

DANIEL GONZALEZ ISOLIO, PH. D.

Rentabilidad vs ventas

Introducción

Las empresas comerciales se dedican a organizar recursos, con el fin de producir bienes y servicios que puedan ser vendidos en el mercado. Pero dicha actividad no nos debe confundir y conducimos a pensar que el objetivo de la organización es producir y vender. En un mundo donde los negocios giran en torno a los intereses de los dueños del capital, el principal objetivo de la empresa es ganar dinero.

A pesar de ser los dueños del negocio, en la práctica, los accionistas no pueden imponer arbitrariamente su voluntad. Por el contrario, deben interactuar y negociar con sus clientes, proveedores, empleados, directivos, bancos, y otros grupos de interés que tienen sus propios objetivos, los cuales muchas veces se contraponen al de los accionistas. Esta puja de intereses transforma a la empresa en una realidad compleja de observar y comprender, donde el juicio que se realiza sobre la situación de la misma, siempre estará influenciado por la perspectiva del observador. La cual, inevitablemente, condicionará la toma de decisiones directivas.

La división funcional en áreas departamentales (comercial, recursos humanos, finanzas, etc.), favorece la diversidad de miradas y opiniones, al tiempo que limita la toma de decisiones directivas desde una perspectiva sistémica. Es habitual que los gerentes funcionales, recorten la realidad y aborden el proceso de toma de decisiones privilegiando consciente o inconscientemente los intereses de sus respectivas áreas de influencia. Comercial es la voz del cliente, y en consecuencia suele preocuparse por los intereses de éstos (en especial si es que quiere lograr mayores ventas). Decimos entonces que el área comercial, analiza la realidad desde la perspectiva de los clientes. En las organizaciones donde se pagan comisiones sobre las ventas, los vendedores hacen una aún más notoria defensa de los intereses de los clientes. Análogamente, podríamos decir que Recursos Humanos mira la realidad desde la perspectiva de los empleados, y así sucesivamente. Siguiendo este razonamiento, cabe entonces preguntarnos: ¿desde dónde mira la organización el área de finanzas? Hacer finanzas, es simplemente ver la organización y entender la realidad desde los zapatos de los accionistas.

Artículo de difusión elaborado por el Dr. Daniel Gonzalez Isolio - Copyright 2014 - . No se permitirá la reproducción, almacenaje, uso en planilla de cálculo o transmisión en forma alguna: electrónica, mecánica, fotocopiado, grabación u otro procedimiento, sin permiso del autor.



Por favor piense en el medio ambiente, antes de imprimir este artículo. Considere el uso de dispositivos electrónicos de lectura.

Los accionistas son personas físicas o jurídicas que aportan su capital, a cambio recibir acciones. Estos títulos financieros, les otorgan el derecho a administrar la sociedad y a poder disponer de los flujos de efectivo residuales que genere el negocio a lo largo del tiempo. Cuanto mayores sean los flujos generados mayor será el valor de la acciones. La capacidad de un negocio para generar flujos se sustenta en la rentabilidad y el crecimiento. En consecuencia, la correcta administración de dichas variables, constituyen uno de los principales intereses de los accionistas.

La rentabilidad del negocio

La rentabilidad es una medida de eficiencia del uso del capital, la cual relaciona el resultado de una inversión, con el monto inicialmente invertido. Así, si invertimos \$100 para obtener un resultado de \$10, la tasa de rentabilidad será del 10%. Pero, ¿es esa rentabilidad lo suficientemente buena para conformar al accionista?

La rentabilidad que desea obtener un accionista está íntimamente ligada al nivel de riesgo al que expone su capital. En finanzas, entendemos al riesgo como la posibilidad que pase algo distinto a lo esperado al momento de invertir. Es decir, en nuestro ejemplo el accionista espera ganar \$10, pero puede ser que termine ganando más o menos que \$10. Cuanto mayor sea la dispersión de los resultados posibles en torno al esperado, mayor será el grado de riesgo a asumir por el accionista. Dado que el riesgo generalmente es considerado un bien negativo, los accionistas reclamar una mayor recompensa para asumir un mayor riesgo. El 10% de rentabilidad puede ser razonable para un negocio de riesgo moderado, pero insuficiente para un negocio de alto riesgo. En consecuencia, en el primero de los casos el accionista decidirá invertir, y en el segundo no. ¿Pero cómo hace el accionista para determinar cuanta rentabilidad exigir a un negocio al momento de invertir?

La rentabilidad exigida no deber ser pensada como un capricho del accionista, dado que si lo fuera, el accionista indefectiblemente terminará tomando malas decisiones sobre el uso de su capital. Racionalmente, dicha tasa de rentabilidad exigida debe establecerse a partir del análisis del uso alternativo que se puede dar al dinero. El accionista debe preguntarse a sí mismo, qué retorno podría obtener si dedica su capital a otros negocios con similar nivel de riesgo. Siguiendo con el ejemplo, digamos que luego de analizar el riesgo del negocio, el accionista identifica que hay otros negocios similares donde podría obtener hasta un 8%. Ese 8%, será en consecuencia la rentabilidad exigida y actuará como una valla que el negocio deberá saltar, a fin de validar un correcto uso del capital por parte del accionista. Si finalmente, la rentabilidad observada del negocio fuera inferior al 8%, el accionista podría estar disconforme ya que podría haber dado un mejor uso a su capital, invirtiendo en alguna de las alternativas consideradas. Por el contrario, cuando la rentabilidad del negocio supera la valla del 8% impuesta por el accionista, los accionistas estarán contentos. Si se logra el 10% de rentabilidad esperada al momento de invertir, los accionistas recibiendo más de lo que esperar de cualquier otra inversión con el mismo nivel de riesgo. Cuando este último es el caso, decimos que el negocio crea valor para sus accionistas.

La creación de valor es el resultado adicional al que esperaban obtener los accionistas cuando fijaron la valla. Así, los accionistas que inicialmente invirtieron \$100 esperando ganar un 8% de rentabilidad, se darán por satisfechos si y solo si el beneficio del negocio es igual o mayor a \$8 ($8\% * \100). Si el negocio finalmente gana \$10 (tal como se esperaba al momento de invertir), la creación de valor para los accionistas ascenderá a \$2. Dicho de otra manera, los accionistas obtuvieron el 8% que exigían, y adicionalmente recibieron un premio de \$2. Por el contrario, si las cosas no fueran como se planearon y el resultado final es de \$6, la creación de valor sería negativa, es decir \$-2. Nótese, que aunque se ganó dinero los accionistas tendrían motivos reales para estar insatisfechos, ya que contaban con alternativas donde podían ganar \$8. Cuando, una empresa crea

valor atrae el interés de los accionistas, y por lo tanto se incrementa la demanda y el valor de las acciones. Es por ello, que el principal objetivo de las decisiones financieras, es la creación de valor para los accionistas.

Lo postulado en el anterior párrafo, parece estar claro para todos los que nos dedicamos a las finanzas, y muchos directivos que abrazaron la creación de valor como filosofía para gestionar sus organizaciones. Sin embargo, esto no es necesariamente compartido por todos los directivos. Existen paradigmas alternativos, que postulan otro tipo de objetivos para la organización. Entre dichas propuestas alternativas, citaremos al de la organización focalizada en la participación de mercado (o *market share*). El paradigma del foco en ventas comenzó a emerger, a principios del siglo XX con el denominado sistema de producción en masa. Durante mucho tiempo existió una fe casi ciega en los beneficios de las economías de escala y alcance. Cuanto más se producía y vendía, más bajos eran los costos por unidad, y mayor el poder de negociación con proveedores y clientes. Las empresas rápidamente comenzaron a competir por expandir sus negocios, y luchar codo a codo con la competencia por expandir la participación de sus ventas en el mercado. Poco a poco muchos directivos empezaron a pensar: cuánto más grande mejor. Sin embargo, dicha forma de gestión solía descuidar la rentabilidad de los accionistas. Las empresas crecían, pero a costa de un uso ineficiente del capital que se invertía para alcanzar dicho crecimiento.

Cuando incrementar las ventas no es una buena idea

Para ilustrar este punto limitaremos el plazo de análisis temporal a un único período, y simplificaremos la complejidad subyacente en alguna de las variables. Somos conscientes por lo tanto que se estarán ignorando los efectos dinámicos de las decisiones adoptadas, los cuales podrían compensar o revertir los resultados a corto plazo. Muchas veces, razones estratégicas pueden justificar una peor situación en el corto plazo, a fin de lograr algún objetivo de largo plazo. A modo de ejemplo podríamos pensar en una empresa que decide vender sin rentabilidad, solo para afectar a su competidor, a fin de provocarle la quiebra, y luego obtener un mayor poder sobre los clientes para subir los precios.

La toma de decisiones directivas, nos exige extender el horizonte de análisis, a fin de considerar todos los efectos temporales de las actuales decisiones. En consecuencia, los ejemplos que presentaremos a continuación deben ser interpretados como una simplificación de la realidad, que nos invitan a reflexionar respecto de la creencia de algunos directivos, sobre los beneficios de establecer al incremento en ventas y/o *market share*, como el principal objetivo organizacional.

Existen al menos 3 situaciones donde un mayor nivel de ventas no necesariamente implica una mejora respecto al cumplimiento de los intereses y objetivos de los accionistas.

1. Mayores ventas, no necesariamente son mayores beneficios.

Imaginemos una empresa que realiza un estudio de mercado con el fin de estimar la potencial demanda de un nuevo producto que desea lanzar al mercado. Según la información obtenida, se infiere que a un precio de \$205 se podrían vender un máximo de 10 unidades, y que dichas cantidades se podrían incrementar a 15 o 20 unidades, si respectivamente se disminuye el precio a \$150 o \$115. Adicionalmente, sabemos que el proceso de producción y comercialización

Rentabilidad vs ventas.

implica la erogación de costos fijos¹ por un total de \$1.000, y de costos variables de \$20 por cada unidad producida.

El resultado del negocio será igual a la cantidad vendida por el precio de venta menos el total de costos fijos y variables, y es resumido en la siguiente tabla:

PRECIO	CANTIDAD	VENTAS	COSTO FIJO	COSTO VARIABLE	COSTO TOTAL	RESULTADO
205	10	2.050	-1.000	-200	-1.200	850
150	15	2.250	-1.000	-300	-1.300	950
115	20	2.300	-1.000	-400	-1.400	900

Cómo puede observarse, el mejor resultado posible se obtiene cuando vendemos 15 unidades. Si nuestro foco estuviese en vender más y eligiésemos vender 20 unidades, las ventas se incrementarían de \$2.250 a \$2.300, pero el resultado disminuiría de \$950 a \$900. Dicho fenómeno obedece a que el incremento en ventas de \$50, no compensa el incremento en costos que asciende a \$100 (\$1.400 - \$1.300).

Reflexión: si los costos adicionales de producción y comercialización, superan los ingresos adicionales, vender más va en contra del objetivo de los accionistas.

2. Mayores ventas, no necesariamente es mayor rentabilidad.

Asumamos ahora, una situación donde una empresa opera en el mercado con un margen sobre ventas del 5%. Para aumentar el nivel de ventas, está considerando incrementar el plazo de financiamiento que otorga a sus clientes de 90 a 120 días. Dado que, actualmente la empresa vende \$10.000 por año, y financia a sus clientes a 90 días, tiene cuentas pendientes de cobro por \$2.500 (\$10.000 * 90 días / 360 días). En otros términos podemos decir que para poder vender lo que vende, debe invertir un capital equivalente al 25% de sus ventas. Si el plazo de financiamiento se incrementa a 120 días, los directivos comerciales estiman que se podrían aumentar las ventas un 30% (a \$13.000 por año). ¿Les conviene a los accionistas que se tome esta decisión? La respuesta es claramente: no. Veamos por qué.

VENTAS	MARGEN	RESULTADO	PLAZO DE COBRO	CUENTAS POR COBRAR	% SOBRE VENTAS	RETORNO CAPITAL
10.000	5%	500	90	2.500	25%	20%
13.000	5%	650	120	4.333	33%	15%

Cuando el financiamiento a clientes es de 90 días obtiene se obtiene un beneficio de \$500 (5% de margen sobre ventas de \$10.000). Para ello, temporalmente se debe resignar el cobro del 25% de lo vendido. En consecuencia, la inversión en cuentas por cobrar, es de \$.2.500. Si dividimos el resultado obtenido por el capital invertido podemos ver que la rentabilidad asciende al 20% (\$500/\$2.500).

¹ Se denominan costos fijos, a aquellos que no varían con el nivel de producción / ventas. Un ejemplo de los mismo puede ser el alquiler de las oficinas, o lo salarios administrativos. En el largo plazo se considera que todos los costos fijos pueden ser ajustados.

Si la empresa cambia su política de financiamiento a 120 días, puede generar un resultado de \$650 (5% de margen sobre ventas de \$13.000). Para ello, deberá inmovilizar el 33% (120 días /360 días) de su venta anual, y realizando una inversión de \$4.333 en cuentas por cobrar. La rentabilidad del negocio disminuye a un 15% (\$650/\$4.333). Mientras que el resultado se incrementa un 30%, la inversión necesaria para llevar adelante el negocio se aumentó un 73%, provocando una pérdida de 5 puntos porcentuales de rentabilidad.

Reflexión: cuando el incremento porcentual del capital invertido excede al registrado sobre los resultados, la rentabilidad del negocio disminuye. Consecuentemente, aumentar las ventas es contrario a los intereses de los accionistas.

3. Mayores ventas, no necesariamente es mayor creación de valor.

Supongamos un negocio en el que se han invertido \$1.000, lográndose generar ventas anuales por \$2.000 y beneficios por \$60. Es fácil calcular, que bajo dichas circunstancias el margen sobre ventas es del 3% ($\$60 / \2.000), la relación ventas/capital es de 2 ($2.000/1.000$), y rentabilidad del capital invertido es del 6% ($\$60 / \1.000). Los accionistas contaban con otras oportunidades de inversión (del mismo nivel de riesgo), donde podrían haber ganado el 10%. Dicha valla de rentabilidad, implica que el beneficio mínimo los accionistas esperarán obtener al momento de invertir ascendía a \$100 (10% de rentabilidad sobre un capital invertido de 1.000). Lamentablemente, y los managers solo lograron obtener \$60. En consecuencia el negocio destruyo valor por \$40 ($\$60 - \100), y por lo tanto los accionistas hubiesen estado mejor si invertían su dinero en algunas de las alternativas que poseían. Preocupado por la situación, uno de los directivos propone revertir los malos resultados de este año, aprovechando cierto exceso de capacidad instalada, y siendo más agresivos en ventas. ¿Será esta una buena idea?

VENTAS	RESULTADO	CAPITAL INVERTIDO	VENTAS / CAPITAL	% SOBRE VENTAS	RETORNO CAPITAL	CREACIÓN VALOR
2.000	60	1.000	2,0	3%	6%	-40
1.000	30	350	2,9	3%	9%	-5
3.000	90	1.350	2,2	3%	7%	-45

Los directivos concluyen que sería posible incrementar las ventas en \$1.000, invirtiendo tan solo \$350. Dicha situación los entusiasma, ya que uno de ellos rápidamente nota la importante mejora sobre la relación ventas/capital. Ahora, por cada peso que se invierte se pueden conseguir \$2,9 de ventas (cuando antes solo se podían conseguir solo \$2). Quizás algo optimistas, esperan que se pueda mantener el margen del 3%, y así generar beneficios adicionales por \$30 ($\$1000 * 3\%$). La rentabilidad de la inversión adicional sería entonces de un 9% ($\$30/\350), y la rentabilidad de la inversión total mejora hasta alcanzar un 7% ($\$90/\1.350). Dado que el capital adicional obtiene una tasa del 9%, cuando los accionistas desean un mínimo de 10%, incrementar las ventas destruye valor. Por esta inversión adicional los accionistas exigen ganar \$35 ($10\% * \350), sin embargo los directivos solo logran un beneficio de \$30. Así, esta iniciativa destruye valor por \$5, e incrementa la destrucción de valor del negocio de \$40 a \$45.

Reflexión: cuando el capital invertido para incrementar las ventas no logra ganar el retorno exigido por los accionistas, incrementar las ventas destruye valor. A pesar de que se pueda lograr mejorar la rentabilidad del negocio, seguir invirtiendo es contrario a los intereses de los accionistas.

Cuando incrementar las ventas si es una buena idea

Luego de ver estos ejemplos, resulta inevitable preguntarse cuándo sí resulta conveniente incrementar las ventas. La respuesta es más que obvia: las ventas deben ser incrementadas si y solo si la rentabilidad sobre el capital adicional a invertir por los accionistas, excede el rendimiento requerido por ellos. Es decir cuando se crea valor.

En su último libro², Tim Koller analiza las decisiones de negocios con mayor impacto en la creación de valor del negocio. Mediante la medición del valor creado por cada dólar adicional de ventas, para las principales alternativas de crecimiento, el autor logra establecer un ranking. El mismo le permite diferenciar las iniciativas en tres grandes grupos, las que obtienen un creación de valor mayor al promedio, las que se ajustan al promedio, y aquellas que se ubican por debajo del promedio.

Valor creado mayor al promedio:

1. Crear nuevos mercados a partir de nuevos productos.
2. Vender más productos a clientes actuales.
3. Atraer nuevos clientes al mercado.

Valor creado igual al promedio:

4. Incrementar el share en un mercado en crecimiento.
5. Adquirir empresas pequeñas para acelerarles el crecimiento.

Valor creado menor al promedio:

6. Ganar share mediante mejoras por innovación.
7. Ganar share mediante promociones y descuentos
8. Adquirir grandes empresas

Comentarios finales

Las oportunidades de crear valor no duran para siempre. Las fuerzas competitivas del mercado con el tiempo erosionan la rentabilidad del negocio, y la hacen converger al rendimiento de las otras alternativas de inversión con las que contaban los accionistas. La dirección de la empresa es una lucha constante por escapar de las reglas de la competencia perfecta, donde las empresas no se pueden sacar ventaja entre sí, y dado que la rentabilidad de las inversiones alternativas es igual a la del negocio, la creación de valor es nula. Es por ello, nos hemos ocupado a lo largo del artículo por resaltar la importancia de la rentabilidad, como principio indispensable para la creación de valor. Mientras que una empresa sin crecimiento puede crear valor, una empresa con crecimiento nunca

² Koller, T.; Dobbs, R. & Huyett, B.; "Value: The Four Cornerstones of Corporate Finance"; Mc Kinsey & Company; John Wiley & Sons, Inc, 2011 edition.

Rentabilidad vs ventas.

creará valor si no logra que la rentabilidad del capital invertido exceda el rendimiento exigido por los accionistas.

Las empresas que son capaces de obtener una alta rentabilidad mayor al rendimiento exigido por sus accionistas, pueden focalizarse en el crecimiento. Por el contrario, aquellas organizaciones que actualmente no logran obtener tasas de rentabilidad satisfactorias, deben pensar seriamente en las posibilidades de reestructurar el negocio. Si no se logra saltar la valla de rentabilidad impuesta por los accionistas, seguir invirtiendo será sinónimo de continuar dilapidando los recursos de los estos.

Para una empresa, lo importante no es crecer, sino crecer en aquellos negocios que ofrecen, un mayor retorno al que reclaman los accionistas. Cuando el crecimiento y la rentabilidad son parte del mismo camino, las posibilidades de crear valor para los accionistas alcanzan su máximo potencial. Los directivos deberían focalizar su accionar en identificar y gestionar eficientemente dichas oportunidades.