?

"¡ESTOY TOTALMENTE A FAVOR DE MAXIMIZAR BENEFICIOS!"

Si quieres enfadar a una gran parte de la sociedad y ponértela en contra, pronunciar esa frase es una forma muy rápida de hacerlo.

Pocas expresiones son más polémicas que "maximización del beneficio". Hay personas que incluso se vuelven locas al oír la palabra "beneficio". Durante una gran manifestación contra el gigante industrial alemán Bayer AG en su reunión anual de accionistas el 26 de abril de 2019, me vi envuelto en una discusión con los manifestantes. Cuando mencioné que una empresa necesita obtener beneficios para sobrevivir, se burlaron de mí y me increparon de manera violenta.

Esta reacción tan agresiva parece ser universal. Muchos observadores consideran que la maximización de los beneficios –o, lo que es peor, la maximización del "valor para el accionista"– es la raíz de todos los males económicos. Por supuesto, es muy común que el grueso de los empleados se oponga también a la maximización de los beneficios como concepto. Pero más allá de eso, da igual que los oyentes sean profesores, médicos, abogados o funcionarios, por no hablar de los críticos que se cuentan entre politólogos, sociólogos o filósofos. Ni siquiera existe un consenso general a favor del concepto de "beneficio" entre los mismos empresarios.

En mi opinión es justo al contrario, la maximización del beneficio es simplemente la antítesis del despilfarro. Los críticos afirman que la maximización del beneficio y del valor para el accionista desemboca en la explotación de los recursos y los trabajadores, de las disparidades en los ingresos y en el patrimonio, de la deslocalización de puestos de trabajo a países con salarios bajos, del traslado de las sedes de las empresas a paraísos fiscales y de muchas otras prácticas abusivas.

Estas críticas contrastan con los fundamentos básicos de microeconomía. Si una empresa no se esfuerza por conseguir el mayor beneficio posible, corre el riesgo de que su competencia la aniquile. Recogiendo el mantra de la comunidad científica, la ley suprema de los negocios es *profit or perish*.

El beneficio es la recompensa por asumir riesgos empresariales. El beneficio es lo que queda después de que una empresa cumpla con todas sus obligaciones contractuales con sus empleados, proveedores, bancos, otros acreedores y los diversos gobiernos nacionales, estatales y locales que cobran impuestos. El beneficio es, en consecuencia, un excedente que pertenece exclusivamente a los propietarios de la empresa. Una vez que la empresa ha cumplido todas sus obligaciones con los actores externos, ya nadie puede reclamar nada más.

Esta simple e indiscutible definición de beneficio no está en absoluto aceptada por todos. Durante su mandato como presidente francés, Nicolas Sarkozy declaró que "es injusto que los accionistas y los propietarios se queden con todos los beneficios de una empresa. Que sería más justo que los beneficios de la empresa se dividieran en tres partes iguales: una para los accionistas, otra para los empleados y otra para reinvertir en la empresa"[1]. En opinión de Sarkozy, es inaceptable que los propietarios de una empresa reclamen para sí todos los beneficios. En mi opinión, esto equivale a decir que es inaceptable que los empleados se queden con su salario neto y no permitan que otros reclamen su dinero. Sin embargo, declaraciones populistas como las de Sarkozy gozan de un amplio favor del público.

ENTONCES, ¿QUÉ ES EL BENEFICIO?

La definición más sencilla y fácil de entender es: el beneficio es la cantidad residual que queda después de que una empresa haya cumplido con todas sus obligaciones con agentes externos. Por desgracia, la realidad es más compleja.

Existe una gran variedad de definiciones de beneficio, algunas de ellas son confusas o incluso engañosas. Cuando hablamos de beneficios, debemos saber *exactamente* de qué estamos hablando. No puedo permitirme dejar que el lector se desentienda de las definiciones de beneficio más comunes, como punto de partida. El objetivo de este libro es comprender en profundidad lo que el beneficio representa en realidad, no cómo se calcula matemáticamente.

El beneficio se define así:

(1.1) Beneficio = Ingresos – Costes.

Los ingresos comprenden las ventas o los ingresos de la actividad, definidos como el resultado del precio y el volumen de unidades:

(1.2) Ingresos = Precio x volumen de unidades.

1 https://www.wsj.com/articles/SB10001424052748703922804576301090149677206

Dentro de este concepto también se incluyen elementos financieros como los ingresos por intereses, los ingresos extraordinarios por venta de activos, devoluciones de impuestos y otras participaciones financieras similares.

El beneficio es fruto de tres factores: el precio, el volumen de ventas y los costes. Los costes se dividen en costes fijos y costes variables. Si un país impone un impuesto sobre las ventas o sobre el valor añadido (IVA), los ingresos se suelen expresar sin incluir esos impuestos.

Además de los ingresos y los costes de explotación, aspectos financieros como, por ejemplo, intereses financieros o venta de activos, forman parte del cálculo del beneficio.

Los ingresos ocupan la primera línea en los informes financieros estándar y suelen denominarse *top line*. El beneficio después de impuestos –el verdadero, de acuerdo con nuestra definición anterior– suele ser la última línea del informe, no la *lottom line*.

¿ES EL BENEFICIO UN COSTE?

Otra perspectiva muy acertada consiste en interpretar el beneficio como un coste. "El beneficio es el coste de la supervivencia", dijo Peter Drucker[2]. Según su opinión, el beneficio comprende tres tipos de costes:

- costes del capital,
- costes del riesgo comercial/empresarial, y
- costes de asegurar futuros puestos de trabajo y pensiones.

En este sentido, el beneficio no debe entenderse como un bien residual que, con suerte, tiene un signo positivo al final del ejercicio. Por el contrario, el beneficio debe contemplarse por adelantado, al igual que el coste, para garantizar la supervivencia de la empresa.

La variedad de formas que se utilizan para identificar el concepto de beneficio añade confusión en lugar de transparencia. Por un lado vemos resultados, ganancias, excedentes, beneficios, ingresos, rendimiento y margen. Además, el problema se agrava con la inclusión de modificadores como "de explotación", "de operaciones continuas", "preliminar", "nominal", "real", "ajustado a la inflación", "extraordinario", además de distinciones entre distintos niveles organizativos (corporativo, de grupo, por unidad de negocio) y periodos de tiempo (trimestral, anual). También existe el beneficio "contable", basado en los ingresos y costes de la operación que se recogen explícitamente en los

2 Véase Peter Drucker, "The Delusion of 'Profits", *The Wall Street Journal*, 5 de febrero de 1975, p. 10

libros contables de la empresa. Por último, tenemos otros conceptos como el beneficio "normal" y el beneficio económico, que tiene en cuenta el coste de oportunidad del capital.

¿Veis ahora por qué necesitamos claridad y orientación cuando se trata del beneficio?

En los informes de prensa y en las reuniones, a menudo es difuso saber de qué tipo de beneficio se habla. En la comunidad financiera se han establecido ciertas medidas estándar de beneficio. Sin embargo, estas no tienen nada en común con la definición de "beneficio real", es decir, la cantidad de dinero que queda después de que una empresa cumpla con sus obligaciones. Uno se inclina a pensar que esta jerga surge de tácticas de confusión intencionadas para que el público en general –y en algunos casos incluso los entendidos– se esfuerce por comprenderlo. Esta jerga es responsable, al menos en parte, de la confusión y las percepciones erróneas generalizadas sobre la realidad de los beneficios empresariales.

El objetivo de este libro no es hacer un examen exhaustivo de cómo se calcula el beneficio en toda su complejidad. Para eso está la literatura contable especializada. Mi objetivo con estas páginas es ofrecer al lector explicaciones breves de los términos y conceptos más comunes. Pero os dejo una recomendación: en cualquier debate en el que aparezca la palabra "beneficio", preguntaos qué incluye y qué excluye ese término.

DESPEJAR LA SOPA DE LETRAS DE LOS BENEFICIOS

Además de los términos mencionados anteriormente, los informes empresariales internacionales suelen incluir una sopa de letras de acrónimos, como EAT (beneficios después de impuestos), EBT (beneficios antes de impuestos), EBIT (beneficios antes de intereses e impuestos) y EBITDA (beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización). Veamos estos conceptos con más detalle.

- Beneficio después de impuestos (EAT): a menudo llamado beneficio neto. En última instancia, es el término de beneficio más destacado, porque es la cantidad que retienen los accionistas.
- Beneficio antes de impuestos (EBT): como su nombre indica, a esta cifra de beneficios aún no se le han restado los impuestos pertinentes. Por lo tanto, no representa el verdadero beneficio porque no es la cantidad que los propietarios de la empresa pueden retener para sí mismos.
- Beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT): este concepto suele también denominarse beneficio operativo, pero no se utiliza de forma uniforme. Si el endeudamiento de la empresa es elevado, y por tanto el pago de intereses, el importe del EBIT llamará mucho más la atención

que el EAT. Esta es una de las razones por las que el EBIT es una métrica muy popular en los informes financieros de las empresas.

- Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA): a diferencia del EBIT, esta cantidad es mayor porque excluye la depreciación y amortización de instalaciones, maquinaria y activos intangibles. Este término también suele denominarse beneficio de explotación. A veces, la cifra se ajusta para reflejar los gastos e ingresos extraordinarios. En ese caso, se utiliza el término "EBITDA ajustado". El EBITDA no tiene "casi nada que ver" con el EAT, tal y como lo hemos definido anteriormente. No obstante, la evaluación de una determinada empresa suele expresarse como un múltiplo del EBIT o del EBITDA. En el caso del EBITDA, la depreciación y la amortización no solo abarcan los activos físicos, sino también las depreciaciones del valor de la empresa tras una adquisición, término conocido como fondo de comercio. Estas sumas suelen ser bastante elevadas.

La Figura 1.1 muestra la relación entre los diferentes niveles de "beneficio".

EAT (Beneficio después de impuestos) + Impuestos - Deducciones Fiscales
= EBT (Beneficios antes de impuestos) + Pago de intereses - Ingresos por intereses
= EBIT (Beneficio antes de intereses e impuestos) + Depreciación y amortización de activos - Deterioro de activos - Corrección de activos
= EBITDA (Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización) + Ingresos no operativos - Gastos no operativos
= EBITDA ajustado

Figura 1.1. Relaciones entre los diferentes niveles de beneficio.

Toda esta sopa de letras muestra claramente lo importante que es prestar atención al término de beneficio que se utiliza. De lo contrario, es fácil confundirse.

La imaginación que se emplea para mejorar "artificialmente" las cifras de beneficios parece no tener límites. Un periodista especializado en economía me envió este comentario: "Asisto regularmente a las reuniones anuales de accionistas. Los directivos dan vueltas a todo tipo de cifras e indicadores clave, aparentemente en un esfuerzo por enmascarar sus errores. Una de esas cifras es el EBITDAR (R de reestructuración). A veces da la impresión de que esas cifras se han inventado solo para conferencias sobre resultados. En la "Nueva Economía", los directores financieros han jugado con la "tasa de gasto"[3] de sus empresas como un factor de éxito. Esto me creaba confusión y me hizo pensar que el beneficio es más algo que "está bien tener" en lugar de algo que "es necesario tener""[4].

Las consecuencias de la burbuja de la Nueva Economía de principios de los 2000 no disminuyeron en absoluto la creatividad. Hace poco oí hablar de una nueva variante llamada EBITDAL donde la "L" corresponde a *leases* (arrendamientos). Esto significa que la empresa ha añadido aparentemente el coste de sus arrendamientos a su cifra de "beneficios". Parece que no hay límite en el número de letras que se pueden añadir a estas definiciones.

De todas formas, ¿por qué habría que preocuparse si *losses are sexy again*, según una revista especializada? Más del 80% de las empresas que han salido a bolsa recientemente en EE UU nunca han obtenido beneficios[5]. Por ejemplo, Uber salió a bolsa el 10 de mayo de 2019. Pero en 2018, registraba unas pérdidas de 3.800 millones de dólares. Al mismo tiempo, la compañía declaraba un "beneficio de contribución a la plataforma central" de 940 millones de dólares.

Ese mismo año WeWork, proveedor de espacios de oficina compartidos, registró unas pérdidas de 1.900 millones de dólares sobre unos ingresos de 1.800 millones. Entonces la empresa ideó una nueva métrica llamada *community adjusted EBITDA*, que excluía partidas como los gastos de marketing. También está Groupon, la plataforma mundial de comercio electrónico de bienes y servicios con descuento. Anunció un *adjusted consolidated segment operating income* de 61 millones de dólares, aunque las pérdidas de la empresa ascendieron a 420 millones de dólares. La nueva, y creativa, métrica no incluía los costes de adquisición de nuevos clientes. Groupon consideraba esos costes como una inversión en su futuro[6].

---

3 El término "tasa de gasto" o "tasa de consumo de efectivo" se utiliza con mayor frecuencia en relación con las empresas de nueva creación. El índice de consumo de efectivo indica el ritmo al que disminuyen los recursos financieros de una empresa.

4 Correo electrónico personal que recibí de Finn Mayer-Kuckuk el 12 de diciembre de 2011.

5 Consúltese https://www.wiwo.de/finanzen/boerse/stelter-strategische-verluste-sind-wieder-sexy/24253188.html

6 Con respecto a estos ejemplos, consultar Rolf Winkler. "Uber and Lyft Get Creative With Numbers, but Investors Aren't Blind to the Losses", *Wall Street Journal Online*, 14 de mayo de 2019.

Bajo el irónico título de *Profit before costs*, un periodista se explayó sobre esta moderna tendencia de retorcer positivamente lo que es, en realidad, una situación de beneficios miserable. "En algunos años, el beneficio real es minúsculo o totalmente insatisfactorio. Entonces es cuando las empresas se vuelven muy creativas. Añaden los impuestos y los intereses al beneficio neto, o la depreciación. Y cuando esa cifra sigue sin ser digna de presentarse, añaden "partidas especiales" o gastos puntuales. Una empresa revisa la cifra de beneficios al alza durante mucho tiempo, utilizando las partidas que quiera, hasta que llega a una cifra que parece buena en relación con la competencia. Pero esa cifra ya no dice nada sobre la verdadera rentabilidad de la empresa"[7].

El periodista añadió: "Muchas empresas consideran que el EBITDA es relevante. Pero para mí, esta cifra no dice absolutamente nada. Si una empresa no puede ni siquiera ganar su amortización, está destruyendo capital y muy probablemente se dirige hacia su extinción"[8].

EXPRESAR EL BENEFICIO EN TÉRMINOS DE "RATIOS"

Una de las formas preferidas de expresar los beneficios es en forma de ratios, que permiten una mejor comparación entre empresas, sectores empresariales e industrias. Un ratio de beneficios es un indicador en el que el nivel de beneficios –independientemente de cómo se defina– es el numerador y la base de referencia o comparación es el denominador. Se puede utilizar cualquiera de las métricas de beneficios mencionadas anteriormente para determinar estos ratios. Los indicadores suelen expresarse en porcentajes.

Los más utilizados son los siguientes:

(1.3) Rentabilidad sobre las ventas (ROS) = Beneficios/Ingresos

Este indicador señala el porcentaje de ingresos que queda como beneficio. Si se utiliza el ingreso neto o EAT en (1.3), el porcentaje resultante es la rentabilidad neta de las ventas. Del mismo modo, nos referiremos a esta cifra como "margen de beneficio neto".

También se puede medir el beneficio en relación con el capital invertido. Este indicador utiliza la cantidad total de capital invertido (=activos) y el beneficio (independientemente de la definición) para calcular el retorno del capital invertido:

(1.4) Retorno de los activos = Beneficios/Activos.

---

7 Georg Giersberg. "Gewinn vor Kosten", *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 19 de enero de 2017.

8 Correo electrónico personal recibido el 6 de enero de 2013.

En la práctica, se suele utilizar la variante de la ecuación (1.4) que incluye los intereses. La razón es que el retorno del capital total se compone de los beneficios y los intereses. Utilizando este método, obtenemos la siguiente ecuación:

(1.5) Retorno de los activos = (Beneficios + Intereses) /Activos

Dado que los intereses son deducibles como gasto, también se utiliza la siguiente variante:

(1.6) Retorno de los activos = (Beneficios + Intereses(1-*s*))/Activos

La *s* representa el tipo del impuesto de sociedades.

Otras variantes de este tipo de ecuaciones son el retorno de la inversión (ROI), el retorno sobre el capital empleado (ROCE) y el retorno sobre los activos netos (RONA). Para el ROCE y el RONA, el cálculo utiliza el capital total, o los activos totales ajustados con las cuentas a pagar y las cuentas a cobrar.

La rentabilidad de los fondos propios (ROE) refleja el beneficio como porcentaje de los fondos propios:

(1.7) Rentabilidad de los fondos propios = Beneficios/Fondos propios

Los fondos propios se definen como el total del activo menos el pasivo (normalmente deuda). Al igual que las demás ecuaciones, esta puede tener diferentes variantes de beneficios en el numerador.

Existe la siguiente relación entre los distintos tipos de rendimiento:

(1.8) Rentabilidad sobre las ventas = Retorno de los activos/rotación de capital

La rotación de capital se define como los ingresos divididos por los activos totales, e indica la frecuencia con la que se renueva el capital en un año. La rotación de capital varía considerablemente entre distintos sectores. La Figura 1.2 muestra la gran disparidad en la rotación de capital de grandes empresas pertenecientes a distintos sectores y países.

Empresa	País	Ingresos en bn$	Activos en bn$	Rotación de capital
Walmart	EEUU	524	236	2.22
Volkswagen	Alemania	283	548	0.52
Amazon	EEUU	281	225	1.25
Exxon Mobil	EEUU	265	363	0.73
Apple	EEUU	260	339	0.77
Samsung Electronics	Corea del Sur	198	305	0.65
AT&T	EEUU	181	552	0.33
Hon Hai	Taiwan	173	111	1.56
Alphabet	EEUU	162	276	0.59
JPMorgan Chase	EEUU	142	2687	0.05
Bank of China	China	135	3269	0.04
Allianz	Alemania	130	1135	0.11
Lukoil	Rusia	115	96	1.20
Hitachi	Japón	81	92	0.88
Vodafone Group	Reino Unido	50	185	0.27
Sanofi	Francia	42	127	0.33

Figura 1.2. Ingresos, activos y rotación de capital de empresas de diversos sectores y países (ejercicio 2019, Fuente: *Fortune*, agosto 2020).

Si la rotación de capital es menor que 1, significa que el rendimiento sobre las ventas es mayor que el retorno de los activos. Si resolvemos la ecuación (1.8) para el retorno de los activos, obtenemos:

(1.9) Retorno de los activos = Rentabilidad sobre las ventas x Rotación de capital

Esta ecuación muestra que el retorno de los activos aumenta proporcionalmente con la rentabilidad sobre las ventas y la rotación de capital.

Para la interrelación entre la rentabilidad de los fondos propios y el retorno de los activos, la relación entre la deuda y los activos juega un papel esencial. Esta relación se define como la deuda dividida por el activo total.

(1.10) Rentabilidad de los fondos propios = Retorno de los activos/ (1 – Deuda/Activos totales)

Utilizaremos un ejemplo numérico para ilustrarlo. El activo total es de 100 euros y 50 de ellos son prestados, lo que deja una relación entre la deuda y los activos de 0,5. El beneficio antes de intereses es de 10 euros (por ahora ignora-

remos los impuestos) y el tipo de interés de la deuda es del 5%. Esto significa que los 50 euros de deuda cuestan 2,50 euros de intereses.

Por tanto, el beneficio después de intereses es de 7,50 euros. Utilizando la ecuación (1.4), obtenemos un retorno de los activos del 7,5%. Según la ecuación (1.7), la rentabilidad de los fondos propios es del 15%. Si utilizamos la ecuación (1.5) para el retorno de los activos, con los intereses incluidos en el numerador, obtenemos un retorno de (7,50€+ 2,50€) /100€ = 0,10 o 10%. Si utilizamos la ecuación (1.6) y asumimos un tipo impositivo para las empresas del 30%, obtenemos una rotación de los activos de (7,50 € + 2,50 € x 0,7) / 100= 0,0925, o el 9,25%.

Ahora bien, ¿qué sucede cuando aumentamos el importe de la deuda de 50 a 60 euros, reduciendo los fondos propios a 40 euros? Los ingresos y el beneficio antes de intereses no cambian. En este caso, el importe de los intereses adeudados es de 3 €, por lo que el beneficio después de intereses es de 7 € y el retorno de los activos disminuye al 7%. La ecuación (1.10) conduce a una rentabilidad de los fondos propios de 7/0,4 = 17,5%. Esto demuestra el llamado efecto apalancamiento. Si el tipo de interés es inferior al retorno de los activos, un mayor nivel de deuda aumentará la rentabilidad de los fondos propios. Sin embargo, un nivel de endeudamiento más elevado también aumenta el riesgo de la empresa. Y cuando el tipo de interés es superior a la tasa interna de retorno (TIR), el efecto de apalancamiento se vuelve negativo, es decir, un endeudamiento mayor disminuye la rentabilidad de los fondos propios.

Indicadores como la rentabilidad sobre las ventas, el retorno de los activos totales y la rentabilidad de los fondos propios tienen ventajas en comparación con la presentación de informes sobre los beneficios absolutos. Permiten realizar comparaciones entre unidades de negocio, empresas, sectores e incluso entre países, aunque cada uno de ellos mide diferentes aspectos de la obtención de beneficios. Volveremos a hablar de ellos en capítulos posteriores.

Métricas clave	$m	en porcentaje
Activos	134	100
Fondos propios	56	41.8
Deuda	78	58.2
Rotación de capital		67.9
Ingresos	91	100
Depreciación	5.9	6.5
Intereses	1.5	1.6
Impuestos	3.8	4.2
Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA)	20.6	22.6
Beneficios antes de intereses e impuestos (EBIT)	14.7	16.2
Beneficios antes de impuestos (EBT)	13.2	14.5
Beneficios después de impuestos (EAT)	9.4	10.3
Retorno de los activos basado en EBIT		11.0
Retorno de los activos basado en EAT		7.0
Rentabilidad de los fondos propios		16.8

Figura 1.3. Indicadores de beneficio de una empresa de bienes de consumo mediana.

Para ilustrar todos estos indicadores financieros en conjunto, utilizamos el ejemplo de un fabricante de bienes de consumo de tamaño medio. La Figura 1.3 muestra las cifras clave de su ejercicio fiscal anterior. Esta empresa tiene unos activos totales de 134 millones de dólares y unos ingresos de 91 millones. Por tanto, la rotación de capital es de 0,67 veces al año. La rentabilidad neta de la empresa sobre las ventas es del 10,3%. La rentabilidad neta de los activos es del 7,0%. La relación entre la deuda y los activos es del 58,2 %, lo que significa que la rentabilidad de los fondos propios es del 16,8% según la ecuación (1.10). En general, esta empresa tiene una imagen sólida, tanto financiera como en relación a su generación de beneficios.

BENEFICIO NOMINAL FRENTE A BENEFICIO REAL

Hasta ahora solo hemos considerado el beneficio nominal, basado en la contabilidad. Esto significa que las cifras de beneficios –independientemente de la que elijamos– se expresan en unidades monetarias corrientes. Si se ajusta el beneficio nominal a la inflación se obtiene el llamado beneficio real. En periodos de inflación relativamente baja como los que hemos vivido desde 1994 hasta 2019, la diferencia entre el beneficio nominal y el real es pequeña. Durante ese periodo de 25 años hasta 2019, la tasa de inflación anual en Estados Unidos superó el 3% solo cinco veces y estuvo por debajo del 2% durante doce años. Esto es muy diferente de la década de los 70 donde la tasa de inflación anual fue superior al 6% en los ocho años transcurridos entre 1971 y 1982. Europa vivió tasas de inflación similares durante los mismos periodos. Desde 2021, esto ha cambiado. En EE UU la inflación está a niveles del 6%, Europa por encima del 4% y en Latinoamérica, Brasil por ejemplo, en más del 10%. Si la inflación continúa a este nivel, el concepto "beneficio real" es aún mucho más relevante.

Supongamos que una empresa tiene unos ingresos de 100 millones de euros y un beneficio después de impuestos de 10 millones. La maquinaria de la empresa, cuya compra costó 50 millones, se amortiza en cinco años y luego se sustituye toda de una vez. Por tanto, la depreciación anual es de 10 millones de euros. La empresa se mantiene estable a lo largo del periodo de cinco años, es decir, los ingresos nominales y el beneficio permanecen invariables de un año a otro en 100 millones de euros y 10 millones de euros, respectivamente. ¿Cuál es el efecto de una tasa de inflación anual del 5%? Por ejemplo, sustituir la maquinaria al cabo de cinco años no costaría 50 millones de euros sino 63,8 millones. Esta diferencia de 13,8 millones es un "beneficio fantasma".

También se puede expresar de otra manera. El beneficio disminuye cada año un 5% en términos reales. En el quinto año, la empresa obtiene un beneficio real de solo 7,8 millones de dólares sobre un beneficio nominal de 10 millones. Esta empresa habría tenido que aumentar su nivel de amortización en un total

de 13,8 millones de euros para compensar los efectos de la inflación y mantener el mismo nivel de poder adquisitivo en términos reales. Desafortunadamente la base fiscal de la depreciación son únicamente los costes de compra originales y el importe total de la depreciación no puede superarlos.

Los impuestos se aplican sobre el beneficio nominal. Por tanto, los "beneficios fantasma" están sujetos a impuestos aunque no contribuyan a un aumento del valor real. En cuanto a los efectos adicionales de la inflación, incluyendo la repercusión de los mayores costes de las compras a través de la subida de los precios, remitimos al lector a literatura especializada[9]. En tiempos de alta inflación, las empresas deben esforzarse por proteger su beneficio real y no dejarse cegar por el encanto de los beneficios fantasma.

BENEFICIOS Y COSTES DE OPORTUNIDAD

Supongamos que un negocio genera un rendimiento de los activos (ROA) del 8%. ¿Debe la empresa continuar con ese negocio? ¿Debe alguien invertir en dicho negocio? ¿Es más prudente continuar o retirarse?

No hay respuestas absolutas a estas preguntas, las respuestas dependen de cuáles sean las alternativas disponibles. Si se espera un rendimiento de solo el 6% de otras inversiones –asumiendo perfiles de riesgo similares– entonces sí, el proyecto parece tener sentido. Pero si otras oportunidades ofrecen rendimientos del 10%, entonces el atractivo del negocio que genera "solo" el 8% es menor.

Algunos aspectos del beneficio no se orientan hacia los costes contables, la cantidad gastada real de dinero, sino hacia los costes de oportunidad del capital. Estos costes de oportunidad se definen como los rendimientos alcanzables de otras inversiones, partiendo de niveles de riesgo comparables. El llamado "beneficio normal" es el beneficio que los propietarios o inversores deben obtener para cubrir sus costes de oportunidad. Si la empresa es menos rentable de lo esperado, los inversores de capital se desprenderán de su capital y lo reinvertirán donde puedan obtener mayores rendimientos. En mercados de capitales competitivos, una empresa debe obtener al menos el "beneficio normal" para atraer una cantidad adecuada de capital.

El llamado "beneficio económico" (también conocido como "exceso de beneficio") mide si una empresa ha ganado más que su coste de oportunidad del capital. En otras palabras, el beneficio económico representa la diferencia entre el ROA y el coste total del capital, multiplicado por los activos totales de la empresa. El beneficio económico (BE) se define, pues, como:

$$BE = \text{Activos totales} \times (ROA - WACC) \quad (1.11)$$

donde el WACC es el coste medio ponderado del capital. Lo que desempeña

9 Consúltese Willi Koll. *Inflation und Rentabilität*, Wiesbaden: Gabler 1989.

un papel vital en la determinación del beneficio normal y del beneficio económico es la rentabilidad mínima ajustada al riesgo que exigen los inversores de dicho capital. Esto hace que la variable WACC sea relevante tanto para los inversores de capital como para los de deuda. El WACC se define como:

(1.12) WACC = e (Fondos propios/Activos) + f(1-s) (Deuda/Activos)

donde los fondos propios, la deuda y los activos se miden por su valor de mercado y no por su valor contable.

e = el rendimiento exigido por los inversores de capital
f = el interés exigido por los inversores en deuda
s = el tipo impositivo de la empresa

El valor de la deuda se considera después de impuestos, porque los intereses (coste del capital) son deducibles.

Una variable crítica en la ecuación (1.12) es e, que expresa el rendimiento exigido o esperado por los inversores de capital. Su valor se calcula utilizando el Modelo de Valoración de Activos de Capital (*CAPM*, por sus siglas en inglés) como una inversión de capital sin riesgo más una prima de riesgo[10]. Aquí es donde se incorporan al beneficio los elementos relacionados con el riesgo de la inversión.

Las cifras históricas del WACC son fáciles de encontrar en Internet. A principios de 2020, el WACC de Apple era del 8,39%, mientras que el de IBM era del 7,95% y el de ExxonMobil del 7,7%. La empresa china Alibaba tenía un WACC mucho más alto, del 13,35%. Las empresas japonesas, por el contrario, tienden a tener WACC más bajos. El de Sony es del 5,34% y el de Toyota apenas del 2,12%.

El WACC puede variar según la unidad de negocio para reflejar la diferencia de riesgos. Daimler (Mercedes) utiliza un WACC del 8% para su negocio clásico de automoción, pero del 15% para los nuevos negocios agrupados bajo Daimler Mobility[11]. El WACC también puede variar según el país para una misma empresa. Compugroup Medical S.E. utiliza un 6,1% para Alemania, un 7% para Polonia y un 8,7% para Turquía[12].

Ilustramos sus implicaciones con un ejemplo numérico. Supongamos que

10 Consúltese Louis Perridon, Manfred Steiner und Andreas W. Rathgeber. *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, 17. Edición, Munich: Vahlen 2016.

11 Consúltese https://www.daimler.com/dokumente/investoren/berichte/geschaeftsberichte/daimler/daimler-ir-jahresfinanzbericht-2017.pdf, p. 251.

12 CompuGroup Medical S.E., informe anual del 2017; consúltese https://www.bundesanzeiger.de/ebanzwww/wexsservlet

una empresa tiene unos activos totales de 100 millones de dólares, genera un rendimiento de los activos del 10% y tiene un WACC del 8%. El beneficio económico es entonces de 100 (0,1 - 0,08) = 2 millones de dólares. En otras palabras, la empresa ganó 2 millones de dólares más que sus costes de capital.

El concepto de beneficio económico se utiliza en la práctica con frecuencia en forma de valor económico añadido (VEA), una idea promulgada por la consultora Stern Stewart[13]. El beneficio económico llega a desempeñar un papel central en las empresas privadas. Koch Industries es la mayor empresa familiar del mundo con unas ventas anuales de 110.000 millones de dólares. Según su director general, Charles G. Koch[14], ellos utilizan el coste de oportunidad del capital como métrica clave para gestionar el negocio. La idea de utilizar el coste de oportunidad del capital como base de comparación no es nueva. Tiene sus raíces en una recomendación de Alfred Marshall en 1890[15]. Esta misma idea se refleja en el método del descuento del flujo de caja (DCF).

BENEFICIO Y RIESGO

Una de las leyes básicas de la economía dice que el beneficio y el riesgo tienen correlación positiva. En otras palabras, las oportunidades de obtener mayores beneficios conllevan una mayor carga de riesgo. Podemos reducir esta ley a una simple regla para la toma de decisiones. Para un determinado nivel de beneficio, hay que elegir la alternativa con menor riesgo. A la inversa, hay que elegir la alternativa con el mayor beneficio potencial si los riesgos son iguales. Harry M. Markowitz recibió el Premio Nobel en 1990 por su innovador trabajo sobre este tema, publicado originalmente en un artículo en 1952. Markowitz demuestra que se puede conseguir un perfil de beneficio-riesgo más favorable mediante la diversificación que con una sola inversión[16]. Numerosos modelos ampliarían posteriormente el principio básico de Markowitz. Uno de los modelos más conocidos es el Modelo de Valoración de Activos de Capital (*CAPM*), basado en el trabajo de William F. Sharpe[17]. Este modelo aborda la cuestión de qué parte del riesgo global de una inversión no puede eliminarse mediante la diversificación. Explica cómo los mercados de capitales evalúan las oportunidades de inversión de mayor riesgo.

---

13 Consúltese Joel M. Stern y John S. Shiely. *The EVA challenge: Implementing value-added change in an organization*. Nueva York: Wiley 2001. Y a Bennet Stewart. *The quest for value: the EVA management guide*. Nueva York: Harper Business 1991

14 Consúltese Charles G. Koch. *The Science of Success: How Market-Based Management Built the World's Largest Private Company.* Hoboken, N.J.: Wiley 2007.

15 Consúltese Alfred Marshall. *Principles of Economics*. 1. Edición. Londres: Macmillan 1890.

16 Consúltese Harry M. Markowitz. *Portfolio Selection*. New Haven: Yale University Press 1971.

17 Consúltese William F. Sharpe. *Portfolio Theory and Capital Markets*. Nueva York: McGraw Hill 1970.