

Materia / **Economía**

La rentabilidad de las empresas

Es lo que piden los inversores y buscan los directivos. Pero hay modos diferentes de medirla. Conflictos y usos y costumbres.

Por **LORENZO A. PREVE ***

La rentabilidad es uno de los conceptos más importantes en las empresas modernas y más utilizado por la comunidad de negocios. La rentabilidad es lo que buscan los inversores al invertir sus ahorros en las empresas. La rentabilidad es, al menos una parte, de lo que busca el management con sus decisiones directivas. La rentabilidad es lo que miden los inversores al decidir si reinvierten sus ahorros en una determinada compañía, o si, por el contrario, retiran sus fondos. La rentabilidad es, probablemente, uno de los conceptos menos comprendidos por quienes lo utilizan a diario.

En el imaginario popular, un emprendimiento que logra producir ingresos mayores que sus costos, generando resultados positivos, se considera un emprendimiento rentable. En esta nota, veremos que el mero hecho de mostrar un beneficio contable no quiere decir que el emprendimiento sea rentable. De hecho, una empresa puede generar beneficios, pero no ser rentable. Este concepto suele ser bastante elusivo, por lo que trataremos de explicarlo con mayor detalle.

Es común escuchar decir a directivos y a empresarios que un negocio deja una rentabilidad de, por ejemplo, el 10%. Indagando sobre este concepto, vemos que normalmente eso quiere decir que el resultado de ese negocio deja un margen de 10% sobre las ventas. Para esta medición, algunas veces el resultado es medido utilizando el beneficio operativo, y otras utilizando el beneficio neto sobre ventas. Sin embargo, si preguntamos a un grupo de ejecutivos que ensayan una definición de rentabilidad, normalmente nos dicen que es el beneficio obtenido en un determinado período de tiempo, con respecto a la inversión comprometida. La rentabilidad



descripta al principio, sin embargo, no incluye el monto de la inversión realizada. Como vemos, la misma definición de rentabilidad es bastante más compleja de lo que se puede suponer inicialmente. Nos proponemos aquí dos objetivos: 1) dar algunos lineamientos que ayuden a comprender mejor el concepto de rentabilidad y su uso en la vida corporativa y 2) a partir de lo comprendido en el primer punto, discutir algunas acciones que pueden ayudar a mejorar la rentabilidad empresarial.

La rentabilidad obtenida. Decíamos que la definición de rentabilidad necesita tres componentes: 1) el beneficio obtenido, 2) el monto de capital invertido para obtenerlo y 3) el tiempo transcurrido desde que se realizó la inversión. Esta sencilla definición nos indica la necesidad de definir sus componentes, es decir, necesitamos una definición de beneficio y una definición de capital invertido, siempre teniendo en cuenta el tiempo transcurrido.

Empecemos considerando el caso de un inversor que compra acciones en el mercado de capitales. Supongamos que el inversor compró una acción de la empresa X S.A. por 10 pesos hace un año, y puede vender esa misma acción hoy por su valor de mercado, 12 pesos. Supongamos también que esa acción le otorgó un dividendo de 1 peso a lo largo del año. Es fácil ver que el inversor obtuvo un beneficio de 12 pesos - 10 pesos = 2 pesos por el diferencial de precio y de 1 peso por el dividendo; es decir, obtuvo un beneficio de 3 pesos.

Cuando hablamos de rentabilidad, sin embargo, no siempre estaremos interesados en la rentabilidad de un accionista en el mercado de capitales. Es más, muchas veces necesitaremos calcular la rentabilidad en empresas de capital cerrado sin la existencia de valores de mercado que

nos facilitan la tarea. En algunos casos, buscaremos medir la rentabilidad obtenida por una línea de negocio, o por un proyecto de una empresa que no cotiza en bolsa. En esos casos, no podremos confiar en la valuación realizada por el mercado, por lo que será necesario obtener otras medidas del beneficio y del capital invertido. Normalmente, en esos casos solemos confiar en los valores que nos brinda la contabilidad financiera, los que, en algunos casos, pueden requerir algunos ajustes.

Es necesario comprender que los conceptos de beneficio obtenido y de capital invertido deberán ser definidos y analizados de manera congruente. Es claro que en un estado de resultados hay varios niveles –o definiciones– de beneficio y una de las maneras de comprenderlo mejor es la de separarlo en base a quién es su propietario. El beneficio Neto es el beneficio que obtuvo la empresa después de facturar la venta de todos sus productos y deducir todos los gastos y costos necesarios para su generación. Es incontestable que este beneficio es de los accionistas dado que es el beneficio residual después de que todos los acreedores han cobrado sus acreencias. El beneficio antes de impuestos es el que está disponible tanto para los accionistas como para el Estado en su función de recaudación de impuestos.

Subiendo un paso, encontramos el EBIT, acrónimo de Beneficio antes de Intereses e Impuestos en inglés (Earnings Before Interest and Taxes). Este es el beneficio que está disponible para los accionistas, el Estado y los acreedores financieros. De hecho, de él se pagan los intereses y los impuestos, y el sobrante quedará disponible para los accionistas.

Al continuar con el análisis, llegamos a las ventas, que es en sí mismo una definición, un poco extraña tal vez, de beneficio; es el beneficio del cual se tienen que cobrar todos aquellos que han posibilitado, de alguna manera, la operación. De esa cuenta, cobrarán los empleados, los proveedores de materia prima, bienes y servicios, los acreedores financieros, el Estado y, finalmente, los accionistas. Vemos, entonces, que la definición de beneficio varía según quién sea el que va a recibirlo.

Una vez discutida la definición de beneficio, deberemos discutir la definición de capital invertido. Para ello, necesitamos determinar quién invirtió dicho capital. Podemos agrupar a los inversores en: 1) accionistas, 2) acreedores financieros, 3) proveedores de materias primas, bienes y servicios, 4) empleados y 5) Estado.

Las finanzas corporativas se suelen concentrar en el capital invertido por los accionistas, y en el capital invertido por los inversores financieros, grupo formado por los acreedores financieros y los accionistas. La inversión, concepto tan sencillo en el ejemplo del inversor que había comprado una acción por 10 pesos, en este caso suele ser un concepto un tanto más complejo de comprender.

En principio, la manera más habitual de reflejar la inversión en una empresa es la de medir sus activos. El activo total de una empresa muestra el total de la inversión, y en el pasivo muestra los montos invertidos por quienes la financiaron, dado que la inversión realizada debe ser financiada por alguien y los activos y los pasivos son iguales.

Adicionalmente, el valor del pasivo correspondiente a los accionistas, el patrimonio neto, refleja el monto de la inversión de los accionistas en la empresa, y el valor del pasivo correspondiente a los acreedores financieros y las deudas financieras reflejan el valor de su inversión en la misma. El activo –la inversión– total de la empresa, es financiado por los diferentes inversores, además, aquella porción del activo financiado por los inversores financieros –accionistas y acreedores financieros–, se suele llamar activo neto. Es decir, que el activo total se compone del activo neto más una parte del activo financiado por acreedores comerciales y empleados de la compañía.

EL BENEFICIO DISPONIBLE. De esto se desprende que, si consideramos el beneficio disponible para los accionistas, deberemos compararlo con la inversión realizada por estos, es decir, el monto de inversión financiado por el patrimonio neto. Análogamente, si consideramos el beneficio disponible para los inversores financieros, trataremos que considerarlo como inversión al activo neto. El ROE, cuyo nombre viene del inglés (Return on Equity), se basa en el análisis de la rentabilidad obtenida por los accionistas, para lo que necesita medir el beneficio y la inversión realizada por los mismos. Es decir, el beneficio neto sobre el patrimonio neto. El RONA

(del inglés, Return on Net Assets) es la rentabilidad obtenida por los inversores financieros. Para su estimación, es necesario comparar su beneficio obtenido. Es importante aclarar que el EBIT está disponible para los accionistas, los acreedores financieros y el Estado –en los impuestos–, mientras que el activo neto fue financiado solamente por los dos primeros.

Un punto importante para cerrar esta tema es la consideración del momento en que fue realizada la inversión. En el caso del inversor que compra una acción en la bolsa, es muy sencillo determinar que el momento en que fue realizada la inversión es el momento en que se compra la acción, pero en los casos del ROE y el RONA, no es claro cuál es el momento en que se ha realizado la inversión.

Decíamos que el valor de la inversión se computa al usar la cuenta patrimonial del activo, que es una foto de las inversiones de la empresa en un determinado momento en el tiempo, pero no nos indica hace cuánto se han realizado. Consideremos el caso de una empresa que cierra su balance anual en diciembre e invierte en una nueva planta industrial en noviembre, al fin del ejercicio, el balance va a reflejar el monto de la inversión en la planta, pero es innegable que la inversión no estuvo “activa” durante todo el año, sino solamente un mes. Por eso es importante intentar capturar la realidad de la mejor manera posible, en algunos casos es conveniente usar el activo neto al inicio del periodo, en otros casos es mejor utilizar el promedio de los cierres mensuales del activo neto, y así sucesivamente, según el criterio que parezca más oportuno.

La rentabilidad obtenida por un inversor en el mercado de capitales nos entrega un valor numérico. La dificultad reside en saber si ese valor numérico es alto o bajo, o en otras palabras, si resulta suficiente o insuficiente para los inversores. Saber que una empresa generó un ROE de 12,4% no nos dice si generó una rentabilidad adecuada. Una de las ideas

“Hay varios niveles, o definiciones, de beneficio, lo mejor es determinarlos según quién sea su propietario”.

básicas de las finanzas corporativas es que las empresas deberían generar una rentabilidad adecuada para pagar el riesgo asumido por sus inversores. Para ello, es necesario saber cuál es esa rentabilidad adecuada.

Sabemos que los diferentes tipos de inversores financieros enfrentan distintos tipos de riesgos, por lo que tendrán diferentes rentabilidades esperadas. En las secciones anteriores, dividimos a los inversores financieros en accionistas y acreedores financieros. Otros que los accionistas esperan un retorno que denominaremos "retorno esperado del patrimonio neto", y que los acreedores financieros esperan un retorno que llamaremos "retorno esperado de la deuda". El retorno esperado de los inversores financieros será entonces un promedio ponderado del retorno esperado de los accionistas y los acreedores financieros.

Este promedio se calcula usando el retorno esperado por cada uno de los inversores, ponderado por la inversión realizada. Adicionalmente, deberemos tener en cuenta que, dado que el pago de intereses de la deuda genera ahorros impositivos para la empresa, su retorno esperado se deberá corregir para contemplar su ventaja fiscal asociada. El "retorno esperado por los inversores financieros" es el promedio ponderado de los retornos esperados de los accionistas y los acreedores financieros, ponderado por la cantidad de patrimonio neto y deuda en la estructura del financiamiento aportado por los inversores. Tiene en cuenta el efecto del escudo fiscal generado por el pago de los intereses de la deuda.

Por lo expuesto, resulta claro que en el caso del retorno obtenido por un accionista por su inversión en acciones en la bolsa de comercio, o en el cálculo del ROE, estos se deberán comparar con el retorno esperado del accionista y el retorno obtenido por los inversores financieros en su conjunto. El RONA se deberá comparar con el retorno esperado por los inversores financieros.

Mejorar la rentabilidad. Una vez comprendido el concepto de rentabilidad, vamos a pasar ahora a discutir algunos elementos que nos permitan lograr algunas mejoras en la rentabilidad de la empresa. Tomaremos el ROE como punto de partida.

La conocida fórmula de Dupont nos permite ver que la rentabilidad es función de tres variables que se interrelacionan, de hecho, la podemos reformular como ROE igual a margen x rotación x apalancamiento financiero. Es decir: trabajando sobre el margen, sobre la rotación o sobre el apalancamiento financiero, podemos modificar la rentabilidad de la empresa. Es interesante notar, sin embargo, que la mayoría de los directivos circunscriben las acciones de mejora de rentabilidad a trabajar sobre el margen, olvidando las otras dos variables mencionadas. De alguna manera, esto refleja una cierta confusión entre los términos margen y rentabilidad.

Trabajar sobre el margen implica intentar aumentar los ingresos y minimizar sus egresos asociados. Ese tipo de análisis suele olvidar la inversión necesaria para la generación del beneficio, es decir, podemos tomar decisiones que nos ayuden a bajar los costos a expensas de aumentar la inversión, lo que puede aumentar nuestro margen, pero no

necesariamente va a mejorar nuestra rentabilidad.

Trabajar sobre la rotación implica mejorar la eficiencia de la inversión, es decir, aumentar los ingresos intentando disminuir los activos, es decir la inversión necesaria para obtenerlos. No es lo mismo lograr un determinado margen con una inversión alta, que lograrlo con una inversión más baja. Trabajar sobre la rotación implica intentar mejorar los niveles de eficiencia de la inversión.

Trabajar sobre el apalancamiento financiero implica trabajar sobre el mix de financiamiento de la inversión. En países con mercados financieros eficientes, las decisiones de estructura de capital pueden contribuir a la mejora de la rentabilidad; en los países con mercados de capitales poco desarrollados, la capacidad de generar valor a través de este término de la ecuación es un poco más discutible.

Lo importante es comprender la importancia de cada uno de los componentes de la rentabilidad. Hay empresas que, por sus características, otras generan rentabilidad a través del margen, mientras que hay otras que lo hacen por su rotación, y otras que lo hacen por su apalancamiento financiero. Para comprender mejor este concepto, consideremos el caso de tres empresas muy diferentes entre sí:

1) La empresa A produce y comercializa un producto muy novedoso basado en un fuerte desarrollo de investigación que la protege del ingreso de competidores que le erosionen el margen.

2) La empresa B es una empresa comercializadora de productos de consumo masivo que se dedica a comprar los productos de los fabricantes y venderlos a los consumidores de la manera más eficiente posible.

3) La empresa C presta un servicio público, transporta gas desde los centros de producción hasta los centros de consumo. Esta empresa tiene una posición competitiva protegida por el Estado, por lo que tiene un negocio muy estable y de bajo riesgo.

Dadas las características de las tres empresas presentadas, podemos afirmar que su generación de rentabilidad será sustancialmente diferente: la empresa A generará rentabilidad fundamentalmente por un alto margen, mientras que la empresa B tendrá un margen necesariamente bajo, pero generará rentabilidad por una alta rotación debido a una gran eficiencia logística y el manejo de su capital de trabajo. La empresa C, por su lado, generará su rentabilidad por medio de un agresivo apalancamiento financiero, es decir, logrará producir rentabilidad minimizando la necesidad de financiar las inversiones con recursos propios, posible gracias a la baja volatilidad de sus flujos de fondos.

Las diferencias mostradas en el párrafo anterior no son patrimonio exclusivo de las empresas de diferentes industrias, sino que pueden verse en empresas de la misma industria. Para ilustrar este punto, vamos a considerar el caso de tres empresas de computadoras personales. Vemos cómo IBM genera su alta rentabilidad fundamentalmente por un apalancamiento sustancialmente mayor al de sus competidores, mientras que Dell la genera basándose en una alta rotación. La comprensión de esta dinámica de la composición de la rentabilidad nos ayuda a comprender la eficiencia de las eventuales acciones directivas tendientes a mejorar la rentabilidad. ¿Qué tan

"No es lo mismo lograr un margen con una inversión alta, que lograrlo con una inversión más baja".

CLASES MAGISTRALES

fácil es mejorar en margen, la rotación o el apalancamiento financiero? Dicho de otra manera, ¿qué tan fácil sería para Dell incrementar sustancialmente su rentabilidad aumentando su apalancamiento financiero? ¿Podría IBM mejorar su rentabilidad aumentando su rotación? En una industria con la dinámica competitiva, como la de las computadoras, ¿qué tan fácil hubiera resultado aumentar el margen? Es necesario, además, considerar la posibilidad de mejorar alguno de los componentes de la rentabilidad cediendo en alguno de los otros, por ejemplo, disminuyendo el margen para intentar aumentar la rotación. Y detenemos el análisis en este punto, aunque es fácil ver que estos conceptos pueden llevar a un rediseño de la estrategia competitiva de las empresas dentro de un sector industrial.

Cálculo de beneficios. Reflexionamos acerca del concepto de rentabilidad, concepto no siempre bien comprendido por los directivos y los analistas de empresas. La rentabilidad es de vital importancia para una empresa, dado que sus inversores entran en ese negocio en busca de una rentabilidad esperada, si la empresa no logra obtenerla, en algún momento los inversores decidirán el fin de su inversión en la empresa e invertir en otro negocio, dejando a la empresa sin capital para invertir, y eventualmente, sin liquidez.

Vimos que, muchas veces, se confunde el concepto de

rentabilidad con el concepto de margen y que, en realidad, el concepto de rentabilidad es sustancialmente más complejo. La rentabilidad necesita de la concurrencia del margen de beneficio, de la inversión realizada y del tiempo en el que este beneficio se genera.

Vimos también que es necesario especificar para quién estamos estimando la rentabilidad. Normalmente en finanzas corporativas nos dedicamos a: 1) los accionistas y 2) a los inversores financieros, grupo que incluye a los accionistas y a los acreedores financieros. Cada grupo tiene su propia definición de beneficio, su propia definición de inversión realizada y su propia definición de rentabilidad esperada.

Finalmente, trabajamos algunas ideas para mejorar la rentabilidad de las empresas. Para ello, destacamos la importancia de considerar a la rentabilidad como la interrelación entre: 1) el margen, 2) la rotación, y 3) el apalancamiento financiero.

Decíamos que es común que los directivos tomen decisiones que tienden a mejorar el margen, pero esas decisiones no necesariamente logran mejorar la rentabilidad, es más, muchas veces la empeoran, por ejemplo en los casos en los que por mejorar el margen se empeoran la rotación o el apalancamiento financiero.