

**HERMANN SIMON
MIGUEL AFÁN DE RIBERA**

TRUE PROFIT!

**Ninguna empresa quebró jamás
por obtener beneficios**



Madrid • Buenos Aires • México • Bogotá

© Hermann Simon, Miguel Afán de Ribera, 2022

Reservados todos los derechos.

«No está permitida la reproducción total o parcial de este libro, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico por fotocopia, por registro u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito de los titulares del Copyright.»

Ediciones Díaz de Santos

Internet: <http://www.editdiazdesantos.com>

E-mail: ediciones@editdiazdesantos.com

ISBN: 978-84-9052-452-7

Depósito Legal: M-13477-2022

Fotocomposición y diseño de cubiertas: P55 Servicios Culturales

Printed in Spain Impreso en España

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 cuentas.

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*



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:

$$(1.1) \quad \text{Beneficio} = \text{Ingresos} - \text{Costes.}$$

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

$$(1.2) \quad \text{Ingresos} = \text{Precio} \times \text{volumen de unidades.}$$

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 Drucker². 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 beneficios⁵. 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 futuro⁶.

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/stelster-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:

$$(1.3) \quad \text{Rentabilidad sobre las ventas (ROS)} = \text{Beneficios/Ingresos}$$

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:

$$(1.4) \quad \text{Retorno de los activos} = \text{Beneficios/Activos.}$$

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:

$$(1.5) \text{ Retorno de los activos} = (\text{Beneficios} + \text{Intereses}) / \text{Activos}$$

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

$$(1.6) \text{ Retorno de los activos} = (\text{Beneficios} + \text{Intereses}(1-s)) / \text{Activos}$$

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:

$$(1.7) \text{ Rentabilidad de los fondos propios} = \text{Beneficios} / \text{Fondos propios}$$

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:

$$(1.8) \text{ Rentabilidad sobre las ventas} = \text{Retorno de los activos} / \text{rotación de capital}$$

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 bnS	Activos en bnS	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:

$$(1.9) \text{ Retorno de los activos} = \text{Rentabilidad sobre las ventas} \times \text{Rotación de capital}$$

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.

$$(1.10) \text{ Rentabilidad de los fondos propios} = \frac{\text{Retorno de los activos}}{(1 - \text{Deuda/Activos totales})}$$

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 $(7,50 € + 2,50 € \times 0,7) / 100 = 0,0925$, 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 especializada⁹. 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:

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

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:

$$(1.12) \quad WACC = e (\text{Fondos propios/Activos}) + f(1-s) (\text{Deuda/Activos})$$

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 riesgo¹⁰. 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 Mobility¹¹. 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 Turquía¹².

Ilustramos sus implicaciones con un ejemplo numérico. Supongamos que

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

¹¹ Consúltase <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; consúltase <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 Stewart¹³. 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. Koch¹⁴, 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 1890¹⁵. 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 inversión¹⁶. 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. Sharpe¹⁷. 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 Consúltense 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 Consúltense Charles G. Koch. *The Science of Success: How Market-Based Management Built the World's Largest Private Company*. Hoboken, N.J.: Wiley 2007.

15 Consúltense Alfred Marshall. *Principles of Economics*. I. Edición. Londres: Macmillan 1890.

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

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

ESTABLECER EL BENEFICIO EN LA PRÁCTICA

En la práctica, determinar el beneficio a efectos contables y fiscales es tarea difícil. La razón es que hay muchos factores que influyen en el beneficio pero están cargados de incertidumbre y son difíciles de cuantificar. Por ejemplo, ¿cuál es la cantidad adecuada de fondo de comercio que hay que amortizar tras adquirir otra empresa? ¿Cómo deben evaluarse los riesgos futuros cuando exigen que la empresa dote provisiones que afectan negativamente al beneficio en el periodo actual? ¿Qué plazos deben establecerse para determinar el beneficio de los proyectos en curso cuando lo que ocurre en un periodo afecta al beneficio de un periodo posterior?

Éstas son solo algunas de las numerosas cuestiones que se plantean en la práctica cuando se intenta calcular el beneficio. Muchas de ellas están sujetas a principios contables y códigos fiscales. Las normas pueden variar de un país a otro. En este libro, no entraremos en detalles sobre tales problemas ni sobre las definiciones más intrincadas del beneficio. En cambio, nos concentraremos en el beneficio “de verdad/real”. Salvo que se indique lo contrario, se trata del beneficio después de impuestos, también llamado beneficio neto.

EL BENEFICIO Y LA CREACIÓN DE VALOR

Una empresa compra a sus proveedores materias primas, consumibles y energía, además de una amplia gama de servicios como consultoría, servicios publicitarios, gestión de instalaciones o software como servicio (SaaS). Cuando se restan dichos costes a los ingresos de la empresa, la diferencia es el llamado valor añadido, es decir, la cantidad de valor que la empresa ha creado. Esta métrica expresa cuánto valor añaden los procesos de producción y servicio de una empresa a las compras que realiza. El valor añadido comprende esencialmente cuatro componentes: salarios brutos, intereses, impuestos y beneficios.

El valor añadido constituye la base en muchos países del conocido impuesto sobre el valor añadido, o IVA. La suma de los valores añadidos de todas las empresas de un país determinado, más el importe de la inversión y la actividad gubernamental, es el producto interior bruto o PIB del país. A veces se comparan los ingresos de grandes empresas con el PIB de países pequeños. Este tipo de comparaciones no son muy útiles porque comparan “peras con manzanas”. En cualquier caso, los beneficios son un componente del valor añadido. Esta afirmación es cierta tanto a nivel empresarial como a nivel nacional.

BENEFICIO Y LIQUIDEZ

El beneficio y la liquidez son dos cosas diferentes. La liquidez indica la capacidad de una empresa para hacer frente a sus obligaciones de pago actuales.

¿Puede una empresa quebrar aunque sea rentable? La respuesta es sí. Si no dispone de suficiente liquidez en el momento del vencimiento de la deuda, la empresa debe declararse insolvente independientemente de su nivel de beneficios. Por otro lado, que una empresa tenga liquidez no significa que sea rentable. Amazon registró pérdidas, o solo beneficios mínimos, en los primeros veinte años desde su fundación en 1994. Salesforce.com tuvo un historial similar. Fundada en 1999, acumuló unas pérdidas de 339 millones de dólares en sus primeros dieciocho años. A pesar de estas pérdidas y de los altos niveles de inversión, ni Amazon ni Salesforce.com tuvieron nunca problemas de liquidez. Sin embargo, en este tipo de situaciones las empresas necesitan financiar la falta de rentabilidad con fondos en forma de préstamos, deuda o ampliaciones de capital. En otras situaciones, las empresas matrices deben intervenir y cubrir los déficits de liquidez de sus filiales. General Motors mantuvo a flote su antigua filial alemana Opel inyectando capital de forma continua. Opel acumuló pérdidas por valor de 19.000 millones de dólares entre 1999 y 2016. Incluso General Motors acabó hartándose y vendió Opel al grupo francés PSA (ahora Stellantis) en 2017¹⁸. Mientras los bancos, los accionistas o las matrices estén dispuestos a poner dinero a disposición de una empresa, un nivel de rentabilidad débil o inexistente no supone una amenaza para su liquidez.

También puede darse la situación inversa –que una empresa genere beneficios, pero tenga problemas de liquidez–. En el momento en que una empresa emite una factura por un trabajo realizado o una mercancía vendida, puede registrar el importe facturado como ingreso y hacer que contribuya al beneficio. Sin embargo, mientras el cliente no pague la liquidez de la empresa se resentirá a pesar de su beneficio sobre el papel. De todas formas, a largo plazo, la combinación de beneficios y falta de liquidez es menos frecuente.

Algunas acciones de liquidez como devolución de préstamos, cobros de deudas, desembolso de dividendos o entradas de capital no afectan al beneficio. Cuando una empresa devuelve un préstamo, el dinero sale de las arcas de la empresa pero el beneficio no cambia. El cambio se manifiesta en una contracción del balance donde el activo y el pasivo se reducen en la misma cantidad. La concesión de un préstamo o la utilización de una línea de crédito tampoco afectan al beneficio. Ambos lados del balance se amplían a medida que aumenta el pasivo, compensado por la caja que entra en la empresa como activo. Los beneficios no cambian hasta el devengo de intereses. Cuando los clientes pagan por los envíos de producto o por servicios prestados, esos pagos tampoco influyen en el beneficio¹⁹. Solo representan un cambio en el activo, ya que las cuentas a cobrar se reducen y el efectivo aumenta en la misma cantidad.

¹⁸ Después de fusionarse con FiatChrysler en 2021, el grupo ahora se llama Stellantis.

¹⁹ Si una empresa utiliza la contabilidad de caja, el calendario de pagos de las cuentas por cobrar tiene un fuerte efecto en el beneficio, no solo en la liquidez.

Por el contrario, hay medidas que impulsan el beneficio pero no afectan a la liquidez de la empresa. Entre estas medidas se encuentra la depreciación. El pago se puede realizar en el momento de la compra pero, desde el punto de vista contable, los costes se reparten a lo largo de un periodo más largo.

La liquidez se compara a menudo con el aire que respiramos. Si se corta el “aire” de una empresa, esta muere rápidamente. Incluso un solo día de insolvencia puede suponer el fin de una empresa. En cambio, los beneficios son más parecidos a un suplemento nutricional. En algunas circunstancias, una persona –como una empresa– puede sobrevivir durante años sin él solo que en algún momento esta carencia se vuelve peligrosa.

FLUJO DE CAJA

La métrica más común para evaluar la liquidez es el flujo de caja. La definición más sencilla de flujo de caja es la diferencia entre las entradas y salidas de efectivo en un periodo determinado. El flujo de caja puede ser positivo o negativo. En el método indirecto para calcular el flujo de caja, se toma el beneficio neto y se añaden los gastos que no implican pagos reales. Entre estos gastos destacan las amortizaciones y las depreciaciones. Por lo tanto, el flujo de caja suele definirse también como el beneficio neto más la depreciación y la amortización. A la inversa, puede haber operaciones que aumenten el beneficio –como la venta de bienes a crédito– que no supongan un pago inmediato y, por tanto, no afecten al flujo de caja.

El método de descuento del flujo de caja (DFC) se trata de un proceso tradicionalmente muy utilizado a la hora de valorar inversiones. El DFC corresponde a la suma de todos los flujos de caja futuros, aplicando un tipo de descuento determinado. Dicho tipo de descuento representa el rendimiento de las inversiones alternativas más relevantes. La idea básica del DFC es similar al concepto de beneficio económico. Si el valor actual neto es positivo, entonces la inversión o proyecto ganará más que sus alternativas. Si se utiliza el WACC como tipo de descuento en el modelo DFC, el resultado será el beneficio económico.

FLUJO DE CAJA LIBRE

Al igual que ocurre con los beneficios, en la práctica se utilizan muchas variantes de flujo de caja. El llamado flujo de caja libre (FCL) es especialmente importante a la hora de informar a los mercados de capitales (bancos, fondos de inversión, analistas) y a los inversores en general. El FCL se refiere al flujo de caja libremente disponible por una empresa y es la suma del flujo de caja de las operaciones y del flujo de caja de las actividades de inversión. Indica de

cuánto dinero dispone la empresa para pagar dividendos, realizar distribuciones o amortizar deuda. El FCL es un indicador de la capacidad de financiación de una empresa. Desempeña su papel más importante en los momentos en que la capacidad de financiación es escasa, como en los periodos de fuerte crecimiento. Jeff Bezos, el fundador de Amazon, refuerza este mismo mensaje: “Los márgenes porcentuales no son una de las cosas que buscamos optimizar. Lo que queremos maximizar es el flujo de caja libre en dólares por acción y si para conseguirlo debemos reducir márgenes, lo haremos”. Dar prioridad al flujo de caja libre permite experimentar e innovar con rapidez²⁰. En este sentido, el FCL refleja el margen de maniobra financiera de una empresa y es un factor especialmente importante en las primeras etapas de una empresa.

En ejemplo de dos grupos de empresas de Internet son reveladores²¹. El primer grupo está formado por las empresas “más antiguas”: Google, Apple, Facebook y Amazon. El FCL de Google nunca fue muy negativo, como tampoco lo fue el de Apple. Facebook solo tuvo FCL negativo en dos años, 2007 y 2008. La suma del FCL negativo de Amazon entre 1999 y 2001 fue de 813 millones de dólares, una cantidad pequeña en relación con sus ingresos. Por tanto, en sus primeros años, estas cuatro empresas tuvieron en conjunto un FCL negativo de alrededor de 1.000 millones de dólares.

Ahora veamos el grupo más “joven” de *start-ups* en la era de Internet: Tesla, Uber, Lyft y Snap. Estas empresas son las llamadas “quemadoras de caja”. A diferencia de las cuatro empresas más antiguas, estas cuatro más jóvenes han “quemado” colectivamente 23.900 millones de dólares en efectivo hasta 2019, dando lugar a 22 años con déficits de FCL. Más allá de eso, aproximadamente el 84% de las empresas que salieron a bolsa en 2019 no reportaron beneficios²². Tiene sentido preguntarse si los inversores recuperarán alguna vez el dinero ya invertido y obtendrán beneficios suficientes para cubrir el coste del capital.

Se considera que el flujo de caja libre ejerce un fuerte efecto sobre el valor para los accionistas. Una de las ventajas del flujo de caja libre es que, a efectos prácticos, es más difícil de manipularse mediante “trucos” contables²³. Sin embargo, métricas como el flujo de caja o el flujo de caja libre no dan ninguna indicación directa sobre el nivel de beneficios de una empresa.

Beneficio es beneficio

Espero que tantos términos y conceptos relacionados con el beneficio empresarial que he cubierto en este capítulo no hayan dado lugar a más confusión.

20 Citado desde Carsten Linz. *TIS Customer Day*. Frankfurt, Noviembre de 2018, p. 23.

21 Consúltese “The Biggest Burners”. *Fortune*, 29 de julio de 2019, págs. 16-17.

22 Consúltese “Herd Instincts”. *The Economist*, 20 de abril de 2019, págs. 23-26.

23 Consúltese <http://boerse.ard.de/boersenwissen/boersenlexikon/freier-cash-flow-100.html>

Sin embargo, estos son precisamente los términos que el lector necesita tener claros. Cuando se habla de beneficio, es absolutamente esencial saber de qué tipo de beneficio se está hablando.

Algunas métricas como el EBITDA o el EBIT no miden el beneficio, no miden la cantidad residual que obtiene la empresa después de cumplir todas sus obligaciones con terceros. Al mismo tiempo, a pesar de todos los ajustes que se puedan realizar sobre el concepto de beneficio, sigue siendo cierto que “beneficio es beneficio”. Esto se debe a que las variaciones individuales de los distintos conceptos de beneficio tienden a estar correlacionadas. Una empresa que obtiene un elevado beneficio después de impuestos suele obtener beneficio económico. Para que el beneficio económico sea positivo, la empresa debe ganar al menos su coste medio ponderado del capital (WACC). En el caso del beneficio contable, el punto de equilibrio es cero, mientras que en el beneficio económico está definido por el WACC. En cualquiera de los dos casos, es preferible un beneficio mayor que uno menor. Sencillo y pura lógica.

RESUMEN

El objetivo de este capítulo era proporcionar al lector una visión general de los términos y conceptos más comunes sobre el beneficio, así como de sus derivaciones e interrelaciones. Sin embargo, este libro no pretende profundizar en cuestiones complejas de contabilidad y finanzas. En su lugar, nos centraremos en los aspectos económicos, de gestión y éticos del beneficio.

El beneficio es lo que la empresa puede conservar después de cumplir con todas sus obligaciones con terceros. Según la definición más sencilla, el beneficio es la diferencia entre los ingresos y los costes, en algunos casos ajustados por otros aspectos no relacionados con las operaciones empresariales. El beneficio es un componente importante del valor añadido.

Algunos autores interpretan los beneficios como el coste de la supervivencia. Se han popularizado términos más extensos para referirse a este concepto pero incluyen factores que, en cierta manera, enmascaran la realidad. Conviene tomarlos con precaución.

Los beneficios pueden expresarse en términos absolutos o relativos, en forma de ratios. En este último caso, las métricas más utilizadas son la rentabilidad sobre ventas, rentabilidad de los fondos propios y retorno de los activos. También existen términos como beneficio normal y beneficio económico que tienen en cuenta el coste de oportunidad del capital. Si una empresa no recupera su coste de capital, puede presentar beneficio contable pero no genera beneficio económico.

Una empresa puede tener liquidez, pero no ser rentable. Este caso es bastante frecuente en las primeras etapas. Por el contrario, una empresa rentable

puede no tener liquidez y acabar siendo insolvente. Las métricas basadas en el flujo de caja y la liquidez desempeñan un papel importante en la práctica, pero no ofrecen una visión nítida de la rentabilidad de una empresa. Sin embargo, con el tiempo, los beneficios y la liquidez tienden a ir en la misma dirección.

EN BUSCA DEL BENEFICIO

Marcel Proust se hizo famoso gracias a su fabulosa obra *En busca del tiempo perdido*. En este capítulo partimos en busca de beneficios.

Comenzaremos ese viaje preguntando por la percepción sobre los beneficios empresariales en la población en general. Luego compararemos los beneficios entre países, sectores y empresas de diversos tamaños. Veremos que los beneficios varían mucho según el país, el sector y la empresa. A nivel empresa, aprenderemos que hay unas pocas compañías extremadamente rentables que representan una gran parte de los beneficios totales generados. Por otro lado, un gran número de empresas generan rentabilidades bajas de forma constante y no ganan su coste de capital (WACC). Nuestras consideraciones en este capítulo se basan en los beneficios después de impuestos. Esto corresponde a nuestra definición de beneficio real, el dinero que los propietarios pueden conservar para sí mismos una vez cumplidas todas las obligaciones. No obstante, observamos que las comparaciones de los beneficios antes y después de impuestos pueden dar lugar a evaluaciones y tendencias diferentes, porque los tipos impositivos difieren según el país¹.

BENEFICIOS SOBRESTIMADOS

¿Qué piensa el ciudadano medio sobre el beneficio empresarial? Numerosos estudios han explorado este tema. Empezaremos por lo que piensa la gente en Estados Unidos, donde una encuesta planteó la siguiente pregunta a una muestra relevante: “Solo una estimación, ¿qué porcentaje de beneficio cree que obtiene una empresa media por cada dólar de ventas, después de impuestos?”². La respuesta media fue del 36%. Esto se corresponde con la investigación que el gurú de la publicidad David Ogilvy cita en su libro *Ogilvy en publicidad*: “el comprador medio pensaba que Sears Roebuck obtenía un beneficio del 37% en las ventas”³. El verdadero beneficio de Sears en aquella época era de menos de un 5%.

1 <https://www.wsj.com/articles/huge-disparity-in-corporate-profits-hints-at-something-amiss-11576328400>.

2 Encuesta de mayo de 2013, <https://www.aei.org/carpe-diem/the-public-thinks-the-average-company-makes-a-36-profit-margin-which-is-about-5x-too-high/>

3 David Ogilvy. *Ogilvy on Advertising*. Nueva York: Random House, 1983, p. 74

Las respuestas a preguntas similares en nueve encuestas diferentes entre 1971 y 1987 oscilaron entre el 28% y el 37%, con una media del 31,6%. ¿Cuál es la verdad? La media real de los márgenes de beneficio después de impuestos de las empresas estadounidenses a largo plazo se sitúa en torno al 5%. En otras palabras, los encuestados sobrestimaron el nivel de beneficios empresariales por un factor de seis. Encontramos percepciones muy similares en un estudio realizado en Italia en 2019. En aquel caso, los encuestados estimaron que el beneficio neto medio era de 38%⁴.

En Alemania también se han realizado encuestas similares⁵. Las respuestas variaron entre el 15,75 y el 24,15 %, con un 20% de media⁶. En Austria, la cifra es similar: 17%⁷. No hemos podido encontrar encuestas equivalentes en otros países⁸.

A la vista de estos sorprendentes resultados, decidí realizar mi propia encuesta y pregunté personalmente a 100 personas elegidas al azar en zonas peatonales y lugares similares. Este tipo de muestreo se conoce como muestra de conveniencia, de la que no se pueden sacar conclusiones representativas. Mi interés no era solo recoger las respuestas numéricas individuales de cada persona, sino también observar sus reacciones cuando les planteaba esta pregunta: “¿Cuánto queda como beneficio después de costes e impuestos por cada 100 euros de ingresos que obtiene?”.

Para las personas con cierto sentido empresarial, esta pregunta puede resultar más bien fácil. Pero a un número importante de encuestados la pregunta les resultó difícil. Algunos se pusieron nerviosos y admitieron que nunca antes habían pensado sobre el tema. Algunos respondieron tajantemente que no podían o no querían dar una cifra, explicando que no tenían la menor idea de los márgenes de beneficio. Otros se negaron a responder a la pregunta por motivos ideológicos y algunos incluso citaron su absoluta aversión a los beneficios.

Mi experiencia con esta encuesta fue totalmente inusual para mí. Me di cuenta de que todos los estudiantes de negocios o economía deberían preguntar a la gente normal sobre el beneficio. Nunca lo hice en mi época de académico, ni como estudiante ni como profesor.

¿Cuáles fueron los resultados? De media (media aritmética), los encuestados estimaron un margen de beneficio neto del 22,8%. A pesar del pequeño

4 Estudio conducido por *Simon-Kucher & Partners*, Milán 2019.

5 Observamos que el papel de los impuestos sobre el valor añadido no se abordó en este estudio ni en los posteriores. Ello puede dar lugar a una cierta distorsión de los resultados, pero no en una magnitud que cambie totalmente los conceptos erróneos y las estimaciones incorrectas.

6 19,97%, para ser exactos.

7 <https://www.lifepfr.de/inaktiv/raiffeisenlandesbank-oberoesterreich-aktiengesellschaft/Wir-muessen-das-Schmuddelimage-des-Gewinns-ueberwinden/boxid/233688>.

8 Buscamos estudios similares en los siguientes países: Reino Unido, Francia, España, Japón, Holanda, Bélgica, Polonia, Suecia, Dinamarca.

tamaño de la muestra, este resultado coincide con los resultados de anteriores encuestas representativas. Pero la media no lo dice todo. La Figura 2.1 muestra la distribución de las respuestas de los encuestados.

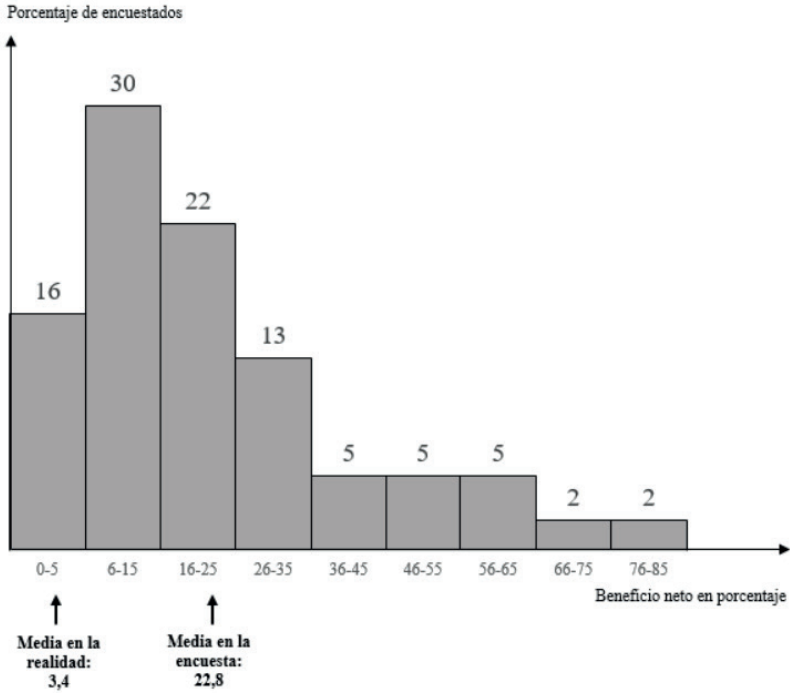


Figura 2.1. Distribución de las estimaciones de los márgenes de beneficio neto (Alemania).

Resulta difícil de creer, pero las respuestas oscilaban entre el 0% y el 80%. La desviación estándar también fue muy alta, del 19%. Esta dispersión demuestra, al igual que en Estados Unidos, que existe una gran incertidumbre y desconocimiento sobre el tema. La Figura 2.1 también muestra el verdadero margen de beneficio neto medio de las empresas alemanas en un periodo de 14 años. Es apenas un 3,4%. La gente sobreestima los márgenes de beneficio por un factor de seis.

Las similitudes entre las estimaciones de Estados Unidos y Alemania me parecen destacables y muy interesantes. El desconocimiento generalizado de los beneficios reales es preocupante.

¿Cómo se explican estas percepciones erróneas tan extremas? No tengo una respuesta convincente pero podemos decir que tales distorsiones existen en muchos aspectos de la sociedad. En un estudio representativo realizado en 37 países, se preguntó a los participantes cuál era la tasa de desempleo del país. La estimación media de todos los países fue del 34%. La realidad es que la tasa media de desempleo era solo del 7%. Es sorprendente semejante error en

la estimación⁹. En su reputado libro *Factfulness*, el difunto Hans Rosling citó innumerables ejemplos de percepciones erróneas que impregnan un amplio espectro de la vida cotidiana y diagnosticó una “devastadora ignorancia global”¹⁰.

Por tanto, la percepción del público en general sobre los beneficios empresariales se desvía drásticamente de la realidad. Se podría incluso afirmar que la población ha perdido el sentido de la realidad cuando realiza sistemáticamente estimaciones que se alejan por un factor de cinco o seis. En la siguiente sección, examinaremos más de cerca la situación real de los beneficios.

BENEFICIO POR PAÍS

A continuación, examinamos los beneficios de las empresas por países. La Figura 2.2 muestra los márgenes de beneficio neto de las empresas que pertenecen a los países miembros de la OCDE. El periodo de referencia es de ocho años¹¹.

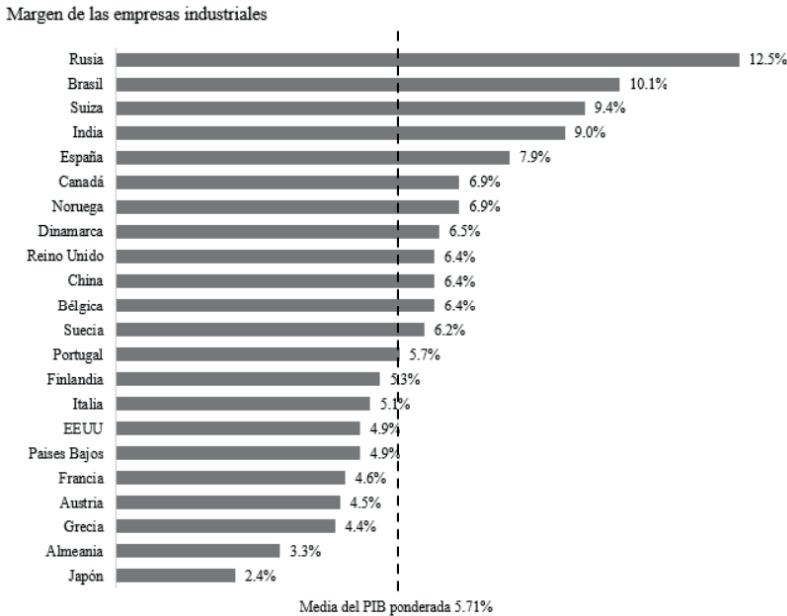


Figura 2.2. Márgenes de beneficio neto de empresas de países pertenecientes a la OCDE.

Dado que la fortaleza económica de los países de esta muestra es muy diversa, utilizamos el producto interior bruto (PIB) como factor de ponderación

9 Consúltense “Perils of Perception 2018”, IPSOS, <https://www.ipsos.com/en-my/perils-perception-2018>.

10 Consúltense Hans Rosling. *Factfulness. Wie wir lernen, die Welt so zu sehen, wie sie ist*, Berlin: Ullstein 2018.

11 Estos datos están disponibles para los años comprendidos entre 2003 y 2010; a partir de 2010 se dejó de publicar.

para determinar el margen medio. El resultado es un margen medio global del 5,71%. Los márgenes de beneficios netos varían significativamente entre países. En el periodo que examinamos, los márgenes de beneficio de las empresas rusas fueron aproximadamente cinco veces superiores a los generados por las empresas japonesas. Las empresas estadounidenses se situaron ligeramente por debajo de la media, con un 4,9%. Las empresas alemanas y japonesas mostraron los márgenes de beneficio neto más bajos.

CUANTO MÁS PEQUEÑO EL PAÍS, MÁS ALTO EL MARGEN

Si se traza la media de los márgenes de beneficio neto nacionales frente al valor del producto interior bruto (PIB) de los respectivos países, se observa una correlación ligeramente negativa entre el tamaño económico de un país y los márgenes de beneficio de sus empresas. La Figura 2.3 muestra esta relación.

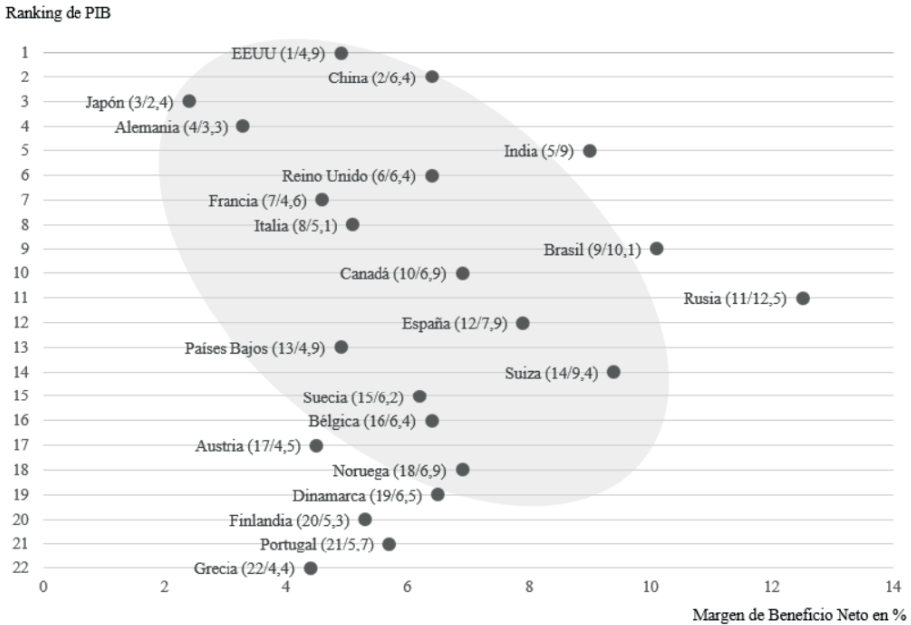


Figura 2.3. Ranking de Margen de Beneficio Neto frente a Producto Interior Bruto (PIB).

De hecho, esta relación es estadísticamente significativa.¹² Los márgenes de beneficio neto tienden a ser menores en los países más grandes y mayores en los más pequeños. Este hallazgo contradice el concepto de economías de escala. Una explicación podría ser que los países más grandes presentan una competencia más intensa que ejerce una presión a la baja sobre los márgenes.

¹² $R^2=0,694$, significación global del 99%.

Si esta hipótesis es cierta, significa que la intensidad de la competencia influye más en los márgenes de beneficio que las economías de escala.

También parece que los márgenes de beneficio están estrechamente relacionados con los riesgos de los respectivos países. Esto reflejaría la relación general entre los beneficios y el riesgo. Se pueden conseguir márgenes más altos en países como Rusia, Brasil e India, que pueden clasificarse como economías de alto riesgo. Suiza es la gran excepción.

La Figura 2.3 muestra también que los márgenes de beneficio neto en los países miembros de la Unión Europea (UE) tienden a ser más bajos. Incluir la condición de miembro de la UE como variable en el análisis de regresión arroja, de hecho, una explicación algo más adecuada¹³. Ser miembro de la UE conlleva una reducción del margen de beneficio neto de 2,4 puntos porcentuales. Las empresas de la UE obtienen menores beneficios en comparación con las empresas de fuera de la UE. Los tipos impositivos, que suelen ser más altos en la UE, ayudan a explicar este fenómeno.

DINÁMICA DE LOS BENEFICIOS

También resulta interesante la forma en que los márgenes de beneficio neto cambiaron a lo largo del periodo de ocho años. La Figura 2.4 muestra esta dinámica.

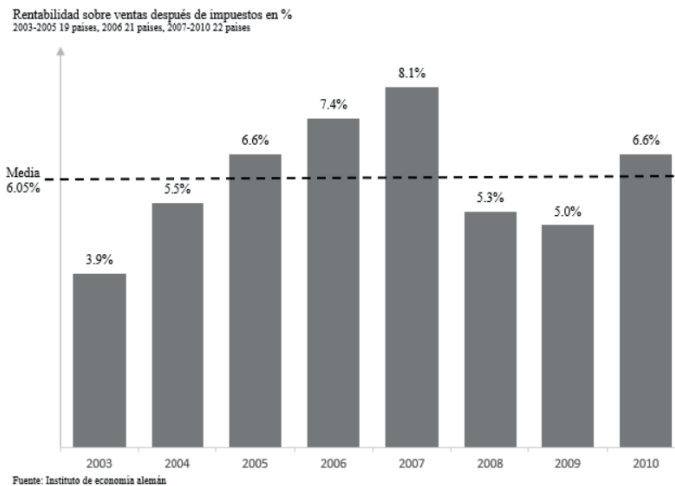


Figura 2.4. Dinámica de los beneficios en los países de la OCDE durante un periodo de ocho años.

El margen medio en los ocho años fue del 6,05%, pero hubo diferencias considerables de un año a otro. En el mejor año, 2007, el margen de beneficio

¹³ $R^2=0,718$, significación global del 90%.

neto fue más del doble que en el peor año, 2003. Es de suponer que los beneficios de ese año aún sufrían los efectos persistentes del estallido de la burbuja de Internet y de los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001. Hay que señalar que en los dos años de la Gran Crisis, 2008 y 2009, el descenso de los beneficios fue relativamente moderado.

MÁRGENES DEL SECTOR

La idea de que los márgenes de beneficio difieren de modo considerable entre países y años también se aplica a los sectores industriales. Estos márgenes están sujetos a muchos factores, como la intensidad de la competencia, el grado de creación de valor, la rotación de capital y la velocidad e intensidad de I+D. Incluso dentro de un mismo sector, los márgenes pueden ser muy volátiles de un año a otro. El sector de los medios de prensa escrita es un buen ejemplo. Los márgenes antes elevados del sector, un 10,4% en 2007, se desplomaron debido al auge de Internet y pasaron a ser negativos hasta llegar al -1,6% en 2019. En sectores cíclicos como el del petróleo y el gas, las fluctuaciones de precios pueden tener un fuerte efecto en los márgenes de beneficio anuales. En cambio, otros sectores como el farmacéutico muestran márgenes elevados y sostenidos.

Existen numerosos estudios sobre los márgenes por sectores, pero lamentablemente son poco comparables. Citamos aquí un estudio de la Universidad de Nueva York que comprendía 7.053 empresas de Estados Unidos de 93 sectores¹⁴. La Figura 2.5 muestra los márgenes de beneficio neto de 14 sectores industriales seleccionados.

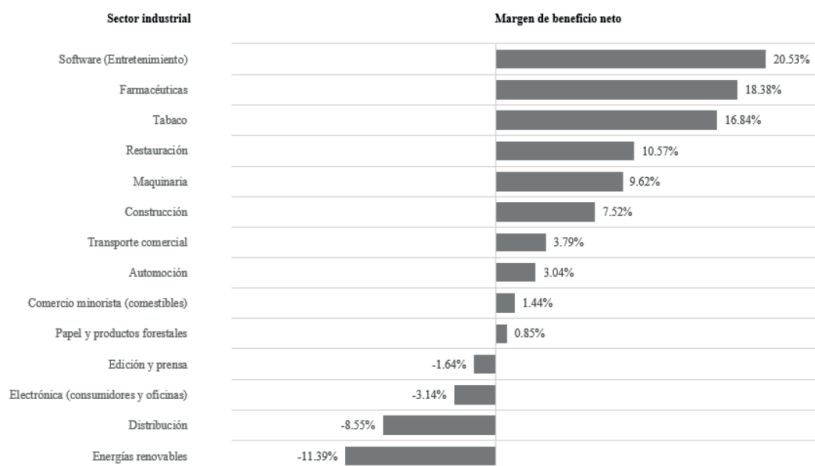


Figura 2.5. Márgenes de beneficio neto de 14 sectores industriales seleccionados.

¹⁴ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/margin.html