

## Acerca de la rentabilidad y el riesgo

Zicari, Adrián

### 1. Introducción

A primera vista, podría parecer que la rentabilidad es algo muy sencillo. Al fin y al cabo, cuanto más rentable sea un proyecto, mejor. De ese modo, si nos preguntaran acerca de qué rentabilidad queremos para un negocio, simplemente diremos que queremos la mayor rentabilidad posible. Sin embargo, esto no es tan sencillo como parece. En este artículo, trataremos de explorar algunos problemas comunes referidos a la rentabilidad y cuyas soluciones pueden ser muy útiles para quienes analizan y gestionan proyectos de inversión.

### 2. Rentabilidad y riesgo

Para comenzar, la rentabilidad no es un concepto abstracto, sino una variable que está inexorablemente ligada al riesgo. Se trata así de una relación directa: a mayor riesgo mayor rentabilidad. Si quiero mayor rentabilidad necesariamente deberé asumir mayor riesgo. Esta dupla, rentabilidad-riesgo, funciona como las dos caras de una misma moneda. Esta idea, aunque parezca una verdad "de Perogrullo", es frecuentemente olvidada en la práctica de negocios cotidiana.

Aun un mismo negocio, en distintas circunstancias de tiempo y lugar, estará sometido a diferentes riesgos. Podríamos imaginarnos en un ejemplo sencillo, una cadena de comidas rápidas que analiza abrir una sucursal en una ciudad europea, digamos Bruselas, y en alguna ciudad riesgosa, quizás la capital de algún país en conflicto. Obviamente, el proyecto es el mismo (el local de comidas rápidas, un idéntico modelo de negocios en cualquier lugar del mundo), sólo que la diferente localización del emprendimiento conllevará riesgos diferentes. Nótese que aquí estamos hablando de riesgos mayúsculos (llamados a veces riesgos políticos), que pueden implicar riesgos concretos de vida para los inversores o para sus colaboradores. Sin embargo, un razonamiento similar, aunque en menor grado, puede aplicarse a países o regiones con problemas de inestabilidad regulatoria, gobiernos que pueden confiscar inversiones o simplemente países con persistente inestabilidad económica.

Este diferencial de riesgos antes mencionado no quiere decir que la inversión no se hará, sino que el inversor exigirá una tasa de rendimiento superior, acorde con el mayor riesgo que esa localización arriesgada exige. De hecho, incluso algunos negocios se instalan a veces en áreas riesgosas, tal como suele suceder en el caso de exploraciones petroleras o mineras. En esos casos, el alto riesgo del proyecto se vería compensado por su rentabilidad potencialmente alta.

Nótese que este último ejemplo nos ilustra acerca de otro punto: hay proyectos que son "portátiles", esto es, que podrían ser instalados en distintos lugares alternativos: en un país o en otro. Lógicamente, este tipo de proyectos "portátiles", que tendrán una cierta rentabilidad en cualquier lugar del mundo, tenderán a ir primero hacia localizaciones menos riesgosas. En cambio, los proyectos petroleros o mineros no son "portátiles", éstos deben forzosamente instalarse allí donde estén los yacimientos. A veces, éstos estarán en lugares poco riesgosos (por ejemplo, los pozos petroleros del Mar del Norte, en Europa) y en otros casos, en lugares de mayor riesgo político/social (por ejemplo, las exploraciones en Nigeria o los diamantes en algunos lugares de Africa).

### 3. El riesgo requerido

Habiendo comprendido un poco mejor esta relación riesgo-rendimiento, podríamos preguntarnos acerca de cómo el inversor decide qué rentabilidad desea. Para poner una metáfora sencilla, podríamos decir que el inversor no está en un restaurant "a la carta" donde él pueda elegir la rentabilidad que quiera. Más bien, el inversor está en un "patio de comidas", en donde debe elegir entre distintos "combos" de rentabilidad-riesgo. Digamos entonces, que el inversor seleccionará aquellas combinaciones de rentabilidad-riesgo ("combos") más adecuadas para él. Dicho de un modo más técnico, el inversor procurará la mayor rentabilidad posible dentro de los **niveles o rangos de riesgo aceptables** para él.

Véase entonces que no debemos pensar en que existe "poco" o "mucho" riesgo, sino más bien preguntarnos si el riesgo que estamos asumiendo es razonable para el rendimiento que la inversión promete. Habrá así inversiones de poco o casi ningún riesgo (por ejemplo, un papel de deuda de un país muy solvente) y habrá inversiones más riesgosas, con distinto grado de riesgo, según sea el caso. Desde

un punto de vista lógico, no hay inconveniente en tomar más o menos riesgo, lo importante es que el riesgo que se tome tenga una relación adecuada con la rentabilidad que se espera. Lógicamente habrá inversores que por distintos motivos tengan un límite para los riesgos que puedan asumir. Por ejemplo, es muy posible que un padre de familia numerosa esté dispuesto a asumir menores riesgos que una persona que aún no tiene compromisos familiares.

También es importante notar que hay distintas aproximaciones al riesgo. Ya sea por distintas circunstancias, preferencias y criterios personales, es posible que haya inversores más "temerarios", esto es, inversores que estén dispuestos a tomar una mayor proporción de riesgo (más que proporcional) a cambio de un mayor rendimiento. Para expresarlo gráficamente, si tuviéramos un gráfico cartesiano, en la abscisa (línea X) el nivel de riesgo y en la ordenada (línea y) la rentabilidad; diremos que para este inversor la línea de preferencias de inversión (rentabilidad respecto de riesgo) tendrá una pendiente por debajo de los 45 grados. Esto es, el inversor "temerario" estará dispuesto a tomar grandes dosis de riesgo a cambio de pequeños incrementos en rentabilidad.

"A contrario sensu", tendremos también inversores más cautelosos, quienes sólo querrán tomar pequeñas dosis de riesgo a cambio de grandes incrementos en rentabilidad. Nuevamente en nuestro gráfico cartesiano, para estos inversores "apocados", la línea de preferencias de inversión tendrá una pendiente por encima de los 45 grados.

Como hemos visto, existen preferencias personales entre distintos inversores (esta posibilidad de ser más "temerario" o "apocado"). Sin embargo, todos los inversores, si son racionales, siempre exigirán que a mayor riesgo haya mayor rentabilidad. Así, el inversor "temerario" está dispuesto a cambiar mucho riesgo por poca rentabilidad, en tanto que el inversor "apocado" sólo aceptará algo de riesgo a cambio de mucha mayor rentabilidad. Sin embargo, ambos coincidirán en exigir más rentabilidad (poca o mucha, según sean sus preferencias) a cambio del mayor riesgo asumido. Nuevamente, en nuestro gráfico cartesiano, el "temerario" tendrá una línea de preferencias de inversión por debajo de los 45 grados, en tanto que el "apocado" exigirá una línea por encima de los 45 grados. Pero ambos, "temerario" y "apocado", exigirán que esa línea tenga pendiente positiva. En otras palabras, nadie está racionalmente dispuesto a tomar más riesgo a cambio de nada.

#### **4. Rentabilidad y financiación**

Otro error frecuente consiste en comparar tasa de rendimiento del proyecto con su tasa de financiación. Por ejemplo, el inversor puede querer comparar el potencial rendimiento de un proyecto (digamos 20%) con el costo de su financiamiento (supongamos que se pueda obtener un crédito al 10%). La comparación ingenua nos diría que se trata de un muy buen negocio: al fin y al cabo estamos tomando dinero al 10% para colocarlo en un proyecto que rinde el 20%. ¿No es así?

Bueno, en realidad, no es tan así. Es que estamos comparando magnitudes diferentes, tal cual si sumáramos peras con manzanas. El costo de financiación por definición no tiene riesgo: necesariamente deberé pagar el 10% al final del contrato. Es un dato cierto, inexorable. En cambio, la rentabilidad esperada (en nuestro ejemplo, el 20%) es precisamente "esperada", esto es, puede darse o no. Se trata entonces de una razonable suposición, y como todas las suposiciones, está sujeta a riesgo.

Vemos entonces que no tiene mucho sentido la comparación entre tasa de rendimiento y tasa de financiación. Más aun, si profundizamos en esta comparación podríamos caer en un sinsentido. Supongamos que nuestra tasa de financiación fuera muy baja, quizás cercana a cero. ¿Ello implicaría que podríamos tomar cualquier proyecto que se nos presente? Obviamente no haríamos eso.

Entonces, ¿para qué sirve esta comparación? Simplemente para ver si un proyecto es asequible o no. Aclaremos un poco esta idea: un proyecto será conveniente si tiene un rendimiento proyectado que compensa su riesgo. Dicho en otros términos, si el rendimiento esperado o proyectado supera el rendimiento requerido (conforme el riesgo del proyecto). Entonces, si un proyecto es conveniente para el inversor A, también lo será para el inversor B. La conveniencia de un proyecto es algo objetivo, no subjetivo: si es válido para un inversor, lo será para todos. Ahora bien, un proyecto puede ser conveniente, digamos porque rinde un 15% (y esa rentabilidad es mayor que la rentabilidad requerida conforme el riesgo de ese proyecto). Sin embargo, el inversor A no consigue financiamiento a menos de un 20%. Para él, aunque el proyecto es conveniente, no es asequible, pues no tiene modo de financiarlo. Supongamos que, en cambio, el inversor B tenga acceso a financiamiento internacional al 5%. Para este inversor, como

para cualquier otro, el proyecto también será conveniente. Pero además, el proyecto será asequible, pues hay un financiamiento adecuado.

Entonces, vemos que hay dos etapas diferentes. Por un lado, la comparación entre rentabilidad esperada del proyecto respecto de la rentabilidad requerida, conforme el riesgo del proyecto. Esta es la primera comparación, la más importante. Si el proyecto no resulta conveniente, aunque nos regalen la financiación, haremos un mal negocio. Una vez cerciorados de que el proyecto es conveniente, nos preguntaremos si es asequible para nosotros, esto es si lo podemos financiar. Aquí, cada inversor tendrá una respuesta propia. Habrá quien consiga fondos lo suficientemente baratos para el proyecto y habrá quien, aún reconociendo que el proyecto es conveniente, no lo pueda financiar.

### **5. Particularidades de cada inversor**

Finalmente, es necesario tener en cuenta que cada inversor es diferente. No sólo por las antes mencionadas tendencias a una mayor temeridad o pusilanimidad en las inversiones. También debemos tener en cuenta la experiencia de cada inversor.

Cada inversor tiene un bagaje de experiencias, conocimientos y habilidades que le son propias, un cierto "know-how" que le da al inversor cierta familiaridad con algunos negocios, sectores de la economía o áreas geográficas. Digamos que si tenemos una extensa experiencia en la industria vitivinícola en Mendoza, sabremos muy bien los riesgos de invertir en otra producción similar. Quizás alguien que no tenga ese "know-how", cometerá muchos errores costosos, y efectivamente para esa persona, la misma inversión resultará más riesgosa. Vemos entonces que un inversor experto podría estar en condiciones de encarar un proyecto aún con menor rendimiento esperado, simplemente porque para ese inversor el riesgo (y en consecuencia la tasa de rendimiento requerida) resulta menor.

Continuando con este ejemplo, si a nuestro inversor le ofrecen una inversión vitivinícola en otro país, por ejemplo Australia, veríamos un incremento del riesgo para él. Si bien el inversor conoce bien el negocio, no siempre resulta sencillo trasladar ese "know-how" a otro mercado. Más aún, si surgiera la posibilidad de hacer un negocio totalmente distinto en otro mercado, digamos una explotación minera en Brasil, aquí realmente nuestro inversor pierde todas sus ventajas: su "know-how" será prácticamente irrelevante en un negocio distinto y en un mercado que desconoce. En consecuencia, para este inversor, el riesgo se incrementará notablemente y exigirá en consecuencia un rendimiento mucho mayor para su inversión.

### **6. Conclusión**

En este artículo, hemos procurado ilustrar acerca de algunos problemas que comúnmente surgen en el análisis de proyectos de inversión, vinculados todos a la relación rentabilidad-riesgo. Esta relación puede ser en algunos casos difícil de comprender y medir, máxime cuando hay diferentes opiniones subjetivas. En consecuencia, hemos explorado la idea de que los inversores pueden tener diferentes apreciaciones del riesgo y que las tasas que incluyen riesgo no deberían confundirse con tasas sin riesgo (como es la tasa de financiación). Esperamos que estas consideraciones sean útiles para quienes trabajan profesionalmente en el análisis y monitoreo de proyectos de inversión.

© Thomson Reuters