



TESIS DE GRADO
EN INGENIERIA INDUSTRIAL

VALUACIÓN DE ACTIVOS INTANGIBLES:
ESTUDIO DE EMPRESAS
DE CONTENIDO EN INTERNET.

Autores: Gabriel Szuchmacher (Legajo 48111).
Santiago Szuchmacher (Legajo 44245).

Tutor de Tesis: Ing. Rifat Lelic.

2012

A Roberto, ac nisht mer.

Resumen Ejecutivo

Las empresas argentinas de hoy en día se preocupan muy poco por realizar trabajos sobre sus activos intangibles, sin notar que lo que no se puede tocar o ver, no debe ser dejado de lado. Uno de los principales objetivos de este Trabajo Final es llamar la atención de dichas empresas, para que entiendan que, para muchas industrias, los activos intangibles pueden llegar a ser cuantiosamente más importantes que los tangibles.

Mediante una ramificación entre teoría y práctica, el presente trabajo se enfoca en el estudio exhaustivo de la importancia de los activos intangibles en las empresas. En primer lugar, los autores se interiorizan en las características más intrínsecas de estos activos, sus virtudes y defectos, y todo lo relacionado con los mismos, desde distintos puntos de vista, como el económico, el social, o el contable. Luego, el estudio se especifica en las empresas de contenido de Internet, considerando que, en lo tangible, estas empresas sólo consisten en computadoras y quizás un edificio propio. Sin embargo, es sabido que dichas compañías tienen un contenido mayor que simplemente computadoras, y ese vasto diferencial lo generan los intangibles.

Este es sólo un ejemplo de la infinidad de distintas industrias que generan valor a partir de los intangibles. Y esto nos lleva al final: generar valor. La última parte de esta Tesis se concentra en dos métodos posibles de valuación de los activos intangibles de una empresa determinada.

La idea de los autores es apalancar futuros trabajos relacionados con el tema, para que los intangibles dejen de ser una nebulosa en el mercado (particularmente el mercado argentino), y dejen de existir trabas para su contabilización, utilización y valuación: esto es sólo el comienzo de un camino largo que queda por recorrer para reconocer que las empresas de hoy dependen netamente de sus activos intangibles.

Palabras clave: *activos intangibles; empresa de contenido en internet; valuación; sitio web de búsqueda, red social y comentarios de usuarios.*

Executive Summary

Nowadays, Argentine companies worry little about working on their intangible assets, without noticing that what cannot be touched or seen, should not be left aside. One of the main objectives of this Final Project is to draw the attention of those companies, for them to understand that, in many industries, intangible assets can be more important than the ones that are tangible.

Both through theory and practice, this Final Project focuses on the comprehensive study of intangible assets. First, the authors are internalized in the intrinsic features of intangibles, their strengths and weaknesses, and everything about them from the economic point of view, the social point of view, or the accounting point of view. Then, the study specifies in the Internet content companies, considering that, in terms of tangibles, these companies only consist of computers and perhaps their own building or office. However, we know that these companies are worth more than just computers, and this vast differential is generated by intangibles.

This is just one example of the countless different industries that generate value from intangibles. And this brings us to the end: building value. The final part of this Thesis focuses on two different methods of valuation of intangible assets of a particular company.

The authors intention is to leverage future work on this subject, so that the intangibles are no longer a blur on the market (the Argentine market, specifically), and that the obstacles for their accounting, utilization and valuation cease to exist: this is just the beginning of a long road still ahead, to acknowledge that businesses today rely greatly on their intangible assets.

Keywords: *Intangible assets; internet content companies; valuation; social networking, user review, search web site.*

INDICE

1. Introducción	1
1.1. Activos Intangibles	1
1.2. Estado de la situación actual	2
1.3. Empresas de Contenido en Internet	4
1.4. Objetivo del Trabajo Final	4
2. ¿Qué son los activos intangibles?	5
2.1. La Nueva Estrella	5
2.2. Definición	6
3. Conceptos económicos en los intangibles	9
3.1. Las bondades de los intangibles	9
3.2. Los defectos de los intangibles	12
4. Los intangibles y la ley	18
5. Los intangibles y la contabilidad	20
6. Descubrimientos empíricos sobre la naturaleza de los intangibles	28
6.1. El valor creado por los intangibles	28
6.2. Los drivers	29
6.3. I&D y el crecimiento de los negocios en las empresas	30
6.4. Capital Organizacional	33
6.5. Capital organizacional relacionado con computadoras	34
6.6. Recursos Humanos	35
7. Situación nebulosa para los intangibles	37
7.1. Falta de información	37
7.2. Asimetría entre tipos de activos	37
7.3. Las políticas de los intangibles	38
7.4. ¿Le sirve a una empresa relevar sus activos intangibles?	40
7.5. Las consecuencias	41
7.6. La subvaluación sistemática de los intangibles	42
7.7. Ya no sirven los reportes financieros	43
7.8. Manipulación a través de intangibles	44
7.9. Una cuasi-excepción	44
8. Un nuevo sistema de información	46
8.1. Un sistema alternativo	46
8.2. Los fundamentos del sistema alternativo	47
8.3. Los problemas de la contabilidad	49

8.4.	Provocando la divulgación.....	49
8.5.	El rol dual de la política contable	50
8.6.	Estandarización de la información de los intangibles.....	50
8.7.	El Origen.....	51
9.	Empresas de Contenido en Internet.....	54
9.1.	Costo por impresión (CPM)	56
9.2.	Costo por click (CPC)	57
9.3.	Determinando el costo por click	58
9.3.1.	Costo fijo	58
9.3.2.	Costo basado en subasta	59
9.4.	Publicidad con banners.....	60
10.	Análisis de Guía Oleo	62
10.1.	Un vistazo a la empresa	62
10.2.	La industria	64
10.3.	Los usuarios eligen Guía Oleo	64
10.4.	El negocio que es Guía Oleo	65
10.5.	Las fortalezas de la empresa	66
10.6.	Los riesgos.....	67
10.7.	Generación de ganancia en Guía Oleo	74
10.8.	Los indicadores clave	75
10.9.	Guía Oleo como empresa de contenido de Internet	80
11.	Valuación de los activos intangibles de Guía Oleo	81
11.1.	Fórmula para la valuación	81
11.2.	Regresión Lineal	83
11.3.	Programa Informático Eureka Formulize	85
11.4.	Proyección de los usuarios futuros de Guía Oleo	86
11.5.	Proyección de los indicadores	89
11.6.	Proyección de los Ingresos	90
11.7.	Proyección de Costos	92
11.8.	Valuación de los Activos Intangibles de la compañía	93
12.	Conclusiones	95
13.	ANEXO I	97
13.1.	Proyecciones de usuarios de Guía Oleo	97
14.	ANEXO II.....	102
14.1.	Valores Históricos de los indicadores	102
14.2.	Resultados de la Regresión Lineal del modelo elegido para la proyección de los Ingresos	103
15.	BIBLIOGRAFÍA.....	104

Introducción

“*L’essentiel est invisible pour les yeux*”¹

Antoine de Saint-Exupery

Activos Intangibles

Es fácilmente demostrable que, hoy en día, las empresas cuentan con tres clases de activos para conseguir beneficios futuros. Históricamente, los primeros activos utilizados por las empresas fueron siempre los tangibles: maquinaria, propiedades, edificios y terrenos, entre otros. Luego, se incorporaron al mercado los activos financieros, como pueden ser las acciones o los bonos. Por último, los activos intangibles siempre estuvieron presentes en las empresas, pero no fue hasta hace pocos años que su relevancia se hizo presente en las mentes de los inversionistas, CEOs o contadores.

Hace aproximadamente veinte años, se comenzó a analizar cómo los activos tangibles resultaban cada vez más commodities, es decir, cada vez más se notaba que todos los tangibles que podían tener las empresas líderes eran iguales o similares, y que la diferenciación que hacían radicaba en la posibilidad de tener ideas innovadoras, desarrollos tecnológicos de punta, *know-hows* únicos o managers que manejaban la empresa de forma tal que los recursos humanos fueran optimizados. Asimismo, los balances de las empresas mostraban una valuación que no se condecía con los valores de mercado (como se sabe, resultante del precio de la acción por la cantidad de acciones en el mercado de valores), sino que era hasta cinco veces menor. La diferencia entre el valor que un balance da a una empresa y su valor de mercado es aquel que le otorgan por los activos intangibles, los cuales evidentemente no aparecían en los balances.

El estudio de la valuación de los activos intangibles permitirá al mercado (potenciales inversores) y a los accionistas enfocarse y saber con mayor precisión el valor de aproximadamente tres cuartos del valor real de una empresa, en lugar de focalizarse en el valor, ya estudiado, de los activos tangibles que simplemente obedecen a los precios manejados en el mercado. Al mismo tiempo, otorgará a los managers de las empresas la oportunidad de conocer con mayor exactitud el

¹ Frase perteneciente a *El Principito*, de Antoine de Saint-Exupery, que significa “Lo esencial es invisible para los ojos”.

retorno de la inversión que puede realizarse en los departamentos de I&D o de Recursos Humanos, por ejemplo.

Estado de la situación actual

Actualmente, las empresas no consideran en sus balances a los activos intangibles. Esto ocurre ya que son activos cuya medición resulta dificultosa y no se encuentra regulada. Los valores de los activos en general son determinados por los futuros flujos de fondos que agregan dichos activos a las empresas. Pero la determinación de, por ejemplo, el valor que agrega un curso de entrenamiento de empleados es sumamente incierto y, consecuentemente, difícil de determinar, no sólo porque no es posible medir en cifras la cantidad de dinero que se produce gracias a ese curso de entrenamiento, sino también por la tasa de rotación entre empresas que existe actualmente. En general, cuanto más “suave” es el activo, más difícil es darle un valor (por ejemplo la licencia de una marca resulta más fácil de valorar que las relaciones interlaborales).

La ausencia de un mercado de intangibles hace que los gerentes e inversores no puedan tener la certeza de su medición. La decisión que todos los gerentes buscan para sus empresas, en relación a los activos, es la cantidad de fondos que deben ser dedicados a los mismos, es decir, la inversión que se le asigna a la adquisición de nuevas tecnologías, a la investigación y desarrollo (I&D), a la penetración del mercado o al desarrollo de la fuerza laboral. Dichas decisiones son, en general, basadas en la perspectiva del retorno de la inversión hecha, pero como ya se ha mencionado anteriormente, esto es difícil de calcular, por lo que se dificulta la decisión de cuánto debe ser la inversión en intangibles.

Entonces, ¿por qué siendo activos que son difíciles de medir y con muy baja liquidez, los activos intangibles se convirtieron en la parte de mayor valor de las empresas? La respuesta cae en dos hechos relevantes. El primero es que la competencia de los negocios se hizo cada vez más fuerte a través del tiempo; y el segundo es que, como fue dicho, los activos físicos son cada vez más parecidos a commodities.

La globalización del intercambio de bienes, liberación de barreras arancelarias, y las telecomunicaciones hicieron que la competencia entre empresas se intensifique. Esto hace que la innovación sea prácticamente esencial para la supervivencia en el mundo de los negocios actuales.

En un primer momento, los activos tangibles tales como maquinaria, robótica, software de computadora de management (SAP) fueron revolucionarios y

dieron a las empresas que los utilizaron primero, una ventaja competitiva importante. Sin embargo, la commoditización de estos activos hizo que rápidamente las competidoras pudieran adquirirlos sin demasiado esfuerzo y no tanto tiempo después que las originales propietarias, por lo que la ventaja competitiva se perdió.

La ventaja de los activos intangibles es justamente su dificultad de ser copiados por las empresas rivales. Esto hace que se pueda mantener en el tiempo la ventaja competitiva adquirida por sobre el resto del mercado.

Como ya se dijo, el problema de los intangibles recae sobre la valuación de sus beneficios. De hecho, la mayoría de estos activos no trabajan por sí solos, sino que traen beneficios en conjunto con otros. Generalmente, hoy en día se utilizan 3 enfoques para la medición y el cálculo de la inversión que debe hacerse en los activos intangibles:

- Asignación de beneficios: dadas ciertas circunstancias, se pueden realizar suposiciones acerca de los beneficios que traen a la empresa (al flujo de fondos) determinados intangibles. Por ejemplo, una marca líder de mercado tiene la posibilidad de cobrar su producto un diferencial de precio más caro que su competencia aunque sus productos sean similares. El diferencial de beneficio que obtiene la empresa se debe únicamente a la marca (su publicidad, y renombre hecho a lo largo de los años) y puede ser calculado.
- Valuación solitaria: hay intangibles (como los de propiedad intelectual registrada) que traen a la empresa beneficios únicos calculables. Calculando el valor presente de dichos beneficios se puede obtener el valor de dicho intangible.
- Valuación combinada de intangibles: combinando todos los intangibles de una empresa se obtienen 3 grupos de activos (Intangibles, financieros y tangibles o físicos). Se toman los ingresos “normalizados” estimados de la empresa (ingresos típicos que pueden esperarse de datos históricos y proyecciones futuras) y se les restan los beneficios obtenidos a partir de los activos físicos y los financieros, los cuales son obtenidos a partir del balance de la empresa. El retorno de los físicos es estimado a partir de datos de la industria según lo explicitado en el balance. Luego, los beneficios normalizados menos los obtenidos por los activos físicos y financieros dan como resultado los beneficios traídos a la empresa por parte de los intangibles. Realizando un simple flujo de fondos traídos al presente, se puede obtener el valor de los activos intangibles como conjunto.

Empresas de Contenido en Internet

Las empresas dedicadas al negocio de Internet (y que son de contenido, es decir, que no son tiendas virtuales) tienen sus activos acotados. En general, los únicos activos tangibles con los que cuentan pueden ser el lugar en donde se trabaja, y las computadoras con las que se realiza el trabajo, activos financieros y disponibilidades. Sin embargo, exceptuando los recién mencionados, que resultan activos commodity que no hacen a la diferenciación entre una empresa y otra, no existen otros activos tangibles que le den valor a la empresa.

El valor real de una empresa de contenido en Internet aparece con los activos intangibles. Ahora, ¿cuáles son los activos intangibles en una empresa de este tipo? Los primeros son sus recursos humanos. Estos son los que programan la página, diseñan el sitio y deciden el layout general. Pero la medición de estos activos sigue teniendo la misma dificultad que en cualquier otra industria. La forma de medir el éxito de un sitio es recurriendo a índices como la cantidad de páginas visitadas que tuvo el sitio en un determinado mes, la cantidad de usuarios únicos que la visitan, cuánto tiempo navegaron las páginas y otros índices (target de la página, perfil de los usuarios, y otros).

Todos estos índices determinan el tarifario de publicidad, es decir, cuánto dinero debe invertir una marca que quiere pautar dentro del sitio. Las opciones de publicidad dentro de una página web son muchas y, por ende, también tienen distintos valores.

Lo que se quiere estudiar es la manera de utilizar los índices para establecer activos que puedan entrar en el balance de la empresa, encontrando así su real valor de mercado. Lo estudiado se explicará de mejor manera utilizando el ejemplo de una empresa de contenidos en Internet como lo es Guía Oleo.

Esta empresa se creó con el objetivo de realizar comentarios entre usuarios sobre restaurantes y, luego de unos años, se convirtió en la parada obligatoria de toda persona que quisiera salir a comer en Buenos Aires. Así, las empresas de gastronomía y otras que estaban interesadas en el target del sitio comenzaron a pautar y la empresa creció de forma extraordinaria.

Objetivo del Trabajo Final

El objetivo de este Trabajo será realizar, primeramente, entender la naturaleza de los intangibles y analizar los efectos que provocan en las empresas. Asimismo, se intentará dilucidar un método para lograr una aproximación del valor de los intangibles en una empresa de contenido en Internet, a través del ejemplo de Guía Oleo.

¿Qué son los activos intangibles?

Los activos, como ya se sabe, son bienes de los cuales se espera tener un beneficio futuro, como los intereses percibidos de un bono, los productos que puedan obtenerse de una línea de producción o una renta generada por un inmueble, por ejemplo. Existen activos tangibles e intangibles. Los tangibles son divididos entre los físicos (materia prima, maquinaria) y los financieros, como bonos o acciones, entre otros.

La Nueva Estrella

Los intangibles no son, evidentemente, nuevos. Desde los inicios de las civilizaciones, cuando a un hombre se le ocurrió que el fuego podría hacer que su comida se cocinara, cuando James Watt creó la máquina de vapor económicamente utilizable, o cuando Edison inventó la electricidad, todos fueron innovaciones en intangibles. Lo que sí resulta nuevo es el interés que se les dio en los últimos veinte años con respecto a la función que estos cumplen dentro de las organizaciones o empresas.

Dicho interés surgió a raíz de la combinación de dos importantes fuerzas económicas: la competencia de negocios, por un lado, y las tecnologías en información (Internet), por el otro. Como consecuencia de la globalización, el intercambio de productos alrededor del mundo se intensificó cuantiosamente. Ergo, la competencia entre empresas se volvió mucho más intensa: ya no se compite solamente con los productores de un país, sino también con el resto del mundo globalizado. De esta forma, los intangibles se convirtieron en el recurso más importante con el que cuenta una empresa, ya que es casi la única forma para conseguir la diferenciación a la que puede aspirar. Las empresas de la denominada era industrial, basadas en economías de escala y fuertemente verticalizadas, debieron reemplazar el foco hecho en los activos tangibles, cada vez de mayor estandarización en los mercados, por la desverticalización y el fortalecimiento de los departamentos de investigación y desarrollo, más dedicados a la innovación como la mayor fuerza competitiva de la empresa. El desarrollo de estos hechos hizo que los activos intangibles cobraran una relevancia importante dentro de los mercados en los últimos veinte años.

Se produce entonces en el siglo XXI una desverticalización en las empresas, acompañada de una fuerte integración vía Internet y otras herramientas de conectividad entre proveedores, clientes y empleados. Las economías de escala son reemplazadas por economías de redes, donde los beneficios son

percibidos a partir de las relaciones que se mantienen con la red de trabajo de la empresa, la cual puede incluir incluso hasta a la competencia.

Las empresas de esta nueva generación tienen una mayor dependencia de sus empleados que las empresas de la era industrial. El capital humano se ha tornado importante al mismo tiempo en el que se le ha hecho de mayor facilidad la rotación laboral. El empleado puede recurrir, a partir de los nuevos métodos de ofrecimientos laborales, a la comparación con otros en su misma posición dentro de una empresa, a la posibilidad de trabajar para PyMEs o de hacer su trabajo de manera independiente. De esta forma, las empresas que consigan retener a sus empleados y que estos no piensen en la rotación, habrán generado un importante valor intangible (obtenido del que es creado por los empleados importantes para la organización). Estas empresas han optado por prácticas como programas de training, como pueden ser los MBAs o Masters en general, políticas de compensación como el otorgamiento de acciones de la compañía no sólo a los gerentes de rango más alto, políticas de incentiación relacionadas con el desempeño, aprendizaje a partir de relaciones con universidades o centros de investigación, o incentivos motivacionales diversos (empresas con horarios de trabajo variables y flexibles, o con entretenimientos en las oficinas para la relajación de los empleados).

Como se ha expresado anteriormente, la innovación no es una práctica de los últimos tiempos. El mundo moderno que conocemos actualmente es posible gracias a las invenciones de finales del siglo XIX y principios del XX. La electricidad, el motor de combustión interna o las innovaciones químicas como los plásticos o la farmacéutica fueron descubrimientos que cambiaron la manera en que vivían las personas antes de su creación. Lo que cambia desde esa época a la actual es la urgencia por la innovación. Esto se puede constatar con la variación de la cantidad de profesionales dedicados a la creación, o innovación. Cada vez más rápido, las innovaciones de productos o servicios se vuelven características que el usuario espera obtener y que se vuelven obsoletas en poco tiempo. Las innovaciones son creadas por las empresas en la actualidad a través de la inversión en intangibles. Los nuevos productos son los resultados de la inversión hecha en áreas como I&D, tecnologías adquiridas o training de personal. Cuando estas inversiones son éxitos comerciales, ya sea por el patentamiento como por la ventaja competitiva de ser el primero, se transforman en activos tangibles que le agregan valor a la compañía.

Definición

Hasta aquí se incluyó una breve introducción sobre el protagonismo adquirido por los activos intangibles en detrimento de los tangibles en los últimos veinte años.

Sin embargo, aún no se ha definido con certeza lo que son los intangibles. Baruch Lev², uno de los principales pioneros e investigadores sobre la materia de los intangibles, sostiene que un activo intangible, como cualquier otro activo, es una fuente de beneficios futuros. No obstante, en contraste con los activos tangibles, no son elementos físicos. Una patente, una marca, una estructura organizacional que genera reducciones de costos, son todos ejemplos de activos intangibles. En el caso de una empresa de contenido de Internet, los activos intangibles los constituyen, además de las marcas y las patentes, los desarrollos de software o las bases de datos, entre otros. Los activos financieros, como acciones o bonos, si bien tampoco son elementos físicos, no constituyen activos intangibles, dado que representan esencialmente una parte de los activos de una corporación, ya sean tangibles o intangibles.

Existen tres tipos de *nexos* de intangibles, que se diferencian de acuerdo a la relación que tiene al generador del activo: descubrimiento, prácticas organizacionales y recursos humanos. Todas las empresas productoras de productos farmacéuticos tienen una fuerte inclinación al primero de ellos, ya que se trata de empresas que gastan muchos recursos en la investigación y desarrollo de nuevas drogas (I&D). La empresa Amazon, por otro lado, con su novedoso sistema de pedidos online fue una de las pioneras en la industria de la venta por Internet. Su grandioso éxito se debió a un diseño organizacional que le permitía a la gente ordenar sus libros por Internet y tenerlos de forma gratuita en sus casas luego de pocos días. Lo mismo ocurre con la compañía Dell, que implementa un diseño de organización único a través de la construcción por orden de las computadoras por parte de los clientes, vía teléfono o Internet.

Dentro del mercado (especialmente de los productos de consumo masivo, y recientemente en las compañías de Internet) se destacan los intangibles conocidos como marcas. Las marcas pueden ser creadas a partir de innovaciones o de prácticas organizacionales, o una combinación de ambas. En general las marcas ganan valor a partir de una buena estrategia de publicidad, agregada a una distinción en el producto por sobre el resto de los competidores, aunque no siempre las marcas más valoradas tienen el mejor producto del mercado.

Un ejemplo del tercer tipo de intangibles, es decir, el de los recursos humanos, lo tienen las empresas consultoras, como Bain, Boston Consulting Group o McKinsey, que son líderes en consultoría de gestión. Su activo más importante son sus empleados, quienes son los responsables de recomendar a las distintas empresas que los contratan los lineamientos a seguir para conseguir un

² Baruch Lev es profesor de Contabilidad y Finanzas en la NYU, director del Centro de Investigación Vincent C. Ross y consultor de numerosas corporaciones e investigadores.

buen posicionamiento de mercado. Sólo las personas que pueden ver fuera del marco general (pensamiento lateral) o que pueden posicionarse en numerosas situaciones y conseguir un gran número de soluciones factibles, van a poder ingresar como empleados en este tipo de consultoras.

Si bien existen tres *nexos* bien definidos que pueden distinguir a los activos intangibles, lo cierto es que la mayoría de estos últimos son generados por una combinación de las fuentes.

Es importante destacar que los activos intangibles generalmente se encuentran emparentados con activos tangibles. Un auto de F1 cuenta con neumáticos, metal, un volante y circuitos electrónicos (tangibles), pero lo que es realmente importante es el diseño del auto y del motor (intangible). Es por esta razón que en ciertas oportunidades la valuación de los activos intangibles se torna difícil o imposible.

En la mayoría de las empresas los activos intangibles tienen mayor influencia que los activos físicos. Son considerablemente más importantes, tanto con respecto al valor que le agregan a la empresa (esto se ve reflejado en los valores manejados en los mercados, donde las empresas llegan a valer hasta 5 veces lo indicado por sus balances, según el índice de S&P 500 del average Price-to-Book ratio) como en lo que respecta al crecimiento de la misma. Sin embargo, no se encuentran presentados como activos en el balance de la empresa, sino como gastos en los informes financieros. Esto hace que la información sobre el valor y performance que sale de la empresa resulte tendenciosa y finalmente deficiente.

Los sistemas gerenciales y regulatorios son lentos para adaptarse a las diferencias inherentes que existen entre los activos tangibles e intangibles, provocando consecuencias adversas que deberían llamar la atención de gerentes, inversores y reguladores.

Conceptos económicos en los intangibles

Los intangibles, así como todos los activos, están sujetos a las normas económicas del balance entre costos y beneficios. En esta parte se analizarán las bondades y los defectos con los que cuentan los activos intangibles para el desarrollo del valor dentro de una compañía.

Las bondades de los intangibles

La primera bondad que se le encuentra a los intangibles es la de la *no-rivalidad* y *escalabilidad* del activo. Activos físicos, humanos y financieros son activos rivales en el sentido de que los usos alternativos de los mismos “compiten”, de alguna manera, por los servicios de dicho activo. Es decir, que cuando se utiliza cualquiera de esta clase de activos, el mismo no puede ser utilizado en otra situación que se desarrolle en el mismo momento, generando un costo de oportunidad positivo. Si Aerolíneas Argentinas utiliza un Airbus A-340 para un vuelo entre Buenos Aires y Madrid, ese mismo avión no puede realizar otro vuelo en el mismo tiempo. Lo mismo ocurre con el piloto, co-piloto y personal que trabaje durante dicho vuelo y con el capital que fue inmovilizado para la adquisición de la aeronave. Es así como vemos que tanto los activos físicos, como los humanos y los financieros conllevan un costo de oportunidad.

La no-rivalidad de los activos intangibles se nota cuando el uso de uno de estos no prohíbe la utilización del mismo en su máxima capacidad en otra situación que se desarrolle en el mismo momento. De esta manera, los activos intangibles resultan tener un costo de oportunidad nulo o insignificante respecto de la inversión inicial hecha para conseguirlo. Utilizando el mismo ejemplo, Aerolíneas Argentinas cuenta con un sistema online de reservas o un sistema de viajeros frecuentes (Aerolíneas Plus) que pueden ser utilizados, en el mismo momento, por un número potencialmente infinito de usuarios (excepto por fallas en el sitio de Internet de la empresa). Si pensamos en la misma cantidad de gente queriendo comprar un pasaje en un mostrador, deberíamos no solamente tener una determinada cantidad de empleados de ventas, sino también un lugar físico en donde se efectúe la compra. Es por eso que una vez que el sistema virtual fue desarrollado, el límite que tiene es el del tamaño del mercado o de las estrategias de las empresas que compiten con ellos.

Si bien es cierto que la mayoría de los activos intangibles tiene un costo importante para su desarrollo, que representa un costo hundido para la empresa, el costo de su producción o uso posterior es despreciable comparado con el primero. Esto hace que la diferencia con los activos físicos sea aún más considerable. Si una empresa quiere doblar la producción de cualquier producto que tenga, deberá entonces invertir en la ampliación de su fábrica, sus maquinas y hasta también el personal. El desarrollo de dicho producto no necesita de inversión, ya que el producto ya fue diseñado. La inversión factible podría ser en mejoras al mismo, pero que resultan despreciables contra la que se debe hacer en el caso de la ampliación de una industria.

Los beneficios de los intangibles muestran retornos a escala crecientes. Gene Grossman y Elhanan Helpman³ explican: “El conocimiento es acumulativo, con cada idea se construye sobre la anterior, mientras que las maquinas se deterioran y tienen que ser reemplazadas. En ese sentido, cada dólar que se gasta en intangibles genera una productividad en el margen, mientras que quizás tres cuartos de la inversión hecha en maquinaria y equipamiento tiene que ser simplemente reemplazada como amortización.” De esta forma, cualquier inversión hecha en I&D, así no lleve al desarrollo esperado, sirve como guía para el camino indicado. La escalabilidad de los activos intangibles emana, por lo tanto, justamente de la no-rivalidad y los retornos crecientes.

La segunda bondad encontrada en los intangibles, y más importante para la aplicación del presente estudio, es la de los efectos producidos por las *redes*. Las redes, cuanto más crecen, más beneficios traen a las partes involucradas en las mismas. Pueden existir redes físicas, como las líneas de teléfono, o virtuales, como Facebook (red social) o en una escala más grande, la red de Internet. El beneficio principal del crecimiento de una red es el de la conexión entre mayor cantidad de individuos que pueden así interactuar, ya sea en el intercambio de opiniones, o en la posibilidad de hacer negocios entre ellos. También se puede incluir el hecho de que a mayor crecimiento de redes, el desarrollo de las aplicaciones se globaliza, mayor cantidad de gente usa la misma aplicación o tecnología, y la interacción entre las partes de la red se hace cada vez más ágil, sencilla y dinámica. Se genera así un lazo de retroalimentación positiva (es decir, un lazo reforzador), cuando los usuarios reconocen y adoptan ciertas tecnologías, a las cuales les dan su confianza al ver y pensar que son las que prevalecerán.

³ Gene Grossman es un PhD en economía del MIT, que actualmente se desempeña como profesor Jacob Viner en la Universidad de Princeton y es considerado como uno de los 100 mejores economistas del mundo. Elhanan Helpman es un economista Israelí-Americano, PhD de la Universidad de Harvard, que trabaja en el campo de la economía política, el comercio internacional y el crecimiento económico.

Esteban Brenman, uno de los fundadores y actual CEO de la compañía Guía Oleo, afirma que uno de los principales drivers que tiene la empresa es precisamente la colaboración de todos en la cuasi-comunidad creada en Internet (o como lo llama él, una “Anti-teoría del Juego”): “Está ocurriendo un cambio cultural en la gente, que tiene una necesidad de conocer más, vivir mejor, y ha descubierto que, a través de herramientas tecnológicas, puede colaborar y ayudarse. A través de un comentario [en la página], yo le puedo evitar a una persona que vaya a un lugar y la pase mal, o que conozca otro lugar que de otra forma no habría conocido. Así es como el driver social es el que más nos importa, además del tecnológico, por supuesto”.

Las grandes redes son facilitadas por la utilización de estándares. La compatibilidad con un estándar ya aceptado es la clave para el éxito de redes de negocios y redes en general. Al hablar tanto de un software como de una droga, se evidencia que las demandas de ambos productos están afectadas de forma importante según la cantidad de gente que lo utilice, creándose así un efecto de red. En los programas de computadora existe, dada la estandarización de programas hechos para determinados sistemas operativos (Windows o Mac), estandarización de formatos de texto, video, planillas de cálculo, o bien las ganas de las personas de tener el último modelo de Macintosh para ser destacado dentro de su grupo de amigos. De la misma forma, las redes sociales tienen éxito según la cantidad de gente que las use. Si los conocidos de una persona se conectan en una determinada red social, entonces es probable que esa persona quiera conectarse a dicha red y no a otra. Si bien Facebook es la red social más grande del mundo, hay países en los que no cuenta con el primer lugar del market share de redes sociales. Esto se debe a que, muy probablemente, otra red social se lanzó primero en ese país, y entonces la mayoría de la gente se conectó primero por ese sitio, lo cual demuestra la importancia de ser primero cuando de intangibles se trata, aunque el producto no sea el mejor. Posiblemente lo que pueda llegar a ocurrir es que siendo Facebook la red social más grande del mundo, pueda luego comprar esa empresa y quedarse con todos sus usuarios. De todas maneras, debería considerarse el estudio de una potencial situación monopólica si esto ocurriera. En el caso de las drogas, Berndt, Pindyck y Azoulay explican que “el uso de una droga por otros doctores influencia la percepción de uno sobre su eficiencia, seguridad y ‘aceptabilidad’, y esto afecta su valuación y su índice de adopción.”

Se ha mencionado en numerosas ocasiones (Farrell y Shapiro⁴; 1988) que “cuando un producto o servicio se establece en el mercado como un estándar, resulta muy difícil que el mismo sea desplazado, incluso con mejores tecnologías, ya que los consumidores se encuentran de alguna manera ‘bloqueados’ en dicho estándar”. Es así como muchas empresas dedicaron sus esfuerzos en sus inicios a la captura de clientes, ofreciendo costos bajos o suscripciones gratuitas a servicios que luego quedaron como estándares. Al convertirse en usuarios, las personas son reacias a realizar cambios, dados los costos de los mismos (no solo monetarios, sino de tiempo), incluso si el nuevo producto resulta mejor que el que está siendo utilizado. De esta forma, se dice que en este tipo de mercados, el mejor producto no es siempre el preferido por los consumidores.

Actualmente se libra una lucha entre los desarrolladores de teléfonos inteligentes o «smart-phones». Las empresas que realizan los desarrollos y los programas para las plataformas móviles diversifican su trabajo al no estar seguros de la empresa o empresas de software que quedarán como líderes. Es claro que tanto Apple como Blackberry tienen sus propios sistemas operativos que no van a cambiar, pero el resto de los «smart-phones» tienen la posibilidad de utilizar el programa de Google (Android), el de Microsoft (Windows para móviles), el de Nokia (Symbian), u otros menos populares. Lo cierto es que el que se destaque más entre estos, tendrá más aplicaciones hechas por las empresas desarrolladoras y esto generará un sistema reforzador que terminará por dejar a uno de los sistemas operativos como estándar entre «smart-phones». Los usuarios valoran el tamaño del mercado del producto que van a utilizar cuando se trata de mercados de redes.

Los defectos de los intangibles

Habiendo explicado las bondades de los activos intangibles, también se deben mencionar las razones por las cuales no todas las empresas del mundo realizan esfuerzos por mantenerse como compañías virtuales (es decir, consistentes solo de activos intangibles). Las empresas de transporte, manufacturas o incluso de productos químicos invierten la mayoría de su dinero en activos físicos y tienen pocos o nulos intangibles (las empresas de químicos tienen como intangibles las formulas que son descubiertas por sus científicos o

⁴ Joseph Farrell es D. Phil. de la Universidad de Oxford, y profesor de patrística en la Saint Tikhon's Orthodox Theological Seminary. Carl Shapiro es PhD del MIT, profesor de Estrategia de Negocios en la Universidad de Berkley y miembro del Council of Economic Advisers de Estados Unidos.

compradas a través de patentes). En consecuencia, surge la pregunta: ¿Qué es lo que limita el crecimiento de los intangibles?

Un factor limitante al crecimiento de los activos intangibles son los *mercados inherentes* a los mismos. La expansión de los intangibles se ve restringida por el tamaño y el crecimiento de los mercados a los que pertenecen. De todas maneras, el limitante más importante que tienen los intangibles son los *malos manejos* de los mismos hechos por los sectores gerenciales de las empresas. El manejo y operación de los intangibles resultan mucho más complejos que el de los activos físicos. Los derechos de propiedad de los activos físicos y financieros están netamente mejor definidos que aquellos de los intangibles. Una empresa de aviación no pierde el rastro respecto a las posibles imitaciones que puede hacer la competencia de sus aviones o sus instalaciones, pero evitar que imiten su servicio de reservas online es un reto mucho mayor. Siguiendo con el mismo ejemplo, la *naturaleza virtual* de los intangibles hace que el mal uso de un activo tangible (un avión a medio llenar) sea más fácilmente enmendable (cambio en los precios según la demanda) que la optimización de una red de tecnología como la que puede ser el sistema de reservas de una aerolínea.

Para agregar dificultades al manejo de los intangibles, los sistemas de información contable, que proveen a los gerentes de datos de costos, ganancias, o desviaciones de presupuestos, se alinean con los viejos sistemas industriales de empresas. Los costos asignados a los productos o servicios son generalmente las materias primas, horas hombre o amortizaciones. Los costos de intangibles como I&D o campañas para la obtención de clientes son considerados como gastos del período y no son asignados a ningún producto o proceso. Estos sistemas de información gerencial no sirven para empresas basadas en el conocimiento.

Uno de los beneficios con los que cuentan los activos físicos y financieros por sobre los intangibles es la característica de utilización única por parte de sus dueños. Los beneficios de una maquina o un bono serán solo para la empresa que tenga propiedad sobre los mismos. En cambio, los dueños de activos intangibles jamás podrán tener total control sobre dichos activos. Por ejemplo, tomemos el caso del training en empresas, ya sea el aprendizaje del día a día dentro de la organización, como cursos o Masters pagados por la propia empresa y concurridos por los empleados. En el momento en el que el empleado deja de trabajar, la empresa pierde el valor que había ganado al invertir en la capacitación de la persona en cuestión. Esto es lo que se denomina "*exclusividad parcial*". Algo similar ocurre en el caso de las patentes: a pesar de su vencimiento (en Argentina, según el Artículo 35 de la Ley de Patentes, tiene una duración de veinte años improrrogables), existen las imitaciones o copias de los productos patentados, que si bien no logran en la mayoría de los casos realizar una copia exitosa del

producto, suelen asemejarse y de esta forma quitarle a la empresa vanguardista una porción del mercado que les pertenecería. Es por este motivo que las empresas se apoyan más en el secreto o en ser los primeros en el mercado que en la protección que le pueden otorgar las leyes de patentamiento. Las omisiones de estas últimas son las causantes de grandes pérdidas en los beneficios de las empresas que vuelcan sus esfuerzos a la I&D y que intentan ser innovadoras en todo momento.

Es un desafío importante para los gerentes de las empresas el manejo apropiado de los activos. Pensemos en una máquina cualquiera. Lo único que debe hacer el responsable del equipo es entender correctamente a todas las partes de dicha máquina y su funcionamiento general. En el caso de la optimización del uso de activos intangibles, como puede ser el conocimiento tácito dentro de la cabeza de un empleado, la tarea se vuelve notablemente más compleja. No existen muchos manuales codificados que expliquen el funcionamiento de la mente o de los conocimientos de un empleado, ni tampoco los gerentes se pasan sus horas de trabajo tomando notas sobre las transferencias de know-how que se hacen entre empleados. Es por esto que el gerenciamiento del conocimiento se vuelve una tarea difícil de llevar a cabo de forma completa: se debe obtener el máximo provecho de las propias innovaciones y explotar al máximo las de otros (siempre dentro de los límites legales).

Por otro lado, el reconocimiento de un activo como parte de un reporte financiero requiere, entre otras cosas, que la empresa tenga un *control efectivo* sobre dichos activos. Dado que en la mayoría de los casos, las empresas no ejercen control legal sobre los activos intangibles (como capital humano, o know-how no patentado), los reguladores contables son reticentes a designar a dichos intangibles como activos dentro de la compañía, haciendo que la mayoría de las inversiones hechas en intangibles sean tratadas como gastos. Estas prácticas hacen que los informes financieros publicados sean cada vez menos útiles para gerentes e inversores.

Como vemos, los intangibles producen una tensión constante entre el potencial retorno que pueden traer contra la gran dificultad de manejo y control que se tiene sobre los mismos. Esto nos demuestra la importancia de la atención que se debe prestar a los *riesgos inherentes* de los activos intangibles. Si bien la atención que se les presta ha ido en aumento a lo largo de los últimos años, siempre fue sabido que los avances tecnológicos eran prácticas con mucho mayor riesgo asociado que lo que son otras actividades corporativas como la producción, el marketing o las finanzas.

Un estudio realizado por F.M. Scherer⁵ sobre las patentes en Alemania y los Estados Unidos, reveló que de la gran cantidad de patentes registradas en ambos países, solo unas pocas resultaban exitosas, siendo el resto un costo hundido. Se evidencia, de esta manera, el alto riesgo de la inversión en intangibles. Es sabido que todas las inversiones en cualquier clase de activo conllevan un riesgo, pero tanto las inversiones en activos tangibles como en financieros, resultan mucho menos riesgosas que aquellas hechas en intangibles. Esto ocurre, como acabamos de ver, porque la gran mayoría de inversiones hechas en intangibles terminan resultando costos hundidos, de los que rara vez se pueden obtener alguna clase de beneficios. Mientras tanto, rara vez inversiones hechas en activos físicos o financieros concluyen con una pérdida total del capital invertido.

El riesgo que traen aparejado los activos intangibles se entiende al analizar el rol de los mismos dentro del proceso de la innovación. Todos estos procesos se inician con una idea o descubrimiento y terminan con un producto o servicio siendo comercializado. A medida que nos alejamos del inicio del proceso y nos acercamos al final, el riesgo va decreciendo continuamente. La investigación, que se ubica en la parte inicial del proceso, es el riesgo más grande en lo que respecta al éxito tecnológico y comercial, dada su incertidumbre. Los trabajos para la optimización del proceso resultan menos riesgosos, ya que no existe en esa instancia un riesgo comercial. Finalmente, la producción de los activos físicos, que engloba los procesos y avances investigados previamente y la logística de su distribución, es claramente la etapa menos riesgosa al ya haber resuelto las incertezas tecnológicas del proceso productivo.

Dentro de este proceso se ve la capacidad de la gerencia para administrar los riesgos que traen las inversiones en intangibles y mitigarlos, de modo tal que no sean exclusivamente de la empresa, sino que sean diversificados. La diversificación de portafolios de proyectos innovadores o las alianzas estratégicas en I&D son algunas de las prácticas utilizadas en las empresas para alcanzar los objetivos explicados, y así poder sacar el mayor valor que sea posible de la inmovilización realizada en intangibles.

Por otro lado, el hecho de que no existan *mercados organizados* de intangibles hace que estos se establezcan separadamente de los activos físicos y financieros. La imposibilidad de comerciar los activos intangibles dificulta su manejo y la inversión en los mismos. Una pieza de maquinaria puede comprarse en el mercado a un precio determinado, y de la misma forma tiene un valor

⁵ Frederic M. Scherer es un economista norteamericano, cuyas investigaciones se especializan en economía industrial y de cambio tecnológico. Es profesor emérito en la Universidad de Harvard.

residual dependiendo del tiempo que fue utilizada. Todo lo contrario ocurre con los intangibles, ya que no existen mediciones directas hechas sobre los resultados que la I&D. Esto hace que tenga mayor peso la idea de que los intangibles sean tratados como gastos en lugar de inversiones en los reportes financieros.

Baruch Lev explica que “los mercados realizan numerosas funciones económicas y sociales: proveen a los productores con bienes y servicios que tienen liquidez y señales relacionadas con las preferencias de los consumidores, además de permitir la diversificación del riesgo y la especialización.”

Pero esto ocurre sólo para los activos físicos y financieros. En el caso de los intangibles, su valuación y medición resulta sumamente complicada dado el insignificante número de comparaciones que se pueden hacer con otras transacciones similares. De la misma forma, la falta de liquidez y la restringida capacidad de compartir el riesgo incrementa el riesgo de las inversiones en intangibles y limita su crecimiento.

De todas formas, los mercados han ido evolucionando y lo siguen haciendo de formas cada vez más novedosas. Muchas compañías venden o licencian sus patentes, muchos músicos han asegurado sus canciones, y las ventas de marcas registradas se han hecho cada vez más frecuentes en los mercados. Pero los mercados de intangibles siguen sin existir. Esto hace que nos preguntemos si los intangibles son inherentemente no intercambiables.

Lo que ocurre es que resulta sumamente dificultoso, como ya ha sido señalado, especificar con antelación las acciones de las partes que puedan formar un acuerdo o contrato en un proyecto de I&D y cómo serán compartidos los resultados del mismo. Es un requisito excluyente que en un contrato que estas acciones sean predefinidas. Si tomamos un ejemplo en la industria farmacéutica, podemos ver que en el caso de que se realice una ronda de inversión para el desarrollo de una nueva droga, los resultados pueden traer problemas. En el caso de que la droga sea exitosa y salga al mercado no existiría ningún problema, pero llegado el caso de que esta fallara una prueba clínica, entonces el proyecto automáticamente se descarta. La empresa farmacéutica, a pesar de no obtener el nuevo producto, ganó la experiencia y conocimiento para futuros desarrollos, pero ¿cómo queda entonces la situación con los inversionistas? ¿Los beneficios que traerán los futuros desarrollos serán repartidos entre la empresa y el grupo inversor? ¿O solamente la empresa farmacéutica podrá sacar provecho de los mismos? Escribir todas las eventualidades que puedan surgir del proceso de I&D, sumado a la división de los derechos sobre los resultados hacen que un acuerdo de esta naturaleza sea prohibitivamente costoso.

Es importante aclarar que los problemas que surgen para los mercados de intangibles no impiden la existencia de los mismos, pero sí indican que aquellos mercados en los que se intercambien intangibles deben incorporar mecanismos específicos y arreglos para alivianar estos problemas.

Los intangibles y la ley

Lo primero que debe considerarse en el estudio de las leyes de intangibles es el concepto de *derechos de propiedad*. Cuando un individuo o una empresa no pudiera asegurar la propiedad sobre sus activos, trabajarlos, conseguir beneficios con los mismos o tener la posibilidad de entregarlos a cambio de otro beneficio, entonces todos nos encontraríamos viviendo en un mundo caótico. Los activos intangibles, como ya se explicó, presentan dificultades respecto de su seguridad y posibilidad de transferencia, según sea el caso. Los sistemas legales reconocen un número de intangibles, de los cuales se rescatan los siguientes:

Patentes. Una patente puede ser definida como “un derecho exclusivo de limitada duración sobre una invención nueva capaz de tener una aplicación práctica. Existen cuatro categorías de inventos que son protegidos por patentes: procesos, máquinas, manufacturas y composiciones de materia (...) nuevas tecnologías aparentemente diferentes de estas definiciones fueron racionalizadas dentro de estas cuatro categorías. El software, por ejemplo, fue patentado como una máquina virtual o como un proceso”. (Merrill⁶ 2004, p.143)

“Las patentes han sido utilizadas en Italia desde mediados del siglo XV. Actualmente las leyes de patentes son consideradas de suma importancia, tanto que la Comisión Europea condujo un estudio sobre el valor de las patentes en toda la economía europea” (Ceccagnoli⁷ 2005).

Copyright. Tanto el copyright como los derechos de autor son establecidos para proteger los derechos literarios y artísticos. Dependiendo en el país donde el derecho sea buscado, hay tradiciones diversas respecto de esta clase de leyes. En Argentina, el Derecho de autor está enmarcado, en principio, por el artículo 17 de la Constitución, que expresa que “*Todo autor o inventor es propietario exclusivo de su obra, invento o descubrimiento, por el término que le acuerde la ley*”. La Ley 11723 regula el régimen Legal de la Propiedad Intelectual. El artículo 5 de la Ley de Propiedad Intelectual (Argentina) dice que “La propiedad intelectual sobre sus obras corresponde a los autores durante su vida y a sus herederos o

⁶ Stephen Merrill ha sido Director Ejecutivo de la National Academies’ Board on Science, Technology, and Economic Policy (STEP) desde su formación en 1991.

⁷ Marco Ceccagnoli cuenta con un PhD en organización industrial e innovación de la Universidad de Carnegie Mellon y un título magna cum laude Laurea en economía de la Universidad de Roma “La Sapienza.” Luego de la obtención de su PhD, se fue a INSEAD (Francia) como profesor adjunto de estrategia, y comenzó a formar parte de la facultad en el College of Management of Georgia Institute of Technology en 2005, donde enseña management estratégico, estrategia de la tecnología, y organización industrial a alumnos de grado, MBAs y PhD.

derechohabientes hasta setenta años contados a partir del 1 de enero del año siguiente al de la muerte del autor".

En el caso de obras realizadas en colaboración, el plazo se cuenta desde el 1 de enero del año siguiente a la muerte del último de los autores. Si el autor no dejara herederos, los derechos pasan directamente al Estado Argentino por el mismo plazo que estipula la ley.

Marcas registradas. Las marcas y marcas registradas son de los intangibles más valiosos con los que pueden llegar a contar las empresas. La noción legal de las mismas es muy amplia. Elias⁸ (2005) las define como "cualquier palabra, diseño, slogan, sonido o símbolo (incluyendo un packaging único, no funcional) que sirve para identificar un producto especial de una marca, como por ejemplo Xerox (nombre para una marca de fotocopiadoras), Just Do It (un slogan que representa una marca de zapatillas y ropa deportiva), la manzana mordida con colores de arco iris (símbolo de una marca de computadoras), el nombre Coca-Cola en letras rojas cursivas (el logo de una marca de gaseosa)."

Secretos comerciales. No existen leyes específicas que protejan a las empresas de la divulgación de sus secretos comerciales. Una definición generalmente aceptada es: "cualquier tipo de información (incluyendo fórmula, patrón, compilación, programa, artefacto, método, técnica o proceso) que derive un valor económico independiente, ya sea actual o potencial, y que no deba ser de conocimiento público, por lo que se realicen esfuerzos para mantenerla en secreto." (Bouchoux⁹ 2001, p.194)

El objetivo del sistema legal es el de proteger la información que resulta valiosa para la empresa o que tiene un valor potencial.

La clasificación legal de los diversos grupos de intangibles fue de gran valor para las empresas, dado que tienen así la posibilidad de evitar que otros utilicen sus activos intangibles.

⁸ Stephen R. Elias es un abogado y editor asociado de Nolo, así como el actual presidente del Proyecto Nacional de las leyes de bancarrota. Escribió en publicaciones como el New York Times, el Wall Street Journal, Newsweek, Good Morning America, 20/20, Money magazine, y otros.

⁹ Deborah E. Bouchoux es una abogada con más de 25 años de experiencia en educación legal. Enseñó en varias universidades, incluyendo la Universidad de San Diego, Universidad de Marymount y la Universidad George Washington.

Los intangibles y la contabilidad

Los intangibles, desde el punto de vista contable, pueden ser considerados como activos o como gastos. En el primer caso, podrían formar parte del balance, no así en el segundo caso, en el cual deberán ser contemplados en los resultados del ejercicio al que pertenezcan. Como ya se ha mencionado, existe una gran cantidad de inversiones en intangibles que deberían ser contempladas como activos por las empresas, pero que las normas reinantes de contabilidad mundial no permiten hacerlo. Así, las empresas pueden llegar a contar con dos tipos de intangibles a saber: los que no son de reconocimiento contable y los que pueden ser ubicados como activos intangibles en el balance.

Según el marco conceptual de las normas contables profesionales¹⁰:

“Un ente tiene un activo cuando, debido a un hecho ya ocurrido, controla los beneficios económicos que produce un bien (material o inmaterial con valor de cambio o de uso para el ente).

Un bien tiene valor de cambio cuando existe la posibilidad de:

- a) canjearlo por efectivo o por otro activo;*
- b) utilizarlo para cancelar una obligación; o*
- c) distribuirlo a los propietarios del ente.*

Un bien tiene valor de uso cuando el ente puede emplearlo en alguna actividad productora de ingresos.

En cualquier caso, se considera que un bien tiene valor para un ente cuando representa efectivo o equivalentes de efectivo o tiene aptitud para generar (por sí o en combinación con otros activos) un flujo positivo de efectivo o equivalentes de efectivo. De no cumplirse este requisito, no existe un activo para el ente en cuestión.

La contribución de un bien a los futuros flujos de efectivo o sus equivalentes debe estar asegurada con certeza o esperada con un alto grado de probabilidad, y puede ser directa o indirecta. Podría, por ejemplo, resultar de:

- a) su conversión directa en efectivo;*
- b) su empleo en conjunto con otros activos, para producir bienes o servicios para la venta;*
- c) su canje por otro activo;*
- d) su utilización para la cancelación de una obligación;*
- e) su distribución a los propietarios.*

Las transacciones o sucesos que se espera ocurran en el futuro no dan lugar, por sí mismas, a activos.

¹⁰ F.A.C.P.C.E., Resolución Técnica 16. Sección 4.1.1. Activos – Marco conceptual de las normas contables profesionales.

El carácter de activo no depende ni de su tangibilidad ni de la forma de su adquisición (compra, producción propia, donación u otra) ni de la posibilidad de venderlo por separado ni de la erogación previa de un costo ni del hecho de que el ente tenga la propiedad.”

Se identifican entonces dos características básicas para un activo:

- Futuros beneficios para la empresa, ya sean estos directos, como puede ser la fórmula de un medicamento o indirecta como un training de personal, que luego utiliza esos recursos obtenidos, más otros activos de la empresa para conseguir una contribución al flujo de fondos de la compañía.
- Control sobre el activo. Problema de los intangibles que ha sido ya mencionado con el nombre de **“exclusividad parcial”** en una sección anterior.

La FACPCE (Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas) exige una elevada probabilidad de ocurrencia al hecho de que el bien o servicio intangible contribuya con beneficios a la empresa.

Los estados contables están limitados por tener que tener unidades monetarias y, además, se exige que la información contable cumpla con ciertos requisitos entre los que encontramos la confiabilidad, como lo dice la sección 3.1.2.2. del mismo marco conceptual: *“Para que la información contable sea confiable, su representatividad debería ser susceptible de comprobación por cualquier persona con pericia suficiente”*.

Los intangibles que cuenten con atributos a los cuales puedan asignárseles mediciones contables confiables y puedan definirse como activos según lo ya visto, podrán formar parte del balance de la empresa.

La RT 911, en el capítulo III de referido al Estado de situación patrimonial, especifica los rubros que integran el estado de situación patrimonial y se enuncia el contenido.

Aquí se establece otra clasificación de los intangibles susceptibles de reconocimiento contable:

a) Activos intangibles (A6): *“Son aquellos representativos de franquicias, privilegios u otros similares, incluyendo los anticipos por su adquisición, que no son bienes tangibles ni derechos contra terceros, y que expresan un valor cuya*

¹¹ F.A.C.P.C.E., Resolución Técnica 9. Capítulo III - ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL. Activos – Marco conceptual de las normas contables profesionales.

existencia depende de la posibilidad futura de producir ingresos. Incluyen, entre otros, los siguientes: Derechos de propiedad intelectual - Patentes, marcas, licencias, etc. - Gastos de organización y pre operativos - Gastos de desarrollo.”

b) Llave de negocio (A8): “Se incluye en este rubro la llave de negocio (positiva o negativa) que resulte de la incorporación de activos y pasivos producto de una combinación de negocios. En el estado de situación patrimonial consolidado se incorporan en este rubro, las llaves de negocio correspondientes a las inversiones en sociedades en las que se posea control o control conjunto, que hayan sido consolidadas línea por línea en forma total o proporcional. Deben discriminarse las llaves de negocio correspondientes a cada combinación de negocios. El total del rubro (positivo o negativo) debe presentarse a continuación de los activos (corrientes o no corrientes, según corresponda) y restando o sumando del total de estos.”

La F.A.C.P.C.E., sobre el reconocimiento de los activos intangibles especifica en su RT 17¹², punto 5.13.1 lo siguiente:

“Los activos intangibles adquiridos y los producidos solo se reconocerán como tales cuando:

- a) pueda demostrarse su capacidad para generar beneficios económicos futuros;*
- b) su costo pueda determinarse sobre bases confiables;*
- c) no se trate de:*
 - 1) costos de investigaciones efectuadas con el propósito de obtener nuevos conocimientos científicos y técnicos o inteligencia;*
 - 2) costos erogados en el desarrollo interno del valor llave, marcas, listas de clientes y otros que, en sustancia, no puedan ser distinguidos del costo de desarrollar un negocio tomado en su conjunto (o un segmento de dicho negocio);*
 - 3) costos de publicidad, promoción y reubicación o reorganización de una empresa;*
 - 4) costos de entrenamiento (excepto aquellos que por sus características deben activarse en gastos preoperativos).*

En tanto se cumplan las condiciones indicadas en a) y b), podrán considerarse activos intangibles a las erogaciones que respondan a:

¹² F.A.C.P.C.E., Resolución Técnica 17 – NORMAS CONTABLES PROFESIONALES: DESARROLLO DE CUESTIONES DE APLICACION GENERAL.

- a) *costos para lograr la constitución de un nuevo ente y darle existencia legal (costos de organización);*
- b) *costos que un nuevo ente o un ente existente deban incurrir en forma previa al inicio de una nueva actividad u operación (costos preoperativos), siempre que:*
 - 1) *sean costos directos atribuibles a la nueva actividad u operación y claramente incrementales respecto de los costos del ente si la nueva actividad u operación no se hubiera desarrollado; y*
 - 2) *no corresponda incluir las erogaciones efectuadas como un componente del costo de los bienes de uso, de acuerdo con lo indicado en el penúltimo párrafo de la sección 4.2.6 (Bienes producidos).*

En el caso de los costos erogados por la aplicación de conocimientos a un plan o diseño para la producción de materiales, dispositivos, productos, procesos, sistemas o servicios nuevos o sustancialmente mejorados, la demostración de la capacidad de generar beneficios económicos futuros incluye la probanza de la intención, factibilidad y capacidad de completar el desarrollo del intangible.

Los costos cargados al resultado de un ejercicio o periodo intermedio por no darse las condiciones indicadas no podrán agregarse posteriormente al costo de un intangible.

Los costos posteriores relacionados con un intangible ya reconocido solo se activaran si:

- a) *puede probarse que mejoraran el flujo de beneficios económicos futuros; y*
- b) *pueden ser medidos sobre bases fiables.”*

Sobre el control del que se habló en la sección de las debilidades de los intangibles, la ley 11.867, la cual regula la Transferencia de Fondos de Comercio explicita en su artículo primero:

“Declárase elementos constitutivos de un establecimiento comercial o fondo de comercio, a los efectos de su transmisión por cualquier título: las instalaciones, existencias en mercaderías, nombre y enseña comercial, la clientela, el derecho al local, las patentes de invención, las marcas de fábrica, los dibujos y modelos industriales, las distinciones honoríficas y todos los demás derechos derivados de la propiedad comercial e industrial o artística.”

Lo cual indica que varios de los intangibles que se estuvieron estudiando forman parte de dicha ley (patentes, clientela).

A su vez, la ley de propiedad intelectual número 11.723 expone también en su artículo primero:

“A los efectos de la presente Ley, las obras científicas, literarias y artísticas comprenden los escritos de toda naturaleza y extensión, entre ellos los programas de computación fuente y objeto; las compilaciones de datos o de otros materiales; las obras dramáticas, composiciones musicales, dramático-musicales; las cinematográficas, coreográficas y pantomímicas; las obras de dibujo, pintura, escultura, arquitectura; modelos y obras de arte o ciencia aplicadas al comercio o a la industria; los impresos, planos y mapas; los plásticos, fotografías, grabados y fonogramas, en fin, toda producción científica, literaria, artística o didáctica sea cual fuere el procedimiento de reproducción.

La protección del derecho de autor abarcará la expresión de ideas, procedimientos, métodos de operación y conceptos matemáticos pero no esas ideas, procedimientos, métodos y conceptos en sí.

(Artículo sustituido por art. 1° de la Ley N° 25.036 B.O. 11/11/1998)”

Y respecto del control de la propiedad intelectual, indica en el artículo segundo:

“El derecho de propiedad de una obra científica, literaria o artística, comprende para su autor la facultad de disponer de ella, de publicarla, de ejecutarla, de representarla, y exponerla en público, de enajenarla, de traducirla, de adaptarla o de autorizar su traducción y de reproducirla en cualquier forma.”

Entregando de esta forma todo derecho y control legal de la obra a su creador.

Por otro lado encontramos, también refiriéndose al control de los intangibles, la NIC 38¹³ (Norma Internacional Contable) establece:

“13. Una entidad controlará un determinado activo siempre que tenga el poder de obtener los beneficios económicos futuros que procedan de los recursos que subyacen en el mismo, y además pueda restringir el acceso de terceras personas a tales beneficios. La capacidad que la entidad tiene para controlar los beneficios económicos futuros de un activo intangible tiene su justificación, normalmente, en derechos de tipo legal que son exigibles ante los tribunales. En ausencia de tales derechos de tipo legal, será más difícil demostrar que existe control. No obstante, la exigibilidad legal de un derecho sobre el elemento no es una condición necesaria para la existencia de control, puesto que la entidad puede ejercer el control sobre los citados beneficios económicos de alguna otra manera.

¹³ IASB, International Accounting Standards Board. IAS 38 Intangible Assets.

14. Los conocimientos técnicos y de mercado pueden dar lugar a beneficios económicos futuros. La entidad controlará esos beneficios si, por ejemplo, tiene protegidos tales conocimientos por derechos legales como la propiedad intelectual o el derecho de copia, la restricción de los acuerdos comerciales (si estuvieran permitidos), o bien por una obligación legal de los empleados de mantener la confidencialidad.

15. Una entidad puede poseer un equipo de personas capacitadas, de manera que pueda identificar posibilidades de mejorar su nivel de competencia mediante la mejora de su formación especializada, lo que producirá beneficios económicos en el futuro. La entidad puede también esperar que su plantilla continúe prestando sus servicios dentro de la entidad. No obstante, y con carácter general, la entidad tendrá un control insuficiente sobre los beneficios futuros esperados que pueda producir un equipo de empleados con mayor especialización, como para poder considerar que los importes dedicados a la formación cumplen la definición de activo intangible. Por razones similares, es improbable que las habilidades técnicas o de dirección, de carácter específico, cumplan con la definición de activo intangible, a menos que estén protegidas por derechos legales para ser utilizadas y alcanzar los beneficios económicos que se espera de ellas, y además cumplan el resto de condiciones de la definición de activo intangible.

16. La entidad puede tener una cartera de clientes o una determinada cuota de mercado, y esperar que debido a los esfuerzos empleados en desarrollar las relaciones con los clientes y su lealtad, éstos vayan a continuar demandando los bienes y servicios que se les vienen ofreciendo. Sin embargo, en ausencia de derechos legales u otras formas de control que protejan esta expectativa de relaciones o de lealtad continuada por parte de los clientes, la entidad tendrá, por lo general, un grado de control insuficiente sobre los beneficios económicos que se podrían derivar de las mismas, como para poder considerar que tales partidas (cartera de clientes, cuotas de mercado, relaciones con la clientela, lealtad de los clientes) cumplen la definición de activo intangible. Cuando no se tengan derechos legales para proteger las relaciones con los clientes, las transacciones de intercambio por las mismas o similares relaciones no contractuales con la clientela (distintas de las que sean parte de una combinación de negocios) demuestran que la entidad es, no obstante, capaz de controlar los futuros beneficios económicos esperados de la relación con los clientes. Como esas transacciones de intercambio también demuestran que las relaciones con el cliente son separables, dichas relaciones con la clientela se ajustan a la definición de un activo intangible.”

Las relaciones comerciales (ya sean proveedores o clientes) que la empresa pueda desarrollar no pueden considerarse bajo total control de la empresa

simplemente porque no es de su total decisión la continuación de la alianza. Si bien puede generar buenas relaciones y tratos atractivos para todos sus aliados, no estará nunca bajo su total control.

Otro de los puntos en los que los intangibles presentan problemas para su consideración es la certeza de que estos propicien beneficios económicos futuros de forma individual o trabajando con otros activos. La duda se genera con los intangibles que son generados dentro de la empresa, no así con los adquiridos a agentes externos a la misma (llave de negocio). La NIC 38 dice al respecto:

“Un activo intangible se reconocerá si, y sólo si:

- (a) es probable que los beneficios económicos futuros que se han atribuido al mismo fluyan a la entidad; y*
- (b) el coste del activo puede ser valorado de forma fiable.*

La entidad evaluará la probabilidad de obtener beneficios económicos futuros utilizando hipótesis razonables y fundadas, que representen las mejores estimaciones de la dirección respecto al conjunto de condiciones económicas que existirán durante la vida útil del activo.

La entidad utilizará su juicio para evaluar el grado de certidumbre asociado al flujo de beneficios económicos futuros que sea atribuible a la utilización del activo, a partir de la evidencia disponible en el momento del reconocimiento inicial, otorgando un peso mayor a la evidencia procedente de fuentes externas.

Un activo intangible se valorará inicialmente por su coste.”

Las normas contables de la F.A.C.P.C.E. (RT 17) tienen la misma idea que la NIC 38 y no permiten la activación de intangibles que hayan sido generados como gastos de investigaciones. Únicamente lo permite siendo que es posible dilucidar claramente la capacidad de generar beneficios económicos y su costo de manera confiable.

Así como asegura la NIC 38 (al igual que la RT 17), si un intangible debiera considerarse como activo en los estados contables, entonces su valor será el de su costo en un estado inicial, ya sea de adquisición o de desarrollo.

En su párrafo 66 expone:

“El coste de un activo intangible generado internamente comprenderá todos los costes directamente atribuibles necesarios para crear, producir y preparar el activo

para que pueda operar de la forma prevista por la dirección. Ejemplos de costes directamente atribuibles son:

- (a) los costes de materiales y servicios utilizados o consumidos en la generación del activo intangible;*
- (b) los costes de las remuneraciones a los empleados (según se definen en la NIC 19 Retribuciones a los empleados) derivadas de la generación del activo intangible;*
- (c) los honorarios para registrar los derechos legales; y*
- (d) la amortización de patentes y licencias que se utilizan para generar activos intangibles.”*

La RT 17 prohíbe la activación de costos erogados en el desarrollo interno del valor llave dada la dificultad de realizar una distinción entre aquellos costos que fueran puramente aplicados a los intangibles de los necesarios para el desarrollo de un negocio como un todo.

Sería importante que las empresas agregaran a sus informes financieros datos sobre los intangibles que no pueden ser cuantificados o activados ya que en muchos casos, como ya se ha señalado, resultan los activos más importantes en el desarrollo del negocio.

Si bien algunas empresas encuentran indicadores para la medición de los intangibles, es necesaria una homogenización y una normalización que hasta la fecha parece difícil de alcanzar dada la heterogenia de los intangibles entre diferentes industrias.

Descubrimientos empíricos sobre la naturaleza de los intangibles

El valor creado por los intangibles

En promedio, las inversiones en intangibles producen valor (es decir, genera un retorno mayor al costo del capital). Esto queda claro al ver que una gran parte de las empresas tienen un departamento de I&D, invierten en training de sus empleados, agregan valor a la marca a través de publicidad o realizan cambios estructurales para optimizar su funcionamiento. Pero lo que no queda claro son otras cuestiones, como las magnitudes de los valores creados por los intangibles, si existen diferencias entre los valores que otorgan los distintos tipos de intangibles, o cómo hacen los inversores para evaluar el valor de los intangibles siendo que la información reportada es nula o insuficiente.

Se toma el ejemplo de las industrias farmacéuticas, dado que el Consejo de Investigación Química de los Estados Unidos, a finales de los años 90, auspició una serie de investigaciones que estudiaron la contribución de la I&D a las empresas y a la sociedad en general.

Los resultados obtenidos indicaron una serie de conclusiones a partir del estudio de ochenta y tres empresas químicas públicas en el período de 1980 a 1999. El retorno de los estudios de I&D a las empresas inversoras fue medido estadísticamente, estimando la contribución de un dólar gastado en I&D en un determinado año, al ingreso operativo de la empresa en ese año y en diez años subsiguientes, controlando la contribución al ingreso de activos físicos y de marca (publicidad). El foco hecho en la contribución de I&D a los ingresos mencionados deriva del hecho de que las investigaciones exitosas sostuvieron un impacto importante en las ganancias. Las conclusiones a las cuales se llegó fueron las siguientes:

- Un dólar invertido en una investigación química de I&D aumenta, en promedio, actuales y futuros beneficios operativos de la empresa en cuestión en dos dólares. Pasándolo a ROI operativo, este alcanza un 27% (17% después de impuestos, en Estados Unidos).
- El 17% observado indica una importante contribución de la I&D química al valor de la empresa, siendo que la WACC de la mayoría de las empresas químicas es de entre 8 y 10%, aproximadamente. Este 7% diferencial muestra que la I&D es importante en las empresas químicas (tiene un EVA positivo), incluso considerando el alto riesgo que conllevan las investigaciones de I&D.

- A diferencia del retorno que se obtiene de las inversiones en I&D, los estudios encontraron un retorno promedio del 8% para los activos físicos, transformándose éstos últimos en una clase de commodities, obteniendo como retorno únicamente el costo del capital (ROI de físicos = WACC de empresas químicas). Esta información, en conjunto con la idea de que hoy en día la manufactura tercerizada puede resultar una práctica inteligente, hace que la idea de aumentar la inversión en activos físicos sea cada vez menos utilizada.

- Las valuaciones de mercado también depositan una gran importancia a las posibilidades de la I&D. Los inversores se fijan en los números de gastos que tienen las empresas en dichos departamentos para inmovilizar su dinero en empresas químicas.

Los drivers

Con el objeto de reforzar la visión del valor de los intangibles por parte de los inversores explicada en el punto anterior, se consultó, tanto con Santiago Ardisson, uno de los dueños y Presidente del Banco Columbia, como con Esteban Brenman, sus opiniones respecto a los drivers que dan valor a una empresa. Si bien sendas empresas pertenecen a industrias tan distintas como la bancaria y la de empresas de contenido de Internet, ambos coinciden en que los drivers que dan valor a sus empresas son principalmente intangibles.

En el caso del Banco Columbia, Ardisson afirma: “Para mí el driver más importante es el recurso humano, definitivamente. La empresa cambia totalmente con un buen management o con un mal management. Y después dependiendo del negocio en el que estés, por ejemplo en el caso mío, el segundo sería el tecnológico. Es decir, la capacidad de brindar un servicio tecnológicamente bien hecho, todas las posibilidades que te da la tecnología en términos de productividad, etc. Diría que estos drivers son aún más importantes que las tasas o descuentos con tarjetas del banco, ya que estos pueden cambiar por centavos, no te hacen la diferencia. La diferencia te la hace el recurso humano, la tecnología y, en este caso, la calidad del servicio. Es decir, si el cliente se siente bien atendido, o si no le prestan atención. Hay bancos en los que tal vez se puede acceder a una tasa más baja, pero uno puede pasarse una vida intentando conseguir el crédito”.

Brenman, por su parte, considera que lo importante para una empresa del tipo de Guía Oleo, es “generar cosas que sean valorables para la

comunidad. (...) Lo primero es crear un producto que llena una necesidad personal y luego ver que es la necesidad de muchos, y recibir el feedback de la gente que te agradece por lo que hiciste. Ese es nuestro driver interno: innovar, generar herramientas útiles para la gente. Externamente, Guía Oleo se apoya en el fenómeno de que cada vez más la gente tiene más acceso a cosas que tienen que ver con el vivir bien. La gente busca agasajarse, comer bien, aprender, tomar mejores tragos, encontrar el lugarcito nuevo”.

Respecto a los drivers que pueden aparecer en el futuro, ambos coinciden en que el driver que va a adquirir mayor protagonismo será el tecnológico. “En ese momento [por el futuro], el factor tecnológico va a estar cabeza-cabeza con el humano”, dice Ardissonne. Brenman se enfoca en que lo tecnológico tomará más protagonismo a raíz de lo compartido por la comunidad: “Vamos a pasar a un nivel en el que yo ya estoy instantáneamente compartiendo lo que pienso del lugar en el que estoy. Sé qué está haciendo mi amigo, es todo automático. Si voy a una plataforma que me pregunta qué quiero hacer, y suponemos que quiero ir a comer, tengo este lugar al que fueron 8 de mis amigos con los que comparto los gustos, y que todavía no conozco”.

I&D y el crecimiento de los negocios en las empresas

La contribución de la I&D a los negocios de una compañía pueden estimarse relacionando estadísticamente la relación existente entre una medida de performance como ganancias o ventas con los gastos en I&D en periodos anteriores y el actual (dado que las inversiones en I&D influyen no solo en los periodos en los que se las efectúa, sino también en periodos subsiguientes) y también relevando el efecto que las inversiones en activos físicos tienen sobre el negocio.

Para esto, se realizaron estudios empíricos, con datos históricos en un comienzo, y luego se prosiguió con el estudio del impacto de la I&D en la productividad y el crecimiento de las empresas involucradas. El estudio fue realizado por Zvi Griliches¹⁴ en el año 1995 y se extraen las siguientes conclusiones del mismo:

¹⁴ Zvi Griliches fue un economista lituano de la Universidad de Harvard, PhD en Economía de la Universidad de Chicago, y cuyo estudio estuvo enfocado en la economía del cambio tecnológico, incluyendo estudios empíricos de la difusión de innovaciones y el rol de la I&D, las patentes y la educación.

- Los gastos en I&D contribuyen significativamente a la productividad de las empresas. El retorno estimado de las inversiones hechas en I&D alcanzan desde un 20 hasta un 35% anual, con lógicas variaciones entre empresas y a través del tiempo.
- La contribución a la productividad corporativa y su crecimiento de las investigaciones que se dedican al desarrollo de nuevas ciencias y tecnologías es substancialmente más importante que la contribución de otros estudios de I&D, tales como desarrollo de producto o de procesos. La contribución diferencial estimada llega a ser tres veces más grande a favor de las investigaciones básicas (ciencia y tecnología). Este dato resulta curioso, ya que, en el último tiempo, tanto analistas financieros como inversores descreían de lo que pudiera contribuir a la productividad la inversión en investigaciones básicas. Sin embargo, queda claro que, a pesar de ser más riesgosas que las investigaciones aplicadas, el ratio de 3 a 1 que tienen las investigaciones básicas por sobre las aplicadas indica que deberían ser tomadas muy en cuenta.

Estas conclusiones están basadas en datos de encuestas, dados los limitados informes expedidos por las empresas. La información revelada públicamente para los inversores no es suficiente para dar con los resultados obtenidos. Es por esto que se expresa la necesidad de que cierta información sea hecha accesible para gerentes e inversores.

El estudio del que se habló anteriormente relaciona los inputs de la I&D con la productividad, ventas, crecimiento y ganancias de las empresas, en un intento de estimar el retorno de la inversión hecha en innovación. Pero esta clase de estudios tiene una serie de inconvenientes. En primer lugar, el problema de la gran cantidad de tiempo que pasa entre la inversión realizada y la apreciación de los beneficios que esta le genera a la empresa hace que sea relativamente incierta la contribución estimada de la I&D. Asimismo, las distorsiones que a menudo sufren los reportes de ganancias (que las empresas practican para mejorar la percepción de los inversores) pueden afectar la relación intrínseca entre la I&D y los beneficios que las mismas generan.

Estas dificultades en las mediciones han motivado a la búsqueda de indicadores alternativos que resulten más confiables para los outputs de la I&D que los reportes de ventas y mediciones de rentabilidad. Así, dos indicadores han tomado una importante atención: los valores de mercado y las patentes. Los creyentes de la eficiencia de los mercados argumentan que los precios de las acciones y retornos proveen señales confiables de los valores de las empresas y su rendimiento. De esta forma, la contribución de la I&D puede ser evaluada usando los valores de mercado de las empresas. Las patentes, por su parte, proveen un indicador más al valor de la I&D y la tecnología de las empresas.

En lo que se refiere a los valores de mercado, puede apreciarse que los inversores reaccionan positivamente (suben las acciones) cuando las empresas anuncian nuevas iniciativas en I&D, particularmente en firmas que operan en industrias de alta tecnología y utilizando tecnología de punta. Cuando la información se encuentra disponible, los inversores distinguen los diferentes estadios del proceso de I&D, otorgándole más valor a los programas que se encuentran más cerca del proceso de comercialización. Adicionalmente, estudios econométricos relacionan positivamente los valores de mercado y los trabajos en I&D de las empresas, mientras que también se encuentra que los inversores le dan más valor a inversiones hechas en I&D en grandes compañías que en pequeñas, considerando que un proyecto que fracasa en una empresa grande puede tener el beneficio del aprendizaje adquirido a lo largo del proceso, mientras que para una empresa pequeña, un fracaso en un proceso de I&D puede significar su desaparición.

La información que se puede obtener de los informes financieros son indicadores poco precisos a la hora de estimar la contribución de la I&D en la creación de valor. Es evidente que existen I&D productivos, así también como I&D desechables. La productividad de la I&D resulta de un promedio de ambos, pero existe mucha información en el medio que no se llega a dar a conocer. Es por ello que en ocasiones se torna a las patentes para encontrar un output intermedio como indicador de los beneficios generados por la I&D. Queda claro que las patentes son indicadores parciales de los outputs de la I&D, ya que, evidentemente, no todos los proyectos resultan patentados.

Varios atributos de las patentes, como el número de patentes registradas por una compañía, renovaciones y citaciones, son examinadas por investigadores. Tanto la cantidad de patentes como de innovaciones que emergen de la I&D de una empresa, se relacionan de forma positiva no sólo con el nivel de inversión que se le da a la I&D, sino también con los valores de mercado de la firma. De esta manera, podemos ver que tanto los inputs (I&D) como los outputs (valores de mercado) de un proceso de innovación tienen como importantes indicadores intermedios a las patentes.

Está claro, de todas formas, que las patentes son indicadores imprecisos de la contribución de la I&D, siendo que existen pocas patentes sobre el número total de procesos de innovación que resultan grandes éxitos, resultando el resto costos hundidos. Las citaciones (o referencias) de las patentes de una empresa incluidas en los subsecuentes usos de dichas patentes ofrecen una medición más confiable del valor de la I&D. Esto es debido a que estas citaciones son indicadores objetivos de la capacidad de investigación de la firma, y del impacto de las actividades de innovación en el ulterior desarrollo de la ciencia y la tecnología.

Varios estudios muestran que la citación de patentes captura aspectos importantes en el valor de la I&D. Las patentes y sus atributos reflejan elementos

tecnológicos utilizados por los inversores para valorar las compañías. Se estudió la utilidad de la citación de patentes como indicadores de valor, viendo cómo mediciones basadas en citaciones podían predecir subsecuentes retornos de acciones y valores de mercado de las empresas. Tres mediciones probaron ser predictivas:

- El número de patentes otorgadas a una firma en un determinado año
- La intensidad de las citaciones al portafolio de patentes de una firma
- Y el número de citaciones hechas a las patentes de una firma en papers científicos (a diferencia de las citaciones previas)

Las patentes son los activos intangibles que mayor actividad de mercado tienen. Los inversores dan a los royalties ganados por una empresa una importancia mayor que a los ingresos comunes, ya que saben que se trata de una empresa que da valor a la innovación en general. Además, el alto valor que se le da a los ingresos por royalties se debe a la estabilidad que tendrá el ingreso a lo largo del tiempo. Los royalties también impactan en el valor que le dan los inversores a la I&D, ya que es una creencia que las empresas que puedan patentar sus innovaciones son más fiables que las que no puedan hacerlo.

Capital Organizacional

I&D resulta el intangible en el que más foco se ha hecho a la hora de realizar estudios e investigaciones. De estos salen los beneficios que traen a la compañía como se ha visto más atrás, el valor que le dan los inversores a la innovación, la efectividad de los patentamientos y otros datos que resultan valiosos a la hora de estudiar a los activos intangibles. Pero la I&D no es el único intangible con el que cuenta una empresa. El desarrollo y el crecimiento de una compañía tienen como otros protagonistas al capital humano y al organizacional.

Si bien no se cuenta con demasiados datos sobre las inversiones hechas en capital organizacional, los datos que sí existen, como los gastos en activos tangibles y en I&D entre los años 80 y 2000, muestran que la inversión hecha fue importante. A saber: la inversión hecha en I&D (como porcentaje del producto bruto interno corporativo no financiero) creció de un 2,3% entre 1980 y 1990 a un 2,7% entre 1990 y 1997, y los gastos en activos tangibles (como porcentaje del producto bruto interno corporativo) bajaron su valor de un 14,1% a 12,6% en los mismos períodos de tiempo. Sin embargo, en contraste con estas pequeñas variaciones apreciadas en los activos tangibles e I&D, el índice S&P 500 (indicador de mercado de las empresas estadounidenses más valiosas) varió de un 135,76

hacia el final de 1980 a 1320,28 en Enero de 2001, es decir, que creció casi diez veces su valor. Esta varianza sugiere que otras inversiones, aparte de la realizada en I&D y activos tangibles, hizo que el crecimiento de las empresas en ese período fuera posible. Tanto el capital organizacional como el humano son importantes creadores de este valor que se aprecia en el índice. De hecho, a partir de la mitad de los años 80, la reestructuración corporativa, que es la principal creadora de capital organizacional, fue una de las tareas más desarrolladas por los gerentes.

Capital organizacional relacionado con computadoras

Erik Brynjolfsson y Shinkyu Yang¹⁵ realizaron la regresión para determinar la correlación entre el valor de mercado de 1000 compañías y sus activos tangibles, gastos en I&D y la inversión en computadoras. Los resultados arrojaron datos interesantes: mientras que un dólar de un activo físico en el mercado estaba valuado en aproximadamente un dólar (lo cual constituye una mayor evidencia de la comoditización de los activos tangibles), un dólar invertido en computadoras se encontraba asociado a diez dólares de valor de mercado. Si esto fuera literalmente cierto, es decir, que un dólar invertido en IT se convierte en diez dólares de valor de mercado, habría mucha mayor inversión de la que existe actualmente. La explicación de este fenómeno es que al valor que se le da a las computadoras en el mercado, se les asocia el valor de capital organizacional, el cual se maneja a través de las mismas. Los nuevos procesos de negocios están gobernados por las computadoras, pero no es el valor de estas las que produce ese valor de diez a un dólar, sino la nueva organización que resulta de la inversión en IT.

En relación con esto, la evidencia muestra que tanto empresas como países que tienen una alta cuota de intangibles, cuentan con un crecimiento en su valor al realizar diversificaciones en sus negocios. Esto resulta contradictorio con la premisa que se utilizó en el mundo de los negocios desde los años 80, que afirmaba que “hay que focalizarse en los negocios centrales o de base y dejar de lado las actividades no relacionadas con el negocio”. Investigaciones empíricas muestran que, ciertamente, las empresas dedicadas a un solo negocio tienen un valor de mercado mayor al de las empresas que diversifican sus actividades.

¹⁵ Erik Brynjolfsson es profesor del MIT, director del Centro de Negocios Digitales del MIT e investigador en el National Bureau of Economic Research. Shinkyu Yang también era investigador y profesor del MIT, falleció en 2005.

Entonces, la evidencia encontrada por Randall Morck y Bernard Yeung¹⁶ (Morck y Yeung. 1999. P 6-8) de la contribución positiva de la diversificación va en contra de las reglas en los negocios y la evidencia empírica. Sin embargo, no existe esta inconsistencia, sino que lo que ocurre es que sólo las empresas o países con una substancial presencia de intangibles son las que se benefician de la diversificación. Los activos basados en información, una vez desarrollados, pueden utilizarse repetidamente y en simultáneo en distintas ubicaciones y negocios, obteniendo así mayores beneficios de un modo no excluyente. Está claro que esta diversificación requiere de un considerable capital organizacional, como sistemas de comunicación entre personal de la empresa, la capacidad de valorar las patentes y de encontrar potenciales compradores y, por último, el desarrollo del intercambio de los nuevos productos o servicios como son los intercambios de energía o ancho de banda.

Recursos Humanos

Las empresas de hoy en día invierten recursos considerables en su fuerza de trabajo. Training en el trabajo y fuera de él, planes de compensaciones que incluyen acciones de la empresa que incentivan su trabajo, sistemas de intercambio de información entre los trabajadores de una compañía, son solamente algunos ejemplos de gastos en recursos humanos. Los gastos, sin embargo, no siempre generan valor. Sólo cuando los beneficios obtenidos son más grandes que los gastos es que se crea valor.

De todas formas, el hecho de que estas prácticas no sean informadas públicamente hace que sea difícil su consideración como creadora de valor para la empresa. Es difícil encontrar, como inversor, datos sobre los gastos hechos en recursos humanos.

Sin embargo, existen compañías en las que queda claro que sus recursos humanos resultan sus más valiosos activos. Si pensamos en las consultoras, más específicamente en las consultoras estratégicas, los activos que hacen que se diferencien entre ellas son precisamente los consultores. Es por eso que las pruebas para ingresar en las mismas resultan más difíciles que en el resto de las compañías, dado que cuentan con los sistemas de reclutamiento más avanzados y rigurosos del mercado. Las consultoras estratégicas se aseguran la excelencia

¹⁶ Randall Morck es Research Associate en el National Bureau of Economic Research, en el European Corporate Governance Institute y en el Labor and Worklife Program del Harvard Law School, así también como profesor en la Universidad de Alberta. Bernard Yeung es profesor distinguido y decano de la Universidad de Singapur, PhD en Negocios de la Universidad de Chicago, y profesor de economía y estrategia en la NYU.

con sus entrevistas de ingreso y luego los administran a la vez que los preparan para los proyectos que deben resolver. Luego de un determinado tiempo que los empleados pasan trabajando, se les ofrece la oportunidad de realizar una maestría que la misma empresa pagará a cambio de que el empleado trabaje por un establecido horizonte temporal luego de finalizados los estudios de postgrado.

Para una mayor comprensión, más adelante se tratarán las empresas de Internet y sus componentes intangibles de forma diferenciada.

Situación nebulosa para los intangibles

Falta de información

Si bien la cantidad de información respecto a los activos intangibles de las empresas ha crecido en los últimos años, todavía no existe una cultura general en la que este tipo de activos aparezca en los balances discriminando cada uno de ellos. Es difícil que esta información no solamente salga a la luz, sino que se trata de algo anterior a eso: que empiece a aparecer dentro de los balances de las organizaciones.

Esta situación puede revertirse únicamente a partir de algún interés particular de los jugadores principales en esta área (es decir, los poderosos fondos de inversión interesados en el valor de las empresas), y un consecuente cambio en el ambiente de la información concerniente a los intangibles.

Muchos gerentes cuentan con información o indicadores respecto a los activos intangibles de sus respectivas empresas, pero dicha información no consiste en elementos financieros, sino en meras simplificaciones como la satisfacción del cliente, rotación de los empleados, o división de la inversión en los proyectos de I&D. Es por esto que esta información sirve solamente como interna para la empresa o los mismos gerentes, y no sale a la luz para ser compartida a inversionistas, ni tampoco puede ser utilizada para *benchmarking*, ya que no se encuentra estandarizada.

Asimetría entre tipos de activos

“Si bien existe un pensamiento generalizado de que los estados financieros contienen elementos históricos, certeros y objetivos, prácticamente todos los componentes del balance y del estado de resultados de las organizaciones (con excepción de la caja) se basan en estimaciones subjetivas de eventos futuros”, afirma Baruch Lev. Es por esto que la calidad de estos estados financieros depende vehementemente de la incertidumbre que rodea al futuro, así también como de la capacidad de los gerentes para hacerle frente.

Esta incertidumbre se exagera considerablemente a la hora de asociarla con los activos intangibles, siendo altamente mayor a la relacionada con los tangibles, como fue explicado anteriormente. Por eso es que los dos tipos de

activos reciben un tratamiento contable diferente. Ergo, la clave para valuar los activos intangibles es conocer el futuro, o al menos poseer una habilidad suficiente como para estimarlo o predecirlo con una cuota importante de certeza, basándose en los indicadores pertinentes que se puedan obtener en el presente.

Asimismo, la incertidumbre relacionada con los activos intangibles hace que las empresas busquen reducir el riesgo a través de diversos caminos, como pueden ser alianzas estratégicas, *joint ventures*, o licencias de patentes compartidas.

Por otro lado, es menester tener un fuerte control sobre los activos intangibles. Indicadores que evidencian la capacidad de la empresa para obtener los mayores beneficios de los mismos (y asegurarse de excluir al resto de obtener parte de estos beneficios) pueden ser hasta qué punto se realizan los patentamientos o registros de marcas correspondientes, el volumen de ingresos por comercialización de patentes, o los procedimientos legales realizados cuando se intenta utilizar una patente sin el permiso adecuado.

Las políticas de los intangibles

En un mundo donde las empresas no revelan información sobre sus actividades y activos, no existe ningún modo para diferenciar los valores de dichas empresas, por lo cual el mercado le otorga el mismo valor a todas. Consecuentemente, aquel gerente que considere que los activos de su empresa son superiores a los de la media querrá comenzar a dar a conocer la información concerniente a sus actividades. De este modo, se considerará, desde algún punto de vista, que las empresas que comparten mayor cantidad de información serán las más confiables por ser las que están más seguras de sí mismas y de sus actividades.

Cuando algunas empresas comiencen a compartir información, será solamente cuestión de tiempo hasta que el resto también lo haga, considerando que, de lo contrario, las que no comparten información serán vistas como una fuente de incertidumbre respecto a sus probabilidades de éxito.

Considerando lo dicho, entonces, ¿Por qué las empresas no comparten información respecto a sus activos intangibles?

La respuesta más intuitiva a esta pregunta lleva a pensar que la razón principal para la falta de información es el desconocimiento respecto a este tipo de activos, o la falta de habilidad para valuarlos.

Sin embargo, existe una razón más fuerte, y más relacionada a la posibilidad de los gerentes de sacar ventaja a partir de los estados financieros. Si los gerentes consideran a las inversiones en activos intangibles como un mero gasto general en el estado de resultados (y no como un activo propiamente dicho), entonces no será necesario prorratearlas en los períodos subsiguientes (uno de los gastos más importantes en el estado de resultados), de modo que las utilidades se inflarán considerablemente. De esta forma, también se inflarán indicadores como el *Return on Assets* o el *Return on Equity*, enalteciendo la labor de los gerentes.

Los gerentes no deben preocuparse por el hecho de que las utilidades sean tan bajas en el período de la inversión (por considerar todo el gasto en ese período), ya que los inversionistas lo ven solamente como un gasto de una sola vez, y no lo consideran a la hora de la valuación de la compañía.

Además, a los gerentes les conviene hacer ver este tipo de inversiones como un gasto, y no como una inversión propiamente dicha, ya que las inversiones cuentan con alguna expectativa de retorno, mientras que los gastos son simplemente gastos, y no se espera que conlleven un retorno. Esto genera una especie de cobertura a los gerentes ante un fracaso en la inversión.

Por otro lado, si bien la teoría económica sostiene la existencia de una relación entre la cantidad de información compartida y el bajo costo del capital, esta relación se evidencia poco en la realidad.

Por último, la falta de interés respecto a la revelación de información sobre los intangibles alcanza a los contadores y a los analistas. A los primeros por la minimización de la cantidad de activos riesgosos dentro del balance, que pueden provocar demandas legales por parte de los accionistas en caso de falla. A los segundos por el estatus obtenido a partir de la obtención de información privilegiada, considerando que los gerentes comparten la información concerniente a los intangibles básicamente solo con ellos, y no la hacen pública.

En general, como fue dicho anteriormente, todos los intangibles se integran a los estados financieros como gastos, y no como inversión en activos. Sin embargo, existe una excepción a esta característica, y se trata de los desarrollos de software, que deben ser tratados como activos (a partir de su etapa de funcionamiento exitoso, no de prueba), y amortizados según su vida útil. Esto se debe a que estos proyectos habitualmente están bien definidos del resto de las

inversiones, tienen una corta duración y sus beneficios pueden atribuirse directamente a sus inversiones correspondientes. De todos modos, esto no se cumple del todo en la práctica: las empresas desarrolladoras no cumplen con el requerimiento al no convenirles, considerando los factores mencionados más arriba.

Por otro lado, Santiago Ardissonne sostiene que la única forma de que un intangible aparezca en el balance es en el caso de una adquisición: “Si se tiene un negocio cualquiera, un banco, por ejemplo, este negocio tiene un cierto patrimonio, por ejemplo de 100 pesos. Pero, al ser un negocio que entrega cierta rentabilidad, si se lo quiere vender, en vez de venderlo a 100 pesos, se lo vende a 200. Entonces, 100 pesos es el valor patrimonial proporcional, mientras que los otros 100 pesos son lo que se llama una ‘llave’. Los primeros 100 son los que se pueden demostrar, pero como la empresa se vendió a 200 pesos, los otros 100 (la ‘llave’) también se deben activar, dado que, en caso contrario puede haber problemas legales. Esa ‘llave’ es el activo intangible que aparecerá en el balance (lo que en los balances de las empresas norteamericanas llaman Goodwill).”

“De alguna manera, el Goodwill es una pérdida activada, porque se está pagando de más, pero como se supone que se está pagando de más porque después esa plata va a volver en utilidades, entonces las normas permiten activarlo y amortizarlo durante el tiempo”, concluye Ardissonne.

¿Le sirve a una empresa relevar sus activos intangibles?

Como se explicó más arriba, existe una falta de interés generalizada en cuanto a la divulgación de información respecto a los intangibles de una determinada compañía. De todas formas, la no divulgación no impide a la empresa contar con un relevamiento interno respecto a sus propios intangibles. Esto le sirve a la compañía desde varios puntos de vista, ya sea si se quiere vender, o si se quiere aumentar el valor.

Esteban Brenman sostiene: “A una empresa le puede ayudar la valuación de sus activos intangibles, primero, en el caso de que necesite financiarse o venderse. Hacer una buena valuación de los activos intangibles te ayuda a entender cuál es el valor de la compañía y defenderlo ante un posible inversor o comprador. Si se tienen cosas que son pasibles de ser patentadas, los abogados u otras personas que sean especialistas en valorar los activos pueden informar las cosas que son patentables (y si son patentables pueden tener más valor), y

entonces se las termina protegiendo de alguna manera, y generando algo único, que te diferencia de los demás y que te protege ante copias”.

Las consecuencias

La falta de divulgación de información respecto a los activos intangibles conlleva diversas consecuencias en el mundo financiero.

En primer lugar, las ganancias son cuantiosamente más grandes para aquellos que cuentan con información interna. Incluso si existen analistas que investigan y buscan información permanentemente (ayudados por Internet), estos nunca podrán alcanzar el nivel de la información que poseen aquellos que tienen acceso a los gerentes de las empresas desarrolladoras.

Esta asimetría en las ganancias aumenta, evidentemente, con el aumento de la presencia de los intangibles en las empresas¹⁷, aumentando también su volatilidad. Consecuentemente, la confianza de los inversionistas en el mercado de capitales se reduce considerablemente, lo cual obliga a aumentar las regulaciones respecto al uso de información privilegiada y reduce los beneficios sociales de un mercado de capitales grande y transparente.

Por otro lado, la asimetría en la información hace que las casas “creadoras de mercado” o *brokers* aumenten la brecha entre los precios de venta y compra de activos financieros, para intentar cubrirse de sus posibles pérdidas ante los inversionistas muy bien informados. En consecuencia, cuanto mayor sea la cantidad de inversionistas demasiado bien informados, aumentará esta brecha, y no habrá un precio coherente donde los especialistas puedan encontrar el punto de equilibrio para sus ganancias. Esto, indudablemente, provoca la reducción del intercambio de activos financieros (al menos hasta que se pueda conseguir información de otras fuentes).

La brecha entre la compra y la venta de activos financieros hace que los inversionistas, a su vez, reclamen un mayor retorno de parte de la empresa. Esta situación implica un mayor costo del capital para la compañía y, por lo tanto, un impedimento para la misma de realizar inversiones y crecer. De todos modos, existe poca evidencia fuerte de los ahorros en costo de capital que se pueden obtener a partir de la divulgación de información.

¹⁷ Estudios realizados por Baruch Lev y David Aboody demuestran que las ganancias para los que cuentan con información interna en empresas enfocadas en el I&D es, en promedio, tres a cuatro veces más grandes que en empresas sin I&D.

La teoría económica, a partir de todo lo anterior, determina el siguiente ciclo económico de la empresa y los mercados de capital:

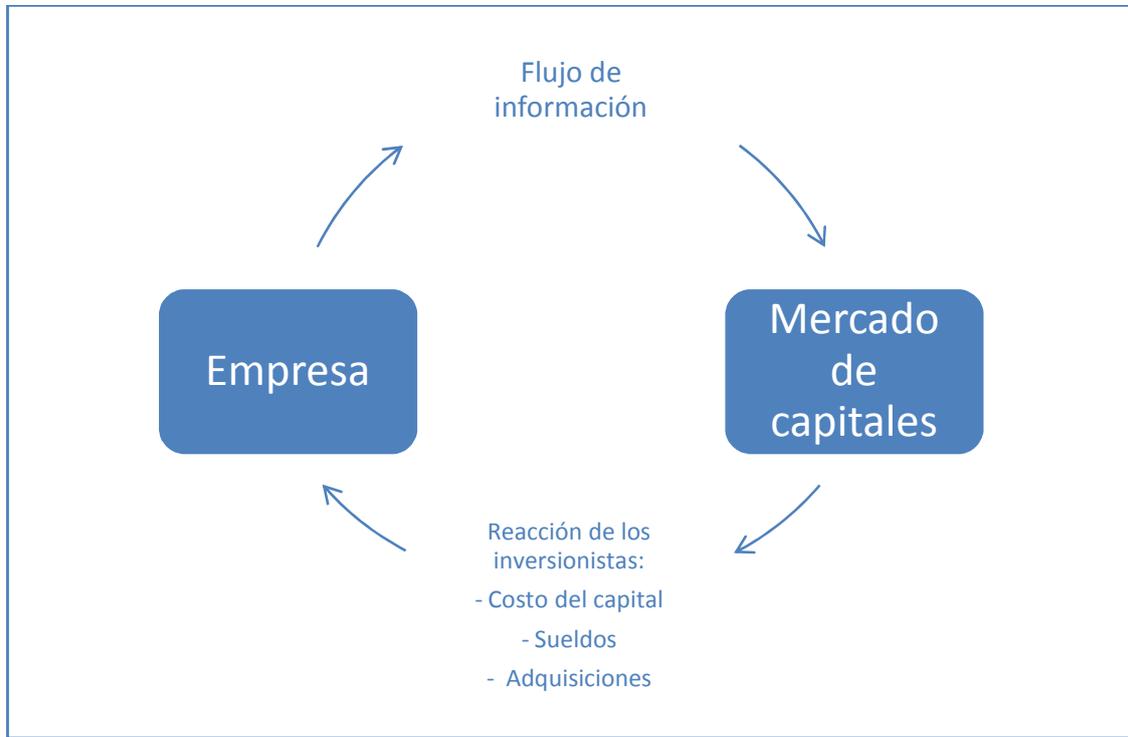


Figura I. Ciclo económico de las empresas y los mercados.

La falta de información revelada por parte de la empresa al mercado puede resultar en un excesivo costo del capital, bajas compensaciones a los empleados y, en casos extremos, la adquisición de la compañía por el bajo valor de las acciones.

La subvaluación sistemática de los intangibles

Aquellas empresas donde existe una importante tasa de crecimiento del I&D (pero un crecimiento muy inferior de las utilidades, típico de empresas jóvenes y enfocadas en activos intangibles) suelen estar considerablemente subvaluadas por los inversionistas, ya que retratan un mal rendimiento ante el mercado de capitales. Esto se debe a que estas empresas poseen un gasto importante en I&D (sin considerarse activos), y muestran pocos o ningún retorno proveniente de este gasto en sus primeros años. De todas maneras, cuando el I&D finalmente da sus frutos (si lo hace), los inversionistas corrigen esta subvaluación.

Por lo tanto, las empresas de este tipo, es decir, que invierten mucho en I&D y no cuentan con buenos rendimientos inmediatos, son de alguna manera “castigadas” por el mercado, al subvaluar sus activos financieros, provocando que su costo de capital sea muy alto e impidiendo su crecimiento. Este es el caso de ‘start-ups’ de empresas de contenido en Internet. Esteban Brenman explica cómo se sustenta una de estas empresas en el momento de empezar: “La sustentación se hace o bien con plata propia, o con lo que se llama ‘friends and family’, o sea un tío, un amigo, un primo o un padre. Y además, gastar lo menos posible, hasta que se llega a un punto en el que se tiene un negocio, que en contenidos es muy difícil. Entonces, al principio es poner y gastar lo menos posible, hasta que se llega a algo más serio, a un punto en el que se puede obtener una inversión más seria, y después hasta que el negocio madure. Lo que pasa es que Internet no está nada maduro todavía. Es decir, a nivel comercio electrónico está recién empezando (en Argentina)”.

Ya no sirven los reportes financieros

Varios estudios demuestran que, en los últimos años, la respuesta de los inversionistas a los reportes financieros ha ido en descenso. Las razones de esto son evidentes: la información relevante que entregan estos reportes es cada vez menor. Si bien los reportes son similares, divulgan muy poca información respecto a los activos intangibles de las compañías.

Ergo, el aumento en la proporción y la importancia de las empresas basadas en activos intangibles, sumado a la deficiencia en información respecto a este tipo de activos publicada en los reportes financieros, hace que los inversionistas ya no encuentren demasiada utilidad en dichos informes.

De nuevo, esto se repite en el caso de los ‘start-ups’ para empresas de contenido en Internet. “El inversor no espera tener dividendos de un start-up. Es decir, el inversor que espera tener dividendos es el que entra en una etapa posterior de madurez. El que entra al principio espera que aumenten las acciones, un rendimiento a partir de la valorización de la compañía. ¿Qué es lo que ve, por qué piensa que la compañía se va a valorizar? Bueno, por todo lo intangible, básicamente. Y los recursos humanos, el capital humano. (...) Así es como aparece el capital de riesgo”, dice Brenman.

Manipulación a través de intangibles

La tentación de manipular el nivel de inversión en intangibles con el objeto de manejar las utilidades reportadas es muy importante para los gerentes, dado que buscan alcanzar (e incluso sobrepasar) las expectativas de los analistas. Por otro lado, al activar a los intangibles, los cambios en los gastos en I&D (por ejemplo), reducen la posibilidad de manipular periódicamente las utilidades de la compañía.

La manipulación también se puede alcanzar a partir de la valuación del activo intangible, aunque Santiago Ardissonne no le da demasiada importancia a este asunto: “En principio, la inclusión de los intangibles en los reportes financieros parece ser un concepto bueno. Valuar un activo intangible es una cosa difícil, pero me parece que se está en la buena dirección. Después, las posibilidades de distorsionar la realidad existen en todos lados: uno tiene un edificio que lo puede valuar en 100, en 200 o en 1000. Reconozco que lo intangible es más subjetivo, pero no lo bocharía por eso”.

Una cuasi-excepción

Las empresas de contenido de Internet constituyen, en ciertos casos, una especie de excepción con respecto a lo que genera la falta de divulgación de información respecto a los intangibles. Esto se debe a que es más posible conocer los desarrollos que está haciendo una de estas empresas (es más visible), de los que puede hacer, por ejemplo, una empresa farmacéutica o una petrolera.

Así lo afirma Brenman: “Lo que pasa con estas compañías es que son tan masivas, que las conoce todo el mundo y cuando salen al mercado, hay muchos que piensan ‘yo uso esa página, para mi funciona y está buena. ¿Por qué no voy a invertir U\$S 4.000 si me parece que le va a ir bien?’ LinkedIn salió y causó estragos, porque es una marca muy conocida. No es lo mismo que una petrolera holandesa que la conoce solamente la gente ligada a la industria y analistas financieros. Esto es mucho más impulsivo, lo cual es muy bueno en el punto de que entonces se está financiando buenas ideas”.

Es por esto que los inversores, actualmente, cada vez más tienen la intención de invertir en estos start-ups, y no en las compañías más clásicas. “Es también un tema de regulación de mercados. Porque también las ‘burbujas’ son generadas con los papeles desconocidos por el público y que los analistas fuerzan

a que sean vendidas. Y que están hechos con balances que no son de comprensión de todo el mundo y que también se encuentran auditados por gente que uno no sabe quiénes son. Por eso es que yo prefiero invertir en algo que yo conozco, como Yelp¹⁸, que sé que tiene una determinada cantidad de *reviews*, que es un activo que yo puedo comprobar. Es decir, yo entro en una ficha de un restaurante de Yelp, y veo que los *reviews* están ahí y que me son útiles”.

¹⁸ Red social estadounidense de opinión, similar a Guía Oleo, pero que cuenta con opiniones no sólo de restaurants, sino también de bares y shoppings, entre otras cosas.

Un nuevo sistema de información

La falta de revelación de información hace que tanto los inversores como incluso los gerentes carezcan de indicadores de rendimiento, como los que siguen:

- *La utilización de la propiedad intelectual.* Es normal que las empresas utilicen solo una pequeña fracción de la propiedad intelectual o *know-how* que desarrollan como producto o servicio. Solamente los gerentes efectivos logran dar créditos tanto a las patentes que usan como a las que no usan, y que pueden resultar útiles a otras empresas.
- *Introducción de nuevos productos al mercado.* Muchas veces puede considerarse que la habilidad de una compañía para introducir un producto innovador al mercado, es incluso más importante que la innovación en sí. Un indicador como el porcentaje de utilidades generado por los productos nuevos puede dar una idea de esta habilidad (si bien este indicador no se revela generalmente).
- *Participación de Internet.* Está demostrado que la comercialización de productos a través de Internet conlleva grandes beneficios y menores costos. De todos modos, los inversores reciben poca información acerca de las actividades de la empresa en Internet (si bien esta información se puede obtener fácilmente).

Con un sistema de información más efectivo, estos indicadores podrían conocerse, provocando una mayor idea sobre los negocios para aquellos que toman las decisiones. De todas maneras, el sistema de contabilidad actual no puede sufrir un cambio tan radical en tan poco tiempo sin que sea demasiado dañino, por lo cual se puede proponer un sistema de revelación de información que se anexe al actual.

Un sistema alternativo

Un sistema donde la información respecto a los intangibles se haga pública tiene como objeto principalmente dos ejes: por un lado, la democratización y, por el otro, la externalización de los procesos de decisión tanto en las organizaciones como en los mercados de capitales. Por democratización se entiende al aumento de la participación de individuos en los mercados de capitales, mientras que

externalización se refiere a la incorporación de entidades externas al manejo de las compañías.

La democratización puede verse en el papel creciente que juegan los inversores individuales en los mercados. Estos inversores individuales cada vez más tienen la intención de realizar sus propios análisis y construir sus propios portafolios. Sin embargo, la información con la que cuentan, si bien voluminosa, dista mucho de aquella con la que cuentan los analistas, ya que solamente conocen la que publican los sitios de Internet. Esta no tiene datos respecto a los activos intangibles, y aporta elementos poco relevantes, como los estados financieros, o los pronósticos de utilidades de los analistas.

En contraste con la Era Industrial, cuando la mayoría de las decisiones eran tomadas por los gerentes con toda la información que necesitaban, en la actualidad, la externalización se evidencia en las corporaciones que, cada vez más, comparten las decisiones con agentes externos a los confines legales de la organización, como pueden ser los clientes, aliados, los proveedores de servicios externos, entre otros.

Naturalmente, los inversionistas individuales necesitarán acceso a una información más detallada, que hasta ahora fue dominio únicamente de los analistas financieros. Cumplir con esta necesidad significaría no solo equilibrar la balanza, sino también lograr un mercado de capitales más competitivo y proveer a los inversores la posibilidad de monitorear las actividades de los gerentes. Por otro lado, la corporación con redes deberá tener un fluido ida y vuelta de información con todos sus socios-aliados.

Finalmente, en un ambiente donde la toma de decisiones se encuentre más democratizada y externalizada, la información juega un papel crucial, permitiendo a una mayor cantidad de inversores individuales realizar cosas que hasta ahora solo podían hacer los analistas altamente calificados y, a su vez, proveer a un creciente número de socios de las corporaciones con redes, suficiente información para la toma de decisiones. Este, en última instancia, es el objetivo del sistema propuesto.

Los fundamentos del sistema alternativo

A partir de varios indicadores, se evidencia que la información más importante para los tomadores de decisiones es la cadena de valor de la empresa. Por cadena de valor, se refiere al proceso económico fundamental de la

innovación, que comienza con los descubrimientos de nuevos productos, servicios o procesos, continúa con la fase de desarrollo de estos descubrimientos y la definición de la factibilidad tecnológica, y termina con la comercialización de los productos o servicios.

Los mencionados descubrimientos de nuevos productos, servicios o procesos pueden provenir de ideas que emanan de lugares diversos. Estos pueden ser operaciones internas de I&D o bien de intercambio de ideas con los empleados (*internamente*). Asimismo, las ideas pueden salir de imitaciones de otras innovaciones, lo cual requiere una capacidad especial para aprender (*externamente*). Por último, la tercera forma de obtener ideas para innovación es a partir de la formalización de un *networking*, mediante alianzas con otras organizaciones, como pueden ser integraciones con proveedores o clientes.

La siguiente fase de la cadena de valor representa la implementación de la idea. Dada la gran variedad de productos y servicios desarrollados por las empresas, la factibilidad tecnológica se marca por numerosos hitos. En algunos casos, las marcas y patentes son una señal de un producto factible, mientras que en otros lo puede señalar el paso exitoso de ciertos productos por pruebas de factibilidad. Por último, hay indicadores de páginas web que señalan la factibilidad tecnológica, como el número de visitantes, y el número de visitantes repetidos. La factibilidad tecnológica constituye un factor clave, ya que trae aparejada una reducción del riesgo en el desarrollo de productos y servicios. Así, es utilizada por inversores como un indicador del riesgo del proyecto.

Finalmente, la última etapa de la cadena de valor es la de la comercialización de los productos y servicios para generar ventas y utilidades. Si estas utilidades superan el costo del capital, entonces se habrá creado valor. También hay numerosos indicadores para evidenciar la creación de valor en esta etapa, como pueden ser el *Brand Value* (manifestado por un gran market share o la posibilidad de cobrar un diferencial mayor por un determinado producto que la media), o compradores satisfechos y repetidos en el caso de empresas de venta por Internet.

Otro indicador del rendimiento pueden ser las ya mencionadas “utilidades de innovación” (se refieren a la porción de utilidades generada por productos recientemente introducidos), que demuestra la habilidad de la empresa para introducir nuevos productos al mercado. Asimismo, los royalties obtenidos por patentes o know-how son un indicador del rendimiento de una empresa.

Por último, existen indicadores surgidos de la propia empresa que se concentran en el futuro, como pueden ser estimaciones sobre eficiencias

esperadas, crecimiento esperado del market share y, para las empresas de biotecnología o internet (que no empiezan a generar ingresos con demasiada velocidad), el punto de *break-even* o el *cash-burn rate*.

Los problemas de la contabilidad

Ya se ha visto que el sistema de contabilidad actual no contempla información relevante y oportuna de la cadena de valor. Las inversiones en descubrimientos, estudios e investigaciones y aprendizaje, tanto interno como adquirido, se consideran como un gasto junto con el resto. Este sistema ignora la etapa de implementación de la cadena de valor, si bien una parte importante de la creación o destrucción de valor ocurre en esta etapa. Incluso la etapa de comercialización se reporta de un modo altamente agregado, oponiéndose a los intentos de evaluar la eficiencia del proceso de innovación de la organización.

Algunas de las limitaciones de la información basada en la contabilidad tienen su raíz en la estructura de la misma contabilidad, que se basa en las transacciones de la empresa con terceros. En las economías tradicionales (como la industrial), se creaba valor a partir de las transacciones, mientras que en las actuales, gran parte de la creación o reducción del valor es anterior (a veces por mucho) a la ocurrencia de las transacciones. Esta es la razón principal de la discrepancia creciente entre los mercados de valor y la información financiera.

Provocando la divulgación

Con todo lo dicho, ¿Cómo se puede hacer para motivar a los gerentes para divulgar públicamente esta información en una forma sistemática y consistente?

Una de las posibles formas podría ser el desarrollo de los incentivos correctores para los gerentes, como es la creación de reglas protectoras contra los procesos litigantes de los accionistas. De todas maneras, estas reglas conllevan ciertos problemas.

En primer lugar, las reglas demasiado protectoras (sobre-protectoras) para los gerentes hacen que la información divulgada pierda credibilidad, ya que los inmuniza totalmente de procesos judiciales. La teoría económica sostiene que para que un mensaje sea creíble y efectivo, debe existir una penalización por la desinformación.

El otro problema relacionado con las reglas protectoras para la divulgación de información, es que la mayor parte de esta información es histórica y factual, y no prospectiva. Consecuentemente, la información no tiene demasiado valor, ya que todas las proyecciones quedan en manos de los gerentes, y no se divulgan.

El rol dual de la política contable

Los organismos que se ocupan de las políticas contables tienen un doble rol: en primer lugar, prescriben (ordenan) las estructuras de información (como el *cash flow statement*) y los ítems individuales que se deben divulgar en los reportes financieros. Por otro lado, también procuran establecer estándares (un idioma común para la divulgación). Mientras que el primero de los roles es ampliamente conocido, el segundo no es demasiado apreciado.

Naturalmente, no existe una regulación en el marco conceptual; más bien, se trata de un intento de crear un estándar uniforme de medidas y reportes. Los asuntos concernientes a los activos, por ejemplo, resaltan las características requeridas para que un activo sea reconocido en los reportes financieros (los beneficios económicos futuros, el control que la empresa tiene sobre estos beneficios, entre otros), así también como el criterio para valuarlos.

Esta estandarización crea un lenguaje útil que permite a los usuarios de los reportes financieros entender el significado de los números en los estados financieros y comparar esta información entre las empresas. Esta información es clave a la hora de divulgar información relativa a los activos intangibles, dada la considerable incertidumbre respecto a la definición y valuación de los intangibles.

Estandarización de la información de los intangibles

Deben ser los organismos contables los que den el primer paso para este sistema, a través de la toma de la tarea de estandarizar la información relativa a los intangibles, al igual que lo hacen para los activos tangibles. Esta estandarización conlleva la creación de una estructura de información (reportes interrelacionados) y la definición de los ítems que la componen, haciendo hincapié en los intangibles. Esto complementaría el sistema convencional (sin reemplazarlo o modificarlo), incorporando información sistemática y estandarizada sobre la innovación y las inversiones en intangibles.

Es menester definir tanto los ítems individuales que componen a la estructura de información (como los gastos en adquisición de clientes, las medidas de tráfico en Internet o los ingresos por innovación) como el criterio para su valuación.

Si este sistema es bien desarrollado para reflejar los principales atributos de los activos intangibles, la mayoría de los gerentes responderán a través de la divulgación de información. Las empresas con datos favorables comenzarán a divulgarlos (motivando al resto para hacer lo mismo), mientras que aquellos que no lo hagan denotarán datos desfavorables en este sentido.

El Origen

Un importante cambio en la política contable (muy necesario) puede generar antagonismo entre los gerentes. Ergo, el plan puede tener una mayor probabilidad de éxito si se comienza con un sistema bien definido y estructurado de reportes de información, y recién luego hacer un cambio en el sistema contable.

El cambio más significativo y urgente que se requiere es el relativo al reconocimiento de activos en el balance. Actualmente, prácticamente ningún intangible se reconoce como activo. Esta negación de los intangibles como activos disminuye la calidad de la información provista por los balances. Incluso más serio es el efecto adverso en el relevamiento de las utilidades. El vínculo entre ingresos y gastos (el proceso principal para el relevamiento de utilidades) se distorsiona al pasar inmediatamente como gasto a las inversiones en intangibles, y la consideración de los ingresos en los períodos subsiguientes, sin contemplar esos gastos.

Para esto, es necesario relajar hasta cierto punto los requerimientos de confiabilidad de los activos y de control sobre los mismos, dado que, en general, los activos físicos suelen ser menos riesgosos que los intangibles y el control total sobre los beneficios de los intangibles es casi imposible de lograr.

Si bien los organismos contables no excluyen a los intangibles de ser considerados como activos, es principalmente la incertidumbre lo que hace que no se reconozcan como tales. Es por esto que, si la incertidumbre disminuye, tendría sentido considerar a los intangibles como activos.

Una vez que los proyectos en desarrollo pasan un umbral de factibilidad técnica, la incertidumbre evidentemente se reduce. De este modo, surge la idea de que la inversión en intangibles puede reconocerse como un activo cuando el proyecto supera exitosamente esta etapa de factibilidad. Naturalmente, la incertidumbre sobre los futuros beneficios generados por una droga clínicamente probada, por ejemplo, es muy similar a aquellos de una propiedad comercial adquirida por una empresa, considerada como un activo por los organismos contables.

El hecho de que los intangibles se activen solamente pasado dicho umbral de factibilidad (y no indiscriminadamente) hace que los gerentes puedan transmitir información importante respecto al progreso y al éxito de los proyectos (intangibles). Si la capitalización fuera indiscriminada, para todos los intangibles, esta información no sería proporcionada.

Existe evidencia empírica que apoya la ampliación propuesta de reconocimiento de activos. Por ejemplo, la capitalización de las inversiones en I&D se relaciona con los valores de las acciones en los mercados, mientras que los valores del desarrollo de software reconocidos como activos se asocian con los subsecuentes cambios en las utilidades, sugiriendo que el reconocimiento de activos provee información acerca de la predicción en futuras utilidades (importante objetivo de la información financiera).

Al igual que con los activos tangibles, la amortización de los intangibles se deben basar en las estimaciones de los gerentes acerca de su vida útil, guiados por las normas de la industria y diversos estudios. De todas maneras, se deben revisar (y reevaluar) periódicamente las tasas de amortización una vez que se materializan los beneficios de los intangibles, para evitar la sobre-valoración.

¿De qué forma, entonces, se alivian las deficiencias en los reportes a partir del reconocimiento de los intangibles como activos? En primer lugar, como dicho anteriormente, este reconocimiento permite mejorar el vínculo periódico entre costos e ingresos, particularmente para empresas con una importante tasa de crecimiento. El reconocimiento como activos permite una mayor realidad en los patrones de crecimiento en las utilidades.

Asimismo, los intangibles reconocidos se reportan en los balances, ocupando el mismo lugar que los activos físicos. La amortización de los intangibles proporcionará información de valor sobre la valoración que los gerentes realizan de los beneficios esperados de los intangibles.

El reconocimiento de los intangibles como activos aumenta, obviamente, las posibilidades de manipular las utilidades. Sin embargo, a diferencia de otros

medios de manipulación, los intangibles reconocidos están claramente separados en los reportes financieros, permitiendo a los inversores escépticos revertir (deshacer) el proceso. Por lo tanto, en el mejor de los casos, el reconocimiento permite a los gerentes compartir información de valor con los inversores respecto al progreso y éxito de las actividades creadoras de innovación. En el peor de los casos, este reconocimiento se puede revertir, volviendo a la situación actual de reportes financieros sin activos intangibles.

Empresas de Contenido en Internet

Las empresas dedicadas al negocio de Internet (y que son de contenido, es decir, que no son tiendas virtuales) poseen activos netamente acotados. En general, los únicos activos tangibles con los que cuentan pueden ser el lugar en donde se trabaja, y las computadoras con las que se realiza el trabajo, activos financieros y disponibilidades. Sin embargo, exceptuando los recién mencionados, que resultan activos commodity que no hacen a la diferenciación entre una empresa y otra, no existen otros activos tangibles que le otorguen valor a la empresa.

El valor real de una empresa de contenido en Internet aparece con los activos intangibles. Ahora, ¿cuáles son los activos intangibles en una empresa de este tipo? Los primeros son sus recursos humanos. Estas son las personas que programan la página, diseñan el sitio y deciden el layout general. Pero la medición de estos activos sigue teniendo la misma dificultad que en cualquier otra industria. La forma de medir el éxito de un sitio es recurriendo a índices como la cantidad de páginas visitadas que tuvo el sitio en un determinado mes, la cantidad de usuarios únicos que la visitan, cuánto tiempo navegaron las páginas y otros índices (cantidad de comentarios, cantidad de restaurantes patrocinados, y otros).

Todos estos índices determinan el tarifario de publicidad, es decir, cuánto dinero debe invertir una marca que quiere pautar dentro del sitio. Las opciones de publicidad dentro de una página web son muchas y, por ende, tienen distintos valores también.

Lo que se desea estudiar es la manera de utilizar los índices para establecer activos que puedan entrar en el balance de la empresa, encontrando así su real valor de mercado. Lo estudiado se explicará de mejor manera utilizando el ejemplo de una empresa de contenidos en Internet como lo es Guía Oleo.

Esta empresa se creó con el objetivo de realizar comentarios entre usuarios sobre restaurantes y, luego de unos años, se convirtió en la parada obligatoria de toda persona que quisiera salir a comer en Buenos Aires. Así, las empresas de gastronomía y otras que estaban interesadas en el target del sitio comenzaron a pautar y la empresa creció de forma extraordinaria.

Los sitios de Internet pueden dividirse en comerciales, de contenido y sociales. Los primeros obtienen sus beneficios económicos a partir de la venta de artículos (Amazon) o servicios (Despegar), mientras los otros basan sus ganancias en la publicidad online.

Los sitios comerciales tuvieron éxito con la salida de Internet dados dos factores fundamentales que la misma les facilitó: una oferta casi ilimitada, por un lado, y la posibilidad de ahorro en los gastos de estructura, por el otro.

Si una librería ordinaria que da a la calle cuenta todos los ejemplares que tiene, estos pueden llegar a ser 100.000 (en el caso de que se tratara de una librería muy grande). El dueño del lugar se focalizará en tener los best-sellers de esa temporada y descartará aquellos que considere que tendrán pocas ventas. Lo que Chris Anderson se percató y comenzó a estudiar fue el cambio que significa tener un almacén virtualmente infinito. Todos esos libros que el librero no tiene porque no venden una cantidad rentable como para tenerlos en sus repisas, en una tienda online no deberían tener ningún problema: las repisas son ilimitadas. De esta manera, tienen la posibilidad de ofrecer una oferta ampliamente superior a la de una tienda física. Ergo, capturarán las ventas que el librero se pierde, debido a la insuficiencia de espacio que tiene.

Las empresas de Internet que venden servicios también se vieron beneficiadas por el primer factor (oferta ilimitada), ya que cambiaron las plataformas de pago online para los servicios, que en otros tiempos se obtenían en un mostrador. El mostrador fue reemplazado: todo el personal que se necesitaba para vender un servicio determinado fue reemplazado por un simple canal de compra online. Por ejemplo, en Europa las empresas de vuelos económicos hicieron tambalear a las grandes aerolíneas de bandera que no pudieron (y siguen sin poder) competir contra los bajos precios que ofrecen, entre otras, EasyJet o RyanAir para vuelos internos. A esta clase de empresas Internet les valió no solo la posibilidad de no requerir de empleados que vendan sus pasajes, sino también el hecho de que los sitios que comparaban los precios de los vuelos, comenzaran a ubicarlas primeras en las búsquedas de los usuarios que principalmente buscan el pasaje más económico para la fecha en la cual desean viajar. Esto nos lleva nuevamente al primer factor: la oferta ilimitada. Todo lo que se produce para vender, tiene su lugar en Internet. Se vende por nicho, y aquellos usuarios que tienen la necesidad de adquirir un producto específico saben que vía web tienen la posibilidad de encontrarlo sin levantarse de su asiento.

Las empresas de contenido en Internet, por otro lado, no cuentan con tantas ventajas. Ciertamente se puede crear una empresa de contenido casi sin

nada. De hecho, un blog puede transformarse en una empresa sin la necesidad de haber invertido casi capital. La diferencia se hace justamente con el contenido intangible. En el caso de un blog, serán los posts que haga el autor del mismo. Un blog puede llegar a escalar a la categoría de empresa con beneficios siempre que lo visite una gran cantidad de usuarios. Esto depende de la calidad de los artículos, es decir, de la capacidad del autor. Siendo ese el caso más básico de empresa de contenido en Internet, podemos destacar como empresas grandes de contenido a los periódicos, a los sitios de consultas y calificación, a los sitios de marcas o empresas, a foros o sitios de preguntas y respuestas y a los sitios de multimedia (música, fotografía y video), entre otras. Todas estas clases de sitios tienen en común que su modo principal de generar ganancias que es, como ya se dijo, la publicidad online.

En el caso de los sitios sociales, como las redes (Facebook, Twitter, etc) o los webmails (Hotmail, Gmail), las páginas también generan sus ganancias principalmente con la publicidad. La monetización de todos estos sitios web consiste en la transformación del tráfico que recibe el sitio en dinero. Las formas más populares de hacerlo son a través del pago por un click o por el pago por la impresión de un aviso. Los sitios generalmente utilizan, para la ubicación de sus publicidades y el manejo general de los mismos, un AdServer. Los AdServers son empresas que se ocupan de proveer la tecnología necesaria a los sitios para poder mostrar anuncios en sus distintas páginas.

Costo por impresión (CPM)

El costo por impresión se refiere a una campaña de marketing online en la que un anunciante paga por cada vez que su anuncio se muestra en un sitio, que puede ser generalmente en la forma de un banner, pero también en una campaña de E-mail marketing (si se manda el E-mail a 100.000 personas, se considera que equivale a 100.000 impresiones).

Una impresión describe el momento en el que un anuncio es descargado por un usuario que se encuentra navegando un sitio web. Cuando decimos que se descarga, nos referimos a que aparece en el sitio, sin la necesidad de descargarlo a la computadora. Cada sitio web puede contener numerosos anuncios cargados de manera que cada página vista resulta en una impresión por cada anuncio que se mostraba en la misma. Cuando se habla de tarifas de CPM, este se trata del costo pagado por cada mil impresiones en el sitio. Los AdServers muchas veces se ocupan de no contar impresiones en sitios que realizan prácticas fraudulentas

de recarga con el objetivo de ganar impresiones y consecuentemente dinero. Si un usuario se encuentra navegando un sitio que luego deja abierto al abandonar su computadora (lo cual ocurre muy seguido), hay empresas de Internet que lo que hacen es recargarlo luego de pasados unos minutos de manera que otra serie de anuncios se carguen en la página, ganando así el CPM de todos los anunciantes cuando realmente el usuario no se encuentra navegándolo.

El CPM es una de las formas de publicidad online más populares. Es elegida por lo general por sitios de contenido, más específicamente por periódicos o blogs, dado que, de este modo, pueden tener una mayor certeza sobre la ganancia que podrán obtener desde el sitio. Siendo el costo por impresión, el CPM es el método de publicidad online que más se asemeja a la publicidad en medios tradicionales como televisión, diarios o periódicos, los cuales venden sus espacios estimando la cantidad de gente que lo verá, lo escuchará o lo leerá.

Costo por click (CPC)

Este modelo de publicidad online consiste en la publicación de un aviso en un determinado sitio en el que el anunciante paga al sitio donde ubicó su aviso solamente cuando el mismo recibe un click, direccionando al usuario a donde el anunciante lo decida. Dentro de los buscadores, los anunciantes ofertan por determinadas palabras clave que se refieren a su target de mercado. En cambio, los sitios de contenido generalmente establecen un precio fijo por click.

Así, los anuncios son ubicados estratégicamente dentro del layout del sitio para conseguir la mayor cantidad de clicks posible, pero siempre intentando cuidar (en mayor o menor medida, dependiendo de la empresa) la estética del sitio. El pago por click es más frecuentemente utilizado por sitios que pueden segmentar su audiencia y así realizar una publicidad más focalizada. Los anunciantes que eligen esta forma de publicidad ofrecen a sus asociados (sitios web) incentivos financieros (porcentajes de las ganancias) para que estos también se preocupen de que los usuarios cliqueen los avisos. Se trata de un pago por la performance del aviso, de modo que a diferencia del CPM, en este caso el sitio web se preocupa por ubicar correctamente los anuncios dado que, en caso contrario, se quedará sin utilidades generadas por este medio.

Por lo general, como se dijo anteriormente, los sitios que utilizan CPC son los que tienen la posibilidad de focalizar mejor los anuncios respecto de la actividad de los usuarios que navegan la página. Cuando un sitio cuenta con un motor de búsqueda, ya sea un buscador como Google, o un sitio de consulta como

puede serlo Guía Oleo, éste se utiliza para mostrar anuncios relacionados con la búsqueda que el usuario realizó. Así, los anuncios pagos se mostrarán al lado o sobre los resultados de búsqueda *orgánicos* (no comprados/sponsorados) cuando palabras clave elegidas por el anunciante sean buscadas por los usuarios.

Determinando el costo por click

Existen dos métodos principales para la determinación del costo por click: costo fijo o costo basado en una subasta. En ambos casos, el auspiciante debe considerar el valor potencial del click desde una fuente determinada. El valor está basado en la clase de usuario que el auspiciante tiene como expectativa recibir como visitante en su sitio y lo que puede llegar a ganar con esa visita, tanto en el corto como en el largo plazo (si se gana una visita, pero no una venta, ésta puede producirse en una posterior visita del usuario a la página del anunciante).

Como en toda estrategia de publicidad, la clave del CPC es el target. El mismo se encuentra definido por diversos factores, entre ellos el motor de búsqueda del sitio para lograr mostrar un anuncio que tenga que ver con lo que el usuario se encuentra buscando, la localización del usuario definida por la herramienta de geolocalización con la que cuentan algunos sitios, la intención de compra que se puede definir también por la búsqueda hecha por el usuario o la hora del día en la que se está navegando la página.

A continuación se explicarán con un mayor nivel de detalle las características de los dos tipos de costos, el costo fijo y el costo basado en una subasta.

Costo fijo

En este modelo el anunciante y el sitio acuerdan un precio fijo para cada click que se le haga a un anuncio en la página web. En la mayoría de los sitios grandes se maneja un tarifario que expresa los distintos valores para las distintas clases de publicaciones que pueden efectuarse en la página web. Esta diferenciación está relacionada con el contenido de las páginas. Aquellos sitios que cuenten con un tráfico de mayor valor (el perfil de usuario que le interesa al anunciante) van a cobrar un CPC mayor al de aquellos sitios que tengan una audiencia de menos valor.

Este tipo de modelo es utilizado generalmente en sitios de comparación de compras, en donde un usuario navega la página buscando los mejores precios para una potencial compra que desee realizar. Estos sitios cuentan con precios base para la aparición en el sitio, pero luego manejan una escala de precios para el posicionamiento dentro de la página para darle al anuncio una importancia mayor por sobre el resto. Además, es común que cuenten con filtros de categorías de productos, servicios, rangos de precios y otros que hacen más sencillo el targeting de los potenciales compradores.

Costo basado en subasta

En este modelo, por otro lado, el anunciante firma un contrato que le permite competir contra otros potenciales anunciantes en una subasta privada administrada por un sitio o por un AdNetwork. Cada anunciante informa la máxima cantidad de dinero que está dispuesto a pagar por un determinado espacio para su anuncio (en general basado en una palabra clave buscada en un buscador). La subasta se realiza automáticamente cada vez que un usuario acciona el espacio para cada anuncio.

Cuando el anuncio forma parte de los resultados patrocinados de la búsqueda, entonces la subasta automática se produce para la palabra clave buscada por el usuario. Todos los anuncios que tengan relación con la palabra buscada serán filtrados por la geolocalización del usuario, el día y la hora en la que se realiza la búsqueda y otros factores para determinar los anuncios que potencialmente podrían ocupar espacios de publicidad en los resultados de esa búsqueda. El aviso con la oferta de subasta más alta conseguirá la mejor ubicación, a menos que otros factores (Search Engine Marketing, que es el puntaje de calidad de los avisos pagos) también influyeran en las posiciones finales de los anuncios que participaron en la subasta de esa búsqueda específica.

Además de los anuncios en resultados de búsquedas, los mayores AdNetworks permiten que anuncios sean publicados en sitios de terceros con los que se encuentran emparentados. Estos sitios firman acuerdos con los AdNetworks para publicar anuncios en nombre de éstos, llevándose así un porcentaje de lo que el anunciante le paga al AdNetwork. Estos sitios en general se los denomina Content Networks y los anuncios que corren en estos se los llama avisos de contexto, ya que los espacios de publicidad están asociados al contexto de la página en la que son encontrados. Estos anuncios suelen tener un CTR (porcentaje de clicks sobre impresiones) y un CR (tasa de conversión) más bajo

que los anuncios que se muestran en los resultados de búsqueda por lo que también cuentan con menor valor de mercado.

Los anunciantes pagan por cada click que reciben, pero el precio que pagan por ese click depende de la subasta realizada. Es una práctica común por parte de los AdNetworks la de cobrar al aviso ganador de la subasta una pequeña cantidad (puede ser un centavo de dólar) mayor a la oferta del aviso que quedó en segunda posición o bien la cantidad ofertada. De esta manera se evita que los dueños de los avisos estén constantemente ajustando sus ofertas con cambios diferenciales para ver si pueden así ganar la subasta mientras pagan un poco menos por cada click.

Para maximizar el éxito y performance de la subasta en grandes escalas, se aplica un sistema de management automatizado para las subastas. Estos sistemas pueden ser utilizados directamente por el anunciante, pero por lo general son aplicados por agencias de publicidad que ofrecen subastas CPC como un servicio a los sitios web. Estas herramientas permiten realizar subastas a gran escala, con miles o millones de subastas CPC controladas por un sistema automático. El sistema, emparentado con el sitio donde se correrán los anuncios que participen en la subasta, generalmente establece cada subasta basada en el objetivo con la que fue creada, ya sea la obtención de la ganancia máxima (para el sitio donde se corren los anuncios), la maximización del tráfico en el punto de equilibrio, u otros. La efectividad del sistema está atada a la calidad y a la cantidad de los datos que se le provee en cada click. Los avisos que cuenten con poco tráfico pueden tener problemas, debido a que la herramienta puede resultar inútil en el mejor de los casos, o ineficiente en el peor.

Publicidad con banners

Un banner es la forma de publicidad más común que se puede encontrar en un sitio web. “Hosteados” por AdServers, los banners redireccionan tráfico a una página desde otra. El aviso es construido a partir de una imagen que por lo general cuenta con alguna forma de animación, sonido o video con el objeto de maximizar su presencia en el sitio y llamar la atención del usuario que navega la página. Los banners son ubicados en sitios con un contenido atractivo, como en la página principal de un periódico online, un artículo de opinión o un blog con importante número de visitas diarias. Los sitios que cuentan con banners ganan dinero a través de los métodos vistos anteriormente.

El banner se muestra en un sitio cuando el mismo es cargado en un navegador. Este evento tiene el nombre de *impresión* (de ahí el nombre de CPM, o costo por impresión). Cuando el usuario cliquee el banner, se lo direcciona al sitio que se estaba publicitando con dicho aviso. En numerosos casos, los banners son provistos por un AdServer Central.

Los banners utilizados en sitios web funcionan de la misma forma que la publicidad tradicional, al notificar a consumidores la salida de un nuevo producto o servicio, presentando las razones por la cuales lo debería consumir, o simplemente generando conciencia de la existencia de una determinada marca (branding). Sin embargo, los banners en Internet difieren de la publicidad tradicional en el sentido de que puede saberse la efectividad del mismo en tiempo real, y a la vez puede realizarse una campaña para un determinado target de usuarios, como ya se comentó anteriormente.

Muchos usuarios ven a los banners como altamente intrusivos en la navegación de un sitio, distrayéndolos del real contenido que es lo que ellos buscan en la página y consumiendo ancho de banda en la carga de la misma. El arquitecto del sitio deberá encontrar un balance entre lo que tiene que ganar para poder subsistir como un negocio de contenido web, pero a la vez intentando que sus usuarios queden lo más satisfechos posible con el contenido que se les da.

Análisis de Guía Oleo

Un vistazo a la empresa

Guía Oleo es una empresa que conecta a las personas con negocios ligados a la gastronomía. Cuenta con más de 150.000 de reseñas sobre restaurantes de Buenos Aires y sus alrededores. Estos comentarios son escritos por los usuarios de la Guía, que tienen el deseo de compartir su experiencia diaria en los establecimientos gastronómicos, y así dándose una voz a los consumidores y generando un “boca en boca” online. La información recolectada con los comentarios y con las puntuaciones que los usuarios dejan es útil tanto para otros usuarios como para los comercios. Más de 600.000 personas ingresan a la Guía y unas 60.000 utilizan la aplicación móvil por mes. El negocio se levanta sobre 3 pilares igualmente importantes: los usuarios que escriben y califican los restaurantes, los usuarios que leen esas reseñas y los restaurantes que son descriptos y calificados, y que, a su vez, son asiduos lectores y usuarios de la Guía.

Los *usuarios* que escriben los comentarios forman la comunidad Oleo desde el año 2003. Comenzó siendo una guía únicamente de la Ciudad de Buenos Aires, pero hoy cuenta con sitios en la Costa Argentina, el Gran Buenos Aires, y próximamente se agregarán Córdoba, Mendoza y otros puntos de importancia gastronómica de la Argentina.

Los *consumidores* de los comentarios también forman parte de la comunidad, pero desde una posición pasiva. La realidad es que los comentarios de otra gente que ya experimentó la situación de comer en un determinado lugar hacen que se puedan evitar malos momentos, o ganar otros buenos. Cada día, miles de personas visitan el sitio para saber dónde ir a comer. La fuerza de la marca de Guía Oleo y la calidad de las calificaciones y comentarios hechos permitió que en los casi 10 años que se encuentra online, no haya tenido que recurrir a gastos en publicidad para conseguir tráfico.

Los *negocios gastronómicos* cuentan con servicios gratuitos y pagos para contactar a los usuarios de la Guía en el momento en el que éstos se encuentran decidiendo dónde irán a gastar su dinero.

Uno de los principales factores del éxito del sitio es el poder que tiene el concepto de una red comunitaria. La Guía permite a sus usuarios encontrar el establecimiento que estaban buscando. Cuanta más gente utiliza la plataforma, se generan más críticas y comentarios y, con cada comentario que un usuario realiza,

el contenido del sitio se vuelve cada vez más rico, atrayendo así cada vez más usuarios, realimentando la plataforma de comentarios (se genera un lazo reforzador). Este crecimiento en el tráfico de usuarios hace que la empresa pueda proponer a los negocios gastronómicos propuestas de valor al momento en el que éstos quieren llegar con avisos a los usuarios de forma económica y sencilla de utilizar.

Por otro lado, la empresa se encuentra actualmente extendiéndose a otros horizontes, entre ellos la telefonía móvil. La aplicación de Guía Oleo fue descargada por 40.000 personas desde su lanzamiento en las plataformas más populares de teléfonos inteligentes. La empresa sabe que allí es donde está el futuro de la comunicación online y donde se tienen que enfocar para llegar a sus usuarios próximamente. Esteban Brenman, uno de los dueños de la empresa, afirma: "... si te pensás como una página de Internet no sirve, porque ahora está todo en mobile (...). Hay que hacer todo al mismo tiempo y canibalizarte (...). Nosotros hicimos las aplicaciones mobile, pero no sabemos todavía cómo hacerlo redituable. La gente que entra a Oleo a través de la aplicación mobile, no se 'come' ninguno de los banners que están en el sitio. ¿Y dónde está el rédito? No lo sé, pero si no lo hago yo, lo va a hacer el vecino. Después veremos como de eso sale un negocio. Todo lo que la gente perciba que tiene algún valor, en algún momento se lo va a poder hacer monetizable. Pero te tenés que auto canibalizar, sino te canibaliza otro".

A partir del crecimiento de los usuarios y los productos que ofrece la empresa, se notó un significativo aumento en el tráfico, las reseñas, la información sobre los establecimientos y las cuentas de los negocios que deciden pautar de alguna forma en el sitio.

Para nombrar sólo algunas estadísticas, la Guía tiene más de 150.000 reseñas a la fecha, creciendo un 21% respecto del año anterior. Aproximadamente 600.000 personas únicas la visitan por mes, con un crecimiento de 10% respecto del año anterior. Cuenta con información sobre 5000 negocios gastronómicos de los que 100 tienen cuenta con la empresa (es el primer año del negocio relacionado con restaurantes) y pautan intentando conseguir nuevos clientes cada día.

La empresa genera sus beneficios principalmente de la venta de publicidad online a negocios que no necesariamente se encuentran ligados a la gastronomía, pero que notan la audiencia y el tráfico del sitio, y piensan que pueden obtener un gran beneficio al mostrarse en la Guía.

La industria

Cada día, millones de personas toman decisiones sobre dónde gastar su dinero. En los últimos años el dinero invertido en publicidad online, con el objetivo de capturar el dinero de esas personas, aumentó notablemente. La forma de conexión con el usuario online puede ser focalizada de una forma mucho más exacta que a un consumidor que ve un aviso en un periódico o en un cartel en la vía pública.

Con el crecimiento de Internet, las críticas online se convirtieron en una fuente de información habitual para cada vez más personas. Un estudio del 2011 de Cone Communications, una empresa consultora de marketing y relaciones públicas estadounidense, informó que el 87% de los encuestados respondió positivamente cuando se le preguntó si habían tomado en cuenta reseñas online al momento de realizar una compra, y el 64% dijo que ingresaba regularmente a Internet para leer comentarios o críticas de usuarios o consumidores.

Como se dijo más arriba, en la última década el mercado de publicidad para negocios atravesó grandes cambios. Los consumidores que en el pasado consultaban las Páginas Amarillas, periódicos o revistas para conseguir información de sus intereses, ahora se vuelcan cada vez más a los contenidos online. Al moverse los consumidores, los negocios también transfieren sus inversiones en publicidad de los medios offline a los online.

Gracias a la tecnología, actualmente la migración se está produciendo desde lo online a lo mobile online. Es decir, que los avisos están nuevamente migrando de los sitios web a sus versiones móviles. La posibilidad de contar con la ubicación precisa del usuario al momento de la consulta hace que la publicidad pueda ser no solamente focalizada a los gustos del usuario, sino también teniendo en cuenta el lugar donde se encuentra dentro de la ciudad. Esto también ocurre dado que las computadoras de escritorio se han comenzado a dejar de utilizar para dar lugar a los teléfonos inteligentes, tablets y otros dispositivos móviles que hacen más sencilla la consulta para el usuario.

Los usuarios eligen Guía Oleo

Guía Oleo consigue a sus usuarios debido a que publica críticas, comentarios y puntajes de otros usuarios, que verdaderamente reflejan la calidad de un restaurante. De esta forma, pueden apreciar los listados de restaurantes

que son ordenados por esta forma de puntuación y así no pasar un mal momento cuando quieren salir a comer. La plataforma de Guía Oleo es gratis y sencilla de usar para cualquier persona que navegue a través de Internet.

La Guía contiene textos que repasan los detalles que la gente valora: el usuario que salió a comer a un restaurante considera, generalmente, los mismos detalles que el que lee su comentario hecho sobre el establecimiento. La información obtenida de los usuarios hace que la Guía pueda proveer a la gente no sólo información sobre los sitios, y los comentarios de las personas, sino también la posibilidad de conectar a los usuarios con gustos similares, de recomendar restaurantes según los votos hechos por el usuario (Columna de “Si te gusto este restaurante, también te va a gustar esto otro”) o de recibir mails de recomendaciones de usuarios y nuevos lugares que puede llegar a apreciar el receptor del correo electrónico.

La credibilidad de los comentarios de la Guía es uno de los activos intangibles más importantes con los que cuenta. Se asegura que todos los comentarios son realizados por usuarios con un perfil completo de su persona: existen métodos que utiliza la empresa para la detección de comentarios falsos (generalmente realizados por los mismos dueños de los restaurantes o bien por dueños de otros que realizan comentarios negativos infundados) y también para los que cuentan con palabras de uso innecesario para una crítica gastronómica o denuncias sanitarias. Se provee además la posibilidad de que el restaurante tenga un derecho a réplica de los comentarios negativos que realicen los clientes del mismo.

La aplicación móvil, como ya se dijo, va a ser la pata fundamental en el futuro de esta empresa, y en general en todas las de contenido en Internet. La gente cada día deja de usar más las computadoras de escritorio para comunicarse e ingresar en la red de Internet a través de sus teléfonos celulares. La aplicación de Guía Oleo permite combinar toda la información de la actividad del usuario (sus comentarios, tipos de restaurantes que le gustaron y otros) con su posición al momento de la utilización del teléfono, por lo que se le puede realizar una recomendación más acabada.

El negocio que es Guía Oleo

Guía Oleo es el portal gastronómico con mayor tráfico en la Argentina. Es por eso que los restaurantes consideran de vital importancia aparecer destacado y bien puntuado en el sitio. Restaurantes de calidad que no tenían la posibilidad de

invertir demasiado dinero en publicidad han llegado a tener un gran éxito debido a los comentarios de los usuarios, y el “boca en boca” que se genera dentro de la comunidad Oleo.

La plataforma permite a los comercios acceder a un gran número de usuarios que en ese momento están buscando donde ir a comer.

Existen dos clases de pautas en el sitio Oleo. Una es la común, que puede ser vía banners, email marketing o mismo la creación de sitios para la difusión de un producto nuevo. Estos no necesariamente tienen que ser relacionados con la gastronomía, pero generalmente lo son, dado que buscan la pauta relacionada con la plataforma.

La otra forma de pauta es un producto hecho por la empresa para los restaurantes. De forma similar a lo que se hablaba anteriormente del CPC, en el que el aviso se encontraba relacionado con una búsqueda del usuario, se creó la posibilidad de que los restaurantes paguen por apariciones patrocinadas en las búsquedas que ellos consideraran potencialmente útiles. La idea es que por una tarifa plana mensual, los restaurantes consigan espacios patrocinados en búsquedas que ellos decidan, en las fichas de otros restaurantes similares y otros espacios del sitio. De esta manera, podrán focalizar sus avisos a los usuarios que elijan restaurantes de un determinado tipo de cocina, en una zona o con alguna característica particular que el restaurante considere importante para la obtención de la atención del usuario. A los restaurantes también se les ofrece la posibilidad de participar de la compra colectiva online denominada Oleo Deals, donde todos los usuarios de Oleo se juntan para conseguir un descuento por cantidad a través del sitio. Esta plataforma no solamente ofrece descuentos gastronómicos, aunque son los considerados más importantes.

Las fortalezas de la empresa

Guía Oleo es, como ya se mencionó anteriormente, la guía más consultada por la gente en materia gastronómica. La fortaleza mayor recae sobre la cantidad y calidad de puntuaciones y comentarios hechos por los usuarios sobre los restaurantes de la Ciudad de Buenos Aires.

Además de esto, otros factores son importantes en el éxito de esta empresa. En primer lugar, podemos mencionar a la Comunidad Oleo, un grupo de más de 600.000 usuarios que cada mes ingresa en el sitio para comentar sus experiencias gastronómicas o para decidir dónde ir a comer. A su vez, los

restaurantes también forman parte de la comunidad, revisando constantemente las críticas que recibieron para intentar mejorar como negocio o bien para mostrarse a través de alguna de las formas de publicidad que Oleo ofrece.

Al mismo tiempo, se trata de la Guía más importante: no existe otra guía en la Argentina que sea tan completa como Oleo. La calidad de los comentarios y los puntajes no es alcanzado por ningún otro sitio en la actualidad. De esta manera, la mayoría de los usuarios que buscan donde comer, ingresan en Guía Oleo.

También es muy importante destacar el efecto de red conseguido por el sitio. Siendo la plataforma gastronómica más popular, hace que cada vez más gente ingrese y deje su comentario. Cuanta más gente utiliza la plataforma, más críticas se reciben y más importante es el sitio al momento de informar al usuario.

La fuerza de ventas y operaciones como la parte ingenieril del armado del sitio, es decir los recursos humanos, constituye uno de los activos intangibles más importantes de la empresa. Constantemente se intenta innovar y mantener el sitio lo más actualizado posible. Brenman, como se dijo anteriormente, asegura que el driver interno de su empresa es innovar y generar herramientas útiles para la gente.

Por otro lado, los comentarios hechos por los usuarios le permiten a la empresa tener costos de creación de contenido casi nulos. Basado en el modelo de generación de contenido y en la amplia gama de soluciones publicitarias para los anunciantes, Oleo pudo atraer un gran número de usuarios sin invertir en publicidad y un diverso número de empresas que veían como una oportunidad la pauta publicitaria en la plataforma.

Por último, Guía Oleo fue el primer sitio que permitió a los usuarios comentar sobre sus experiencias gastronómicas. Esto hizo que otros que intentaron copiar el modelo no pudieran quitarle tráfico dado que los usuarios de Internet al buscar sitios para comer siempre llegaran a Oleo para completar su decisión. Esto ocurre también por ser siempre el primer sitio que los buscadores más populares arrojan como resultado de una búsqueda.

Los riesgos

La compañía, a pesar de tener las fortalezas anteriormente mencionadas, también cuenta con determinados riesgos.

En primer lugar, desde sus inicios, la empresa nunca generó más beneficios que gastos, por lo que siempre fue una compañía deficitaria (esto, sin embargo, ocurre en general con este tipo de empresas). Los nuevos negocios en los que está ingresando le dieron una facturación que cada vez más se acerca al break-even point, pero si el crecimiento no es sostenido, entonces la empresa puede llegar a verse afectada en su performance y en su negocio en general. En el año 2011, la empresa llegó a una facturación de 2,5 millones de pesos, con 4 millones de pesos de gastos. La expansión que pretende llevar a cabo hacia el resto del país generará más gastos fijos, sin la seguridad de que también crezca la facturación. Se cree que se deberá invertir recursos financieros en los siguientes rubros:

- Desarrollo de nuevos productos
- Ventas y marketing
- Infraestructura de tecnología
- Expansión local y regional
- Administración general y mantenimiento de la información que tiene el sitio

Estas inversiones no necesariamente resulten en un crecimiento en la facturación, ni en el negocio. Si la empresa no puede mantener un ritmo sostenido de crecimiento y manejar los gastos en los que incurre, puede llegar a seguir siendo deficitaria y no llegar nunca a generar ganancias.

Por otro lado, más del 70% del tráfico de la Guía llega desde motores de búsqueda como Google, Yahoo o Bing. Si estos sitios cambian sus modos o algoritmos de resultados de búsqueda, entonces esto puede afectar seriamente el tráfico de entrada a la plataforma. Oleo consiguió a fuerza de sus usuarios y su popularidad, una posición determinante en el denominado SEO (Search Engine Optimization). Esto hace que la mayoría de los usuarios que buscan un sitio donde comer, terminen ingresando en Oleo, ya sea para conseguir datos del restaurante (dirección, teléfono), o bien para leer las críticas que obtuvo. Estos rankings (SEO) están afectados por un gran número de factores que sólo la empresa (Google) que los genera puede manejar. Este motor de búsqueda puede cambiar su algoritmo, metodología o ambos. Como resultado, los links a Oleo pueden descender posiciones, perdiendo así un importante porcentaje de su tráfico desde estas fuentes. También puede llegar a ocurrir que las empresas que poseen los motores de búsqueda puedan cambiar los rankings para mostrar siempre primero sus propios productos o servicios. Guía Oleo experimentó fluctuaciones en su posicionamiento de los resultados de búsqueda y, si bien nunca se movió de las primeras posiciones, nada asegura que esto no pueda suceder.

En tercer lugar, la dependencia de la valoración por parte de los usuarios de los puntajes y comentarios dejados por otros usuarios es un punto importante, ya que basta con una mala publicidad que empieza a divulgarse para que la gente deje de entrar en el sitio para irse a otro. El éxito de la empresa depende principalmente de la calidad del contenido que se muestra. Este debe ser de ayuda, actualizado, no contar con modificaciones hechas por los integrantes de la empresa u otros (se habló de los métodos para la protección de los comentarios), único y confiable. La pérdida de la confianza en el valor del contenido presentado por parte de los usuarios puede llevar a un decrecimiento del tráfico afectando gravemente el negocio de la empresa. Si los usuarios de la Guía comienzan a notar una baja de la calidad del contenido pueden migrar sus comentarios a la competencia. Así es como comienza un proceso reforzador que termina por degenerar el contenido de Oleo y finalmente su flujo de usuarios diarios con los que cuenta actualmente.

El negocio, por su parte, depende de una marca fuerte. De la misma forma en la que un decrecimiento en la percepción del valor del contenido puede afectar seriamente el desarrollo de la empresa, si la marca Oleo no es mantenida, protegida e intensificada puede llegar a perder el lugar de visita obligada del usuario de Internet al momento de tomar una decisión para salir a comer. Se ha dicho en ciertos portales de Internet que existen personas con la capacidad de posicionar restaurantes dentro de Oleo. El dueño de la empresa asegura que esto es falso, pero el mero rumor puede llegar a damnificar la credibilidad de la Guía. Esto es algo que la empresa no puede permitir, dado que la credibilidad es la base sobre la que los usuarios la eligen.

Asimismo, es muy importante el mantenimiento de los aliados en publicidad. Existen varias empresas que realizan pautas en Oleo que no son las tradicionales (banners). Si bien hay un número de clientes que elige únicamente una determinada cantidad de impresiones o un envío a la base de correos electrónicos de Oleo, existen otros que prefieren llegar a participar más en el sitio. Creación de filtros de beneficios, aparición en la Home de Oleo, desarrollo de micro-sitios informativos son algunas de las soluciones que la empresa le da a sus patrocinadores. La habilidad de hacer crecer el negocio depende de la habilidad de mantener y expandir la base de anunciantes en la Guía. Para hacerlo, la empresa debe convencer a potenciales anunciantes de las bondades de los productos que se ofrecen, incluso a aquellos que no se encuentran demasiado familiarizados con la publicidad online. Por otro lado, el producto para los restaurantes se transformó en una porción publicitaria importante en la que el futuro de la empresa se basará en parte. Si los restaurantes que publicitan en Oleo no ven resultados tangibles en su cantidad de comensales, van a comenzar

a quitar su inversión en publicidad del sitio. Esta posibilidad existe, ya que la empresa no puede obligar a los usuarios a comer en un lugar porque va en contra de la filosofía de la misma. Lo que sí se puede hacer es ubicar en los resultados de las búsquedas de los usuarios, a los restaurantes que publicitan en Oleo y que a la vez responden a lo que el usuario está buscando.

La expansión en otras zonas del país o de la región conlleva un riesgo importante. La capacidad de entender las zonas a las que la empresa pretende expandirse es vital para el éxito del proyecto. Otras zonas no tienen las mismas costumbres que las que se tienen en la Ciudad de Buenos Aires, no tienen el mismo porcentaje de acceso a Internet ni el hábito de utilizarlo para tomar decisiones. A diferencia del tráfico obtenido casi sin la necesidad de invertir en publicidad, en otras zonas probablemente sea importante una inversión de esta naturaleza para pretender un éxito temprano, especialmente cuando se trata de otros países de la región, en donde la competencia es más importante que en otras provincias. El riesgo aparece cuando la posibilidad de que esa inversión no obtenga el retorno esperado, no solamente porque son mercados desconocidos, sino también porque el tráfico que se puede obtener en el interior del país es muy inferior al de la Capital Federal.

Como ya se ha mencionado, mucha gente utiliza teléfonos inteligentes u otros dispositivos móviles para buscar información en internet. Si la empresa no desarrolla soluciones útiles para los usuarios que a la vez generen facturación, el negocio sufrirá en tráfico y finalmente en los beneficios de la empresa. Si los usuarios dejan de utilizar el sitio para sus consultas, los anunciantes también querrán migrar sus avisos a las plataformas móviles. Así, se deberán encontrar soluciones en donde se pueda mostrar avisos en las aplicaciones móviles que a la vez no resulten invasivas para los usuarios. Es necesario tener un balance entre lo que se puede mostrar como publicidad para generar facturación a partir de las aplicaciones y no molestar a los usuarios para que continúen utilizando la plataforma móvil. El éxito de las aplicaciones también depende de las calificaciones que les den los usuarios en los mercados de aplicaciones y consecuentemente, la ubicación en los resultados de búsqueda de aplicaciones que tenga la de Oleo respecto de otras que sean competencia.

Es posible que la competencia se intensifique en el futuro. Actualmente, como ya se ha dicho, Guía Oleo es la plataforma más consultada a la hora de la decisión de donde ir a comer, pero existen otras plataformas similares en el mundo que hacen exactamente lo mismo. En Brasil, kekanto.com es la más consultada y es sabido que en poco tiempo realizará su desembarco en el país. Yelp es también una plataforma similar a Kekanto, pero ubicada en los Estados Unidos, y también podría realizar una expansión a Latinoamérica. Cualquiera de

las dos representaría un desafío para la empresa, que nunca tuvo un competidor de ese calibre. Otra empresa que puede ser un competidor potencial es Google. La funcionalidad de Google Maps ahora permite a los comercios agregarse a los mapas, tener una ficha con la información y ser calificados por los usuarios. Esto generaría un problema grande si Google comienza a mostrar como primeros en los resultados de búsqueda a sus contenidos en lugar de los de Guía Oleo, que históricamente se ubicaban primeros por la relevancia que le habían dado los usuarios.

Otro riesgo a tener en cuenta es el hecho de que el éxito del sitio, como el de cualquier otra empresa, está ligado a la situación económica mundial, y especialmente de la Argentina. Al ser una empresa que vive principalmente de la publicidad, cuando la economía mundial no tiene condiciones favorables, entonces las empresas dejan de invertir dinero en publicidad. La prioridad que le dan las empresas a la publicidad online es todavía muy baja y es probablemente de donde se recorta primero el presupuesto publicitario. Las crisis económicas también impactan en la población general, que también pueden dejar de salir a comer afuera, resultando no sólo en un menor tráfico del sitio, sino también en la facturación de los restaurantes que forman parte de los clientes de Oleo.

Al mismo tiempo, como ya se explicó anteriormente, existe una tensión constante entre hacer un sitio que provea al usuario la mejor experiencia posible y que también genere beneficios. En general, los beneficios son a costa de la publicidad, que suele molestar a la navegación de un sitio. De esta forma, una empresa que sólo se preocupa por alguna de las dos, va a terminar perdiendo la que descuidó. Se puede pensar esta dinámica como un conjunto de lazos (reforzador + balanceador) que busca la estabilidad. Se busca llegar a un nivel de publicidad en el sitio que no atente contra el deseo del usuario de volver a consultar a la plataforma.



Figura II. Sistema sin demora en publicidad.

Como se puede ver en la figura de la izquierda, existe, en primer lugar, un lazo reforzador, viendo que a mayor nivel de satisfacción por parte de los usuarios, habrá más tráfico en el sitio. Esto, considerando lo explicado anteriormente respecto a que una comunidad cada vez más grande es

cada vez más atractiva, aumenta la satisfacción del usuario.

A su vez, vemos un lazo balanceador: gran cantidad de tráfico en el sitio, más la necesidad de generar dinero, hace que suba la cantidad de avisos que pueden ser mostrados. Lo que sucede es que a mayor cantidad de avisos, baja la satisfacción del usuario, y con esto, el tráfico del sitio.

Diferente fue el caso de la empresa Facebook. Este sitio, que es hoy en día la red social más importante del mundo con 845 millones de usuarios activos (a febrero de 2012), utilizó el conjunto de lazos de una manera distinta e innovadora. En la película de 2010 *La Red Social*, hay una escena en la que la empresa que los dos amigos acaban de lanzar comienza a tener éxito. El personaje de Eduardo Saverin, CFO del



Figura III. Sistema con demora en publicidad.

emprendimiento propone comenzar a generar dinero a través de publicidad, a lo que su amigo Mark Zukerberg le responde que si comienzan a publicitar en el sitio, el mismo dejaría de ser popular. Facebook consiguió, a partir de la satisfacción del usuario con la red social, un tráfico que nunca antes se había percibido en un sitio web. Ese tráfico invitaba a otros que no conocían la plataforma a agregarse a ella, formando parte de lo que ya todos sus conocidos visitaban a diario. Rápidamente, se comenzó a percibir como rara a una persona que navegaba por Internet y no contaba con un usuario hecho en Facebook. Pero la realidad muestra que no fue la eliminación de un punto del lazo, sino la aplicación y el buen manejo de la **demora**, lo que hizo exitoso a Facebook. En este caso, el creador de la red social, Mark Zukerberg vio desde un principio y pudo manejar la demora para colocar anuncios en su sitio en el momento indicado y no antes. Actualmente, Facebook cuenta con la base de datos más extensa de toda la red, con usuarios que deliberadamente completan sobre sus intereses permitiendo así a la red social armar un perfil de target publicitario mejor definido que cualquier otra plataforma de Internet. La **demora** en el caso de Guía Oleo puede resultar peligrosa porque el impacto de la cantidad de avisos en un sitio en la satisfacción del usuario tiene una demora que si no es tratada con cuidado, el nivel de avisos puede generar un daño difícil de reparar en el tráfico del sitio.

La tercerización de ciertos trabajos, por su parte, siempre trae problemas aparejados. Guía Oleo tiene una estructura de empresa pequeña, a pesar de su importancia dentro de las plataformas de Internet en la Argentina. Esto hace que

para muchos cambios e innovaciones necesite la contratación de terceros (empresas ajenas a Guía Oleo S.A.). Esto ocurrió para el desarrollo de todas las aplicaciones móviles y grandes cambios en el sitio. El problema se genera principalmente por la comunicación y la dedicación que se le da a los trabajos. Si bien una empresa que le terceriza un trabajo lo hace con total profesionalismo, no es con el mismo detalle que le puede dar un empleado o un dueño de la empresa, tanto porque siente la responsabilidad de estar alineado con los objetivos de la empresa y el resto del equipo, como porque la presencia en el ambiente de trabajo es también un elemento clave para que los desarrollos de mejoras sean todos en la misma dirección y no en direcciones simplemente similares. Además de estos problemas, siempre puede ocurrir que estas empresas con las que se terceriza cambien sus honorarios, sean cerradas temporal o definitivamente, o simplemente las relaciones dejen de ser buenas (en general esto puede ocurrir por diferencias en la calidad de los trabajos hechos). En estos casos, el tiempo que se tarda en conseguir nuevas empresas genera no sólo una demora en el funcionamiento correcto de la plataforma, sino que cuando se encuentra una con la que se llega a un entendimiento, entonces todo lo que había hecho su predecesora resulta erróneo. De esta forma, se comienza a trabajar de nuevo en cosas que ya fueron trabajadas, generando así tiempos ociosos que no van a poder recuperarse.

Además, el hecho de que los contratos que se firman tanto con las empresas que quieren pautar en Oleo, como los de los restaurantes que participan en el pago por impresión en los resultados de búsqueda, sean de un mínimo de 3 meses hace que el impacto de negativas en las renovaciones no sea percibido en el momento en el que esto ocurre, sino meses después. De esta forma, la empresa debe contemplar esta demora en el impacto de los beneficios para no ser sorprendida con los costos fijos que tenía cuando los contratos se encontraban activos.

Por último, se debe tomar en cuenta el riesgo de la propiedad intelectual y propiedad de los contenidos. En Internet no se encuentra todavía bien reglamentada la propiedad sobre contenidos, y estos pueden fácilmente robarse de sitios que no tengan estrategias de seguridad que los protejan. El tráfico del sitio puede disminuir si otros sitios copian información de la plataforma de Oleo y la publican como propia o la juntan con información que ya tienen. No es raro que otras empresas intenten obtener contenidos del sitio para enriquecer los propios. Cuando esto sucede, los usuarios pueden dejar de consultar Oleo, para consultar otras plataformas. Sin embargo, este riesgo se encuentra ya mitigado, ya que el CEO de la empresa explica que cuentan con “un sistema para prevenir esto”, a partir de cierta información que es deliberadamente falsa y, de ser copiada, es muy fácil probar que están también copiando el resto de la información.

Además de los contenidos, es importante la protección de la marca. Para una empresa como lo es Guía Oleo, el branding es algo fundamental. La credibilidad del usuario en los comentarios que lee en la Guía es la base fundamental del éxito de la misma. Constantemente, hay trabajadores que navegan la red para encontrar, en redes sociales fundamentalmente, críticas a la Guía. Esto no es con el objetivo de comenzar una discusión con el usuario que tiene una queja o molestia de alguna naturaleza, sino que el objetivo es intentar ayudarlo si fuera posible y/o cambiar el problema encontrado en el sitio.

Generación de ganancia en Guía Oleo

La empresa genera ganancia a través de la publicidad. Esta puede ser dividida en 3 categorías diferentes: avisos de empresas, avisos de restaurantes y otros servicios, los cuales incluyen Oleo Deals y acuerdos con empresas.

Los avisos de empresas son aquellos en los que una empresa que puede o no estar ligada a la gastronomía, realiza para publicitar nuevos productos o servicios, a través de banners o campañas de email marketing.

Los avisos de restaurantes aparecen cuando los establecimientos gastronómicos contratan el servicio denominado Oleo Control. Este servicio le provee al restaurante una determinada cantidad de impresiones en los resultados de búsqueda que ellos decidan. Así, pueden aparecer en las búsquedas de los usuarios que a ellos más les interesen, ya sea por la zona de su preferencia o el tipo de cocina que buscaron.

Se genera también facturación mediante servicios como el de Oleo Deals. Este servicio nace de una alianza que la empresa hace con la brasilera Pez Urbano. Mediante el acuerdo, se crea un nuevo espacio virtual de ofertas de compra colectiva. La facturación se divide entre las empresas aliadas, pero representa otra rama de la facturación de Oleo.

Además de este servicio, se provee de otros a empresas que tienen el interés de mostrar sus nuevos productos de manera diferenciada. Esto sí ocurre generalmente con empresas ligadas a la gastronomía como pueden ser Oliovita (marca de aceite de oliva) o Nespresso (café), que contratan a la empresa para que les genere filtros diferenciados en el buscador de Oleo, o bien el desarrollo de sitios promocionales de la marca que son luego difundidos entre los usuarios de la Guía.

Los indicadores clave

Las empresas de Internet tienen como indicadores más importantes a aquellos que generalmente se obtienen de la herramienta Google Analytics, o bien de consultoras privadas como pueden ser comScore o Certifica. De una forma u otra, los sitios evalúan su performance a partir de los siguientes indicadores clave:

Visitas únicas: son aquellos usuarios que ingresan al sitio, pero son contabilizados una sola vez independientemente de la cantidad de veces que ingresaron. Cuando la herramienta de Google Analytics contabiliza las Visitas, no diferencia si son del mismo usuario, sino que cuenta todos los ingresos al sitio. Por ejemplo, una persona que ingresa una sola vez desde diferentes computadoras es considerada como dos visitas únicas y dos visitas. Una persona que ingresa dos veces con la misma máquina, es considerada como solo una visita única, pero como dos visitas.

Páginas vistas: es la cantidad de impresiones que tuvo el sitio en un determinado periodo de tiempo. Este será el stock que tenga la empresa para ofrecer sus espacios de banners, ya sean estos para CPC o para CPM. El stock a ofrecer a las empresas que quieran ubicar sus anuncios en Oleo se proyecta a partir de datos pasados, tal como lo explica su fundador, Esteban Brenman: “un poco lo hacemos cuando presupuestamos, estimamos publicidad en base a los pageviews y el stock que vas a tener. Dependiendo del crecimiento que tuvimos el año anterior, y considerando el crecimiento de la industria, lo tratamos de extrapolar y podemos hacer alguna proyección.

Las visitas marcan el paso del resto de los indicadores. Porque para un inversor o un accionista, es lo más lógico, pensar que las visitas van a aumentar de tal o cual forma, entonces más gente se va a conectar, más gente que está conectada va a adquirir el hábito de buscar algo en Internet antes que preguntarle a un amigo, la gente pasa más tiempo conectada, entonces el tráfico va a subir, entonces, voy a poder venderle más publicidad a las marcas, entonces se van a registrar mas usuarios, entonces vamos a poder hacer mas email marketing, luego a los restaurantes les voy a poder cobrar más porque voy a tener mas pageviews, todo se desprende un poco de ahí (...) la estimación formal de los datos la hacemos tomando los datos del pasado, como siempre. Extrapolando lo que sucedió antes, que es la peor manera de estimar. No hay nada en el pasado que te de una buena pista de lo que va a pasar en el futuro, pero debe ser lo más preciso que hay, por eso se sigue usando.”

Estos son los dos parámetros de mayor relevancia en la mayoría de los sitios. Sin embargo, existen otros indicadores que también son importantes, pero que depende de cada empresa de internet y su tamaño. Uno de los más importantes autores sobre las herramientas de Google Analytics es Avinash Kaushik¹⁹. Kaushik opina que los indicadores en los que se tiene que preocupar una empresa de Internet pequeña no son los mismos que los que tiene que ver una empresa grande. En su blog, muestra las diferencias por empresa y por categoría de las métricas. Las marcadas con negrita son las más relevantes para una empresa como Oleo:

Tamaño de la empresa	Adquisiciones	Comportamiento	Resultados
Empresa Pequeña, Mediana y Grande	Costo por adquisición	Porcentaje de rebote	Tasa de conversión macro
		Porcentaje de abandono a la hora de una compra.	
Empresa Mediana y Grande	CTR	Profundidad de la pagina	Tasa de conversión micro
		Lealtad	Valor de los objetivos por visita
Empresa Grande	Porcentaje de nuevas visitas	Eventos por visita	Días para la conversión
			Porcentaje de conversiones asistidas

Tabla I. Métricas relevantes en una empresa con sitio de internet.

El costo por adquisición no se remite únicamente a las empresas que venden por Internet. En el caso de las empresas de contenido, se refiere a los usuarios captados a través de una campaña, por lo general. Kaushik sostiene que es este un indicador clave para que empresas pequeñas no destinen recursos económicos valiosos a fuentes pagas que no tengan un CPA óptimo.

El porcentaje de rebote es la proporción (respecto de todos los ingresantes al sitio) de personas que ven una sola página y la cierran antes del minuto. Es importante para saber las páginas del sitio que deben ser eliminadas o mejoradas.

¹⁹ Avinash Kaushik es el autor de dos Best-Sellers: Web Analytics 2.0 y Web Analytics: An Hour A Day, y el co-fundador y Chief Education Officer de Market Move, una compañía de educación de marketing online.

Este indicador da la información al sitio sobre las campañas que se le están mandando a los usuarios equivocados o el tráfico que se direcciona a sitios irrelevantes. En el caso de Oleo, el porcentaje de rebote es casi del 50%. Esto quiere decir que la mitad de la gente que entra al sitio ve una sola página, y se va antes del minuto de estadía en ella. El caso de Oleo es especial, dado que es mucha la gente que ingresa únicamente para consultar una dirección de un restaurante, el teléfono para realizar una reserva o el horario de apertura del mismo. De esta manera, no resulta ser un valor preocupante, pero sí para tener en cuenta para poder sacarle provecho por medio de campañas para que la gente vote cuando llega desde Google a la ficha de un restaurante en lugar de ingresar a la Home del sitio y buscar desde ahí.

La tasa de conversión macro se refiere a la cantidad de usuarios que finalmente terminan por comprar un producto (en el caso de tiendas online) o registrarse en un determinado sitio (sitio de contenido), respecto a la cantidad de avisos mostrados. Kaushik alienta a tener un control semanal de las fuentes de tráfico que tienen una tasa alta de conversión, con el objetivo de darles el mayor incentivo posible. Este indicador es más importante para las empresas que venden artículos por Internet, ya que pueden relevar de dónde llega la gente que puede realizar una cantidad de compras del producto por sobre el promedio. De esta forma, la empresa debe incentivar la llegada de esta clase de usuarios. En el caso de las empresas de contenido, la diferenciación de los usuarios no puede hacerse al momento del registro del mismo, sino después, cuando se analiza su actividad en el sitio.

El CTR (Click-Through Rate) es la cantidad de clicks sobre las impresiones que tiene una campaña de marketing, ya sea de banners o de un envío de emails. De esta forma, el CTR mide de una forma más profunda que el CPA (Costo por adquisición) la calidad de las campañas. Se puede diferenciar de cada 'creatividad' el éxito que tuvo, para así implementarlo en otras campañas. El CTR de Oleo es 0,23%.

Un porcentaje de los usuarios verán más de una página cada vez que ingresen al sitio. Ya se dijo que aproximadamente el 50% de la gente que ingresa a Oleo forma parte de la tasa de rebote (solo ve una página del sitio por visita, y durante menos de un minuto). A medida que la experiencia del usuario se haga cada vez más rica y la arquitectura de la pagina sea amigable para que el usuario se quede y la navegue durante un tiempo considerable (y por varias páginas), entonces es importante prestarle atención no solo al tiempo de estadía en la pagina por parte de los usuarios o las visitas promedio, sino también a la distribución de las visitas. Para un sitio de contenido se trata de un indicador importante, ya que impactará directamente en el stock de pageviews que tenga la

empresa para ofrecer. Pero más importante que eso es la noción de que el usuario que se quede en el sitio, pueda apreciar todo lo que se le ofrece para llegar a su decisión de ir a un restaurante con toda la información relevante. Así es como se arma el siguiente cuadro (se hace por mes, y en este caso se muestra el de los últimos tres meses) para notar la diferenciación de los que solo ingresan al sitio para relevar información del restaurante como su dirección o el teléfono, los que navegan hasta 4 páginas, probablemente analizando más de una posibilidad para su salida, y aquellos que profundizan aun mas su experiencia al navegar más de cuatro páginas, o bien porque se enteraron de alguna promoción que ofrecía la Guía, o porque le interesó algún artículo del blog de Oleo:

	Enero 2012	Diciembre 2011	Noviembre 2011
1 Pagina vista	48.48%	48.65%	51.13%
Hasta 4 paginas vistas	21.88%	28.01%	25.98%
Más de 4 paginas vistas	29.64%	23.34%	22.89%

Tabla II. Distribución de visitas en Guía Oleo.

El indicador anterior ayudaba a estudiar la profundidad de una visita de un usuario, pero el indicador de Lealtad permite ver el comportamiento en el tiempo de los usuarios, viendo cuál es el porcentaje de gente que vuelve al sitio luego de haber realizado una visita. Siendo un sitio que ayuda a los usuarios a decidir dónde ir a comer, podemos suponer que una persona común sale como promedio 1 ó 2 veces por semana a comer afuera. Es por eso que siendo que el 55% de los usuarios vuelven a ingresar a Oleo en una semana dada, y que casi el 70% de los usuarios vuelven a Oleo antes de que pase un día, la empresa puede estar tranquila de que los usuarios son leales al sitio y que un gran porcentaje de la gente que lo utiliza queda satisfecha con el contenido que se le ofreció.

La tasa de conversión micro analiza el porcentaje de gente que justamente no llega a completar el objetivo de la conversión. Esto puede ser útil para la empresa de contenido, para dilucidar dónde es que los usuarios abandonan el proceso de conversión, que en el caso de Oleo sería un registro.

El porcentaje de nuevas visitas le da al negocio una idea de la cantidad de usuarios nuevos que tiene. Es importante cuando se realizan campañas para conseguir usuarios nuevos. Si la empresa realiza estrategias de marketing para capturar usuarios que proveerán al sitio de nuevos pageviews y, consiguientemente, más stock para vender, entonces deberá estar atento a este indicador, ya que si no sube, querrá decir que la campaña no tuvo el éxito esperado.

Los días para la conversión son un indicador que ayuda a la empresa a ver la agresividad de sus campañas. Es un error intentar siempre convertir (registrar) al usuario en un único intento: es necesario hacerlo de la forma en la que ellos se sientan más cómodos. En el caso de Oleo, la conversión en realidad sí se produce, en general, al primer intento (más del 70% en los últimos 4 meses). Dado que únicamente deben dejar su email para registrarse es más sencillo que el caso de una tienda online, que debe convencer al usuario luego de algunas campañas de marketing.

Habiendo terminado con los indicadores relativos a la herramienta de Google Analytics, se pasará a comentar sobre indicadores más inherentes al sitio web que investigamos. Estos son la cantidad de comentarios realizados, la cantidad de negocios (restaurantes y bares) relevados y, finalmente, la cantidad de negocios con una cuenta en Oleo.

Los comentarios son todos los comentarios sobre restaurantes hechos desde la creación de la Guía en 2003 hasta la actualidad por usuarios identificables, que cada día agrandan su perfil gastronómico. Los usuarios tienen la libertad de escribir su experiencia en un restaurante o bar con el objetivo de que otros puedan informarse sobre los distintos establecimientos de la ciudad, no a través de la opinión de un crítico experto, sino de una persona igual a ella. En el año 2011, por ejemplo, Guía Oleo contaba con 129.137 comentarios. El crecimiento en la cantidad de comentarios es un driver importante del valor de la plataforma para los usuarios que buscan información sobre negocios gastronómicos locales y, a la vez, para los negocios que intentan mejorar su calidad para así atraer nuevos comensales.

La cantidad de negocios relevados es el número de establecimientos que fueron contactados por las operadoras de Oleo para confirmar la existencia del lugar y su ubicación. Adicionalmente, se le pide al dueño o encargado que informe a la Guía sobre un número de características que ayudarán al usuario a encontrar el lugar que está buscando. En la actualidad se llevan relevados 5208 establecimientos. No solamente es elemental contar con la mayor cantidad de negocios relevados por la información a brindar al usuario, sino que también es importante ya que se trata de potenciales clientes con una cuenta en Oleo.

La cantidad de negocios con cuenta en Oleo son aquellos restaurantes que, dada la salida del producto para los negocios gastronómicos, quisieron formar parte para ganar más clientes en sus establecimientos. Es decir, son los que cuentan con la posibilidad de aparecer entre los resultados patrocinados en el momento que un usuario realiza una búsqueda para un determinado tipo de restaurant. El año en el que fue lanzada esta propuesta (2011) fueron 100 los establecimientos que firmaron un contrato de por lo menos 3 meses con Guía Oleo para poder anunciar sus restaurantes en los resultados de búsqueda que ellos decidieran. Esto le da a la empresa un nuevo empuje económico, por lo que

se puede comenzar a soltar un poco de la atadura que la mayoría de las empresas de contenido tienen con la publicidad vía banners o email marketing. Además, da la pauta de la importancia que tiene la marca Oleo en el mercado gastronómico de Buenos Aires.

Guía Oleo como empresa de contenido de Internet

A partir de todo lo explicado anteriormente, de las características, fortalezas y riesgos con los que cuenta la compañía, se puede ver que Guía Oleo es una empresa de contenido de Internet que, como la mayoría de ellas, basa su facturación casi exclusivamente en la utilización de activos intangibles. Es verdad que cuenta con un lugar físico donde se trabaja, al igual que con una determinada cantidad de computadoras. Sin embargo, la valuación de todos estos activos no alcanza a igualar (ni remotamente) al valor total de la compañía. Además, tanto el edificio como las computadoras y los otros activos tangibles, pueden ser adquiridos por unas decenas de miles de dólares, y se puede montar exactamente el mismo espacio con el que funcionan las oficinas de Guía Oleo, pero se sabe que es considerablemente más complejo lograr el valor que tiene la compañía en sí misma.

Como se mencionó, los recursos humanos, la marca, la lealtad del cliente y su sentido de comunidad, y los listados únicos con los que cuenta, entre otros, son los activos intangibles que realmente hacen de la empresa lo que es hoy, y los que en última instancia definen su valor. Esto se debe a que estos activos determinan cuán favorables serán los resultados de los indicadores, como el tráfico que tendrá el sitio, es decir, los pageviews y los visitantes únicos, así también como el tiempo que se quedarán en la página y las veces que volverán, entre otros. Dado que estos indicadores son los que permiten a la empresa cobrar más o menos por la publicidad, o a los negocios que desean invertir en la página (ya sea a través de publicidad de su marca y/o producto, o mediante resultados patrocinados), entonces también decretarán la facturación de Oleo.

Valuación de los activos intangibles de Guía Oleo

Fórmula para la valuación

Como ya sabemos, la forma clásica para valorar cualquier tipo de activo es llevar al presente los flujos de caja futuros que generará dicho activo. Este concepto no es distinto para los activos intangibles, aunque, según Santiago Ardissonne, dicho flujo de fondos no se hace al infinito, sino aproximadamente a tres años: “No es necesariamente al infinito, (...) depende de los sectores económicos, eso cambia. Hay sectores que te compran a (...) tres años. En general son negocios más riesgosos”. Considerando que los intangibles, como se vio, son activos altamente inciertos, es lógico considerar que el flujo de fondos para valorarlos se debe hacer a corto plazo (tres o cuatro años, considerando que el año actual, 2012, ya se encuentra comenzado).

En el caso de los activos intangibles en páginas de contenido de Internet, hemos visto, a través del estudio explicado en etapas anteriores de este trabajo, que resulta casi imposible generalizar una sola fórmula para valorar dichos activos para todos los sitios de este tipo. Como se vio, cada página es un mundo en sí misma, y no sólo tiene indicadores propios, sino que incluso si tienen muchos indicadores en común, en distintas páginas la relevancia que tiene cada indicador es diferente. Esto provoca que en la fórmula para valorar los intangibles tengan que aparecer los indicadores que importan, diferenciándola de las posibles ecuaciones para otros sitios.

Para Guía Oleo, como se dijo, existen un número de indicadores que pueden explicar su valor, como son las *Pageviews Promedio*, el *Average Stay Promedio*, los *Visitantes Únicos Promedio*, los *Visitantes Promedio* y los *Restaurantes con cuenta* que tiene la página.

Como se explicó anteriormente, tanto los *Pageviews* (es decir, las impresiones) como los *Visitantes* y los *Visitantes Únicos*, son los principales drivers y los indicadores de mayor relevancia para cualquier página de contenido en Internet, ya que son aquellos en los cuales se fijan principalmente los inversionistas. En este caso, el *Average Stay* es muy importante, ya que a mayor cantidad de tiempo de permanencia en la página de un usuario, mayor es la probabilidad de que vea las publicidades del sitio, subiendo el precio que se puede facturar por las mismas. Por último, la cantidad de restaurantes con cuenta hace que, por un lado, aumente directamente la facturación y, por el otro, sea más atractivo para los que publicitan en la página. La cantidad de comentarios en el

sitio también sería un indicador extremadamente relevante para definir la valuación de los intangibles, pero al ver los números correspondientes, se desprende que se puede construir como un porcentaje de los Visitantes Únicos de la página, por lo cual incluirlo sería redundante. Los valores históricos de estos indicadores pueden verse en los Anexos.

Es correcto considerar que aproximadamente la totalidad de la facturación que percibe Guía Oleo se debe a los intangibles, ya que no se vende stock físico, sino que lo que puede ganar el sitio sólo viene de la publicidad (que aumenta o disminuye a partir de los indicadores mencionados) o de restaurantes que pagan a Oleo por aparecer como resultados patrocinados. Por ello es que los indicadores (que en última instancia son los intangibles mensurables con los que cuenta la empresa) se utilizarán para predecir las facturaciones futuras.

En cuanto a los costos, encontramos que hay dos ramas de los mismos que impactan en la naturaleza de los intangibles. Por un lado, vemos que el capital humano es el intangible más importante con el que cuenta la empresa, y el que provoca que casi todo el resto de los intangibles pueda hacerse realidad, por lo cual se considerará que los sueldos son una de las partes de los egresos de los intangibles. Por el otro lado, es usual que Guía Oleo le pague a consultores externos para que releven datos de los restaurantes, aproximadamente tres veces por año. Estos consultores cobran, en promedio, dos veces el sueldo promedio que se paga dentro de la empresa.

Hasta el año pasado, Guía Oleo prácticamente no venía realizando publicidad, por lo cual los costos correspondientes a la publicidad son despreciables hasta el 2011. De todos modos, se sabe que, a partir del deseo de extenderse hacia el resto del país, la empresa tiene la intención de empezar a publicitarse en las ciudades o provincias adonde quiere entrar, con el objetivo de acelerar el proceso de conocimiento de la compañía, no solo a través del boca en boca (como ocurrió en la Capital Federal), sino también con un poco de publicidad. Ergo, se deberán considerar estos costos para la valuación de los intangibles.

Es importante aclarar que la empresa tiene la política de no vender a crédito, es decir, que todas las “ventas” que realiza, ya sea de publicidad o de enlaces patrocinados, las cobra dentro del mismo año en que se producen (hay algunos restaurantes que adquieren paquetes de patrocinio por 6 meses, pero incluso el pago que realizan se encuentra dentro del año en que adquirieron dicho paquete). En el caso de los costos ocurre algo similar: los gastos que tiene la empresa se abonan en el mismo año en que son devengados, ya sea los más regulares, como los sueldos, o los más puntuales como puede ser un curso de Javascript para el Jefe de Desarrollo (programador). Es por esto que se puede

considerar que el flujo de fondos generado por los intangibles es igual al beneficio operativo generado por los mismos, es decir, a la facturación menos los costos anteriormente mencionados.

Para la ecuación que define la facturación a partir de los indicadores, se utilizaron dos caminos posibles: por **regresión lineal** y a través de un **programa informático** especializado en determinar ecuaciones.

Regresión Lineal

Los datos históricos que se utilizaron para la proyección de la facturación, como se dijo, fueron los indicadores *Pageviews Promedio*, *Average Stay Promedio*, *Visitantes Únicos Promedio*, *Visitantes Promedio* y *Restaurantes con cuenta*. A partir de estos datos, lo primero que se hizo fue correr un análisis Macro, que revelara distintos indicadores estadísticos para cada modelo (es decir, las diferentes combinaciones posibles entre las variables para formar la ecuación), como el R^2 o la parsimonia.

Los modelos elegidos para analizar fueron aquellos que cumplen un número de condiciones: que el C_p sea mayor a $5 \cdot p$ (Condición 1), que el R^2 sea mayor a 0,6 (Condición 2) y que la parsimonia sea menor o igual a 4 (Condición 3).

Al realizar el análisis de regresión lineal para los modelos elegidos, se eligió el modelo para proyectar la demanda a partir de los siguientes criterios:

- Alto coeficiente R^2
- P-value menor a 0,05 (lo cual quiere decir que cumple con un nivel de confianza del 95%)
- Rango de valores (Upper 95%-Lower 95%) del mismo signo
- Coeficientes que tengan un signo coherente
- Significance F menor a 0,05
- Que tenga un ajuste aproximado a los valores reales
- PRESS y S^2 lo más chico posibles

Finalmente, luego de correr las regresiones para dichos modelos, resultó que el que mejor se ajustaba a estos criterios fue el que combinaba el Average Stay Promedio, los Visitantes Únicos Promedio y los Restaurantes con Cuenta. El modelo cuenta con un R^2 de 0,999639 y los tres coeficientes positivos, lo cual es coherente, ya que al aumentar estas variables, es lógico que aumente la facturación.

Luego de un análisis más minucioso de las variables que definen la ecuación, es fácil ver la coherencia del resultado, ya que, como dice Esteban Brenman, “las visitas marcan el paso del resto de los indicadores”, mientras que el Average Stay y los Restaurantes con Cuenta son los dos indicadores que no tienen ninguna relación con los Visitantes Únicos (los Pageviews y los Visitantes, si bien entregan información distinta, se relacionan de alguna manera con los Visitantes Únicos).

La ecuación resultante fue, entonces:

$$\text{Facturación} = 80,9819 * \text{Average Stay} + 0,0035 * \text{Visitantes Únicos Promedio} + 1,8078 * \text{Restaurantes con cuenta} - 924,415$$

Cabe destacar que esta fórmula entrega el resultado de la facturación en miles de pesos.

En la siguiente figura se puede apreciar el nivel de la estimación que genera esta ecuación, al compararla con los datos históricos:

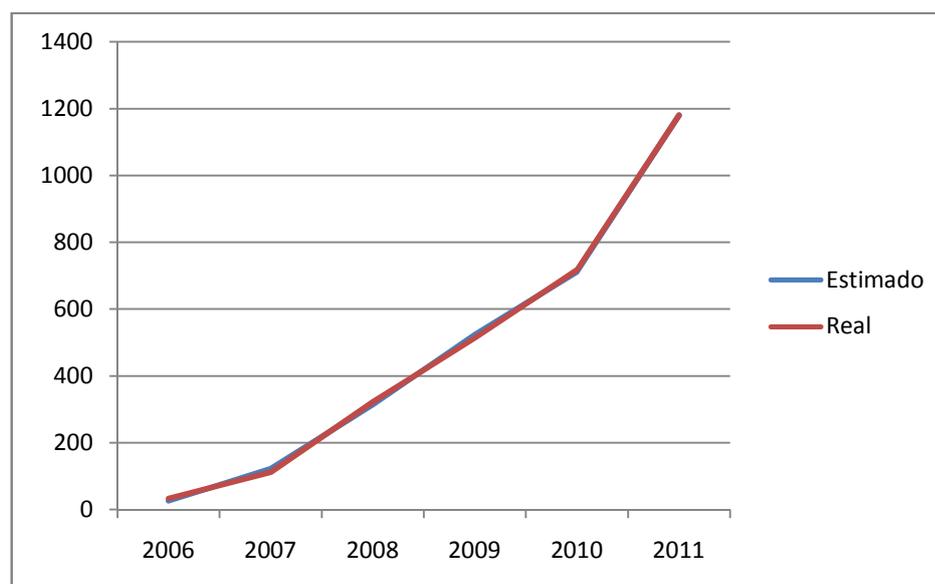


Figura IV. Comparación de los valores de la facturación (en miles de pesos) para los 6 años para la facturación real y la estimada (con regresión lineal).

Programa Informático Eureka Formulize

Eureka Formulize es un software informático que analiza datos y se ocupa de buscar patrones matemáticos escondidos en esos datos. Una de las opciones de este programa consiste en desarrollar una ecuación matemática a partir de una serie de datos correspondientes a variables y los resultados a los que se llegan con dichos datos.

Esta ecuación puede tener distintos niveles de complejidad, según la cantidad y tipo de operadores matemáticos que se utilicen (se pueden utilizar desde sumas y restas, hasta multiplicaciones, divisiones, funciones trigonométricas o exponenciales y logarítmicas). La ventaja de este método frente al de regresión lineal, se trata de que, evidentemente, en este caso no se restringe la fórmula a que sea una combinación lineal de las variables, pudiendo, en consecuencia, llegar a un mayor nivel de precisión (es lógico pensar que, a menos restricciones, el resultado al que se llega es más óptimo).

En el caso de la fórmula para calcular la facturación a partir de los distintos indicadores, se decidió que contara con sumas, restas, multiplicaciones y divisiones, con el objetivo de obtener una mayor precisión que en la regresión lineal. Sin embargo, no se incluyeron funciones trigonométricas (considerando que existe ningún tipo de ciclo en la función de facturación), exponenciales, logarítmicas, o ningún otro tipo de funciones matemáticas complejas, intentando mantener un cierto nivel de simpleza en la ecuación final.

Luego de correr la función del software para obtener la ecuación, se obtuvo una fórmula que incluye todas las variables analizadas (es decir, Pageviews Promedio, Average Stay Promedio, Visitantes Únicos Promedio, Visitantes Promedio y Restaurantes con Cuenta). Se puede ver que esto, comparando con la regresión lineal, le agrega complejidad a la ecuación, pero también suma varios grados de precisión, al ver que el R^2 , en este caso, es prácticamente 1 (incluso el programa informa que es 1). Por otro lado, en la fórmula también se evidencia que todos los coeficientes (exceptuando el independiente) son positivos, demostrando que cuando aumenta cualquiera de las variables, también aumenta la facturación, lógicamente.

La ecuación resultante es, finalmente:

$$\begin{aligned}
 \text{Facturación} = & 1,503 * \text{Restaurantes con cuenta} + 0,000005797 \\
 & * \text{Average Stay Promedio} * \text{Pageviews Promedio} + 13,68 \\
 & * \text{Average Stay Promedio}^2 + 0,0000009467 \\
 & * \text{Visitantes Únicos Promedio} * \text{Average Stay Promedio} \\
 & + 0,00000002462 * \text{Visitantes Promedio}^2
 \end{aligned}$$

Como en el caso de la Regresión Lineal, el resultado de esta fórmula está en miles de pesos.

En la siguiente figura se puede ver la precisión con la que esta fórmula estima la facturación:

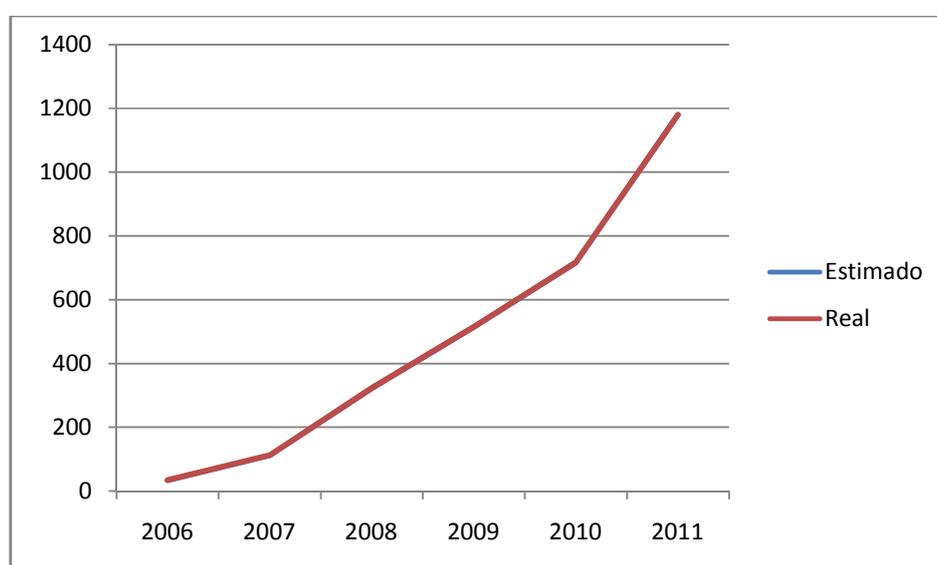


Figura V. Comparación de los valores de la facturación (en miles de pesos) para los 6 años para la facturación real y la estimada (con Eureka Formulize).

Proyección de los usuarios futuros de Guía Oleo

Para la determinación de los usuarios futuros que pueda llegar a tener la Guía, se utilizó una célula de difusión de boca en boca (Bass). El modelo que se plantea es uno en el cual existe una población, con una determinada cantidad de usuarios potenciales que, debido a una difusión de boca en boca entre los miembros de esa población, se vuelven usuarios. Este modelo (difusión impulsada únicamente por el boca en boca, sin publicidad) se utiliza únicamente para la primera sección de la guía, que estaba dedicada a la Ciudad de Buenos Aires.

El modelo presenta dos tanques conectados con un flujo. Los tanques representan a los usuarios potenciales de Guía Oleo y a los usuarios ya establecidos de la misma. Los datos de usuarios potenciales fueron obtenidos cruzando datos del INDEC sobre la población argentina con un informe obtenido del diario La Nación sobre la penetración de internet en las diferentes provincias (ANEXO I).

Al flujo que conecta a los potenciales con los usuarios se le da el nombre de conversión. Los parámetros que le dan valor a ese flujo de conversión varían entre la Ciudad de Buenos Aires y el resto del país. En Buenos Aires, la conversión estará regida por la adopción WOM o “Boca en boca” (WOM=Word Of Mouth). Esta adopción WOM tiene como parámetros involucrados a la relación entre los potenciales y los usuarios, ya que el encuentro entre los mismos es la situación en la que se puede llegar a dar la conversión. Para esto se utilizaron los parámetros de “contacto”, que representa la cantidad de personas con las que un individuo puede interactuar en el término de una semana y el de “fracción”, el cual determina la cantidad de personas que, luego de un contacto con un usuario, pasan de ser potenciales a usuarios. En el caso del resto de las ciudades del país estos parámetros no cambian, pero sí cambia el flujo de conversión al agregarse un término a la ecuación como sumando, que es el de la publicidad. En la apertura de nuevas ciudades, Guía Oleo define el agregado de publicidad para la más rápida incorporación de la marca al mercado. Si bien es un nombre conocido para la comunidad gastronómica en todo el país, para la gente que no está muy emparentada es difícil que le llegue a través del WOM. De esta forma, la velocidad de conversión crece al agregar un presupuesto de publicidad.

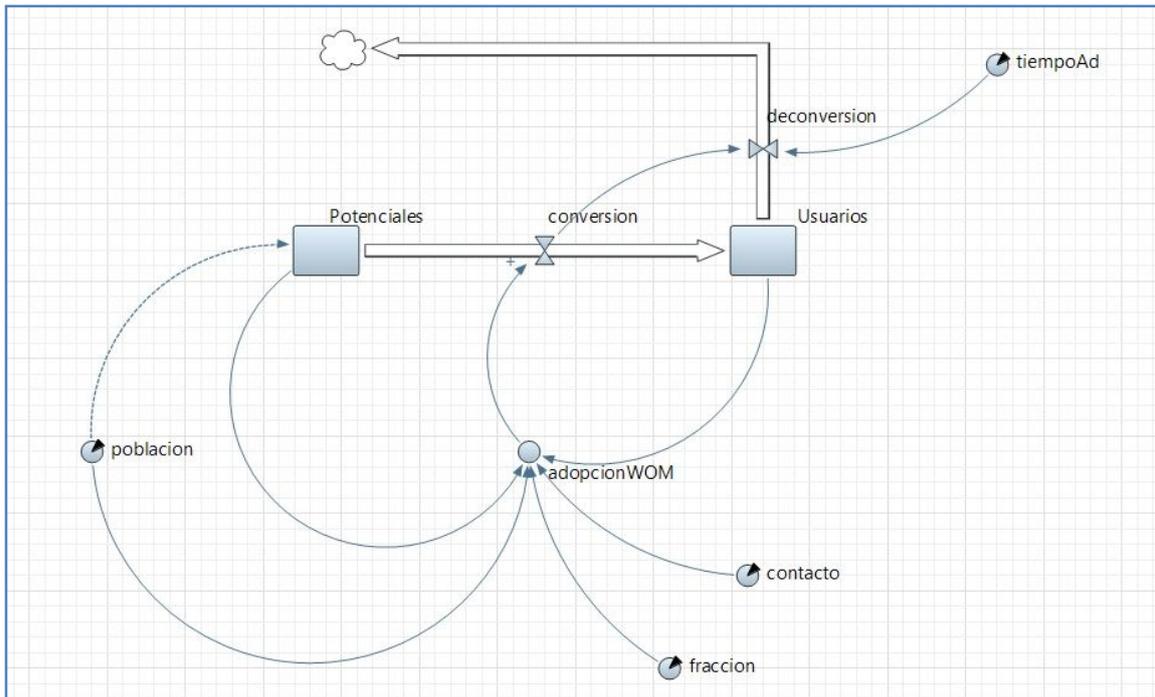


Figura VI. Flujo de usuarios en Buenos Aires.

Otra diferencia que aparece entre el caso de Buenos Aires y el resto del país es el de la publicidad dentro del sitio. En Buenos Aires, luego de 4 años, la empresa decidió comenzar a facturar, de manera que a fines de 2006 se comenzaron a ubicar banners dentro de las páginas de Oleo. Esto hizo que una cantidad de usuarios mostraran su descontento abandonando el sitio como usuarios, con el flujo denominado desconversión. Este flujo, como se comentó anteriormente analizando el ejemplo de la publicidad en Facebook y la influencia en los usuarios, cuenta con un delay o tiempo de implementación. En el caso de Guía Oleo, el delay fue de 4 años (la empresa nace en 2003 y a fines de 2006 se implementa el primer espacio de banners) para la pagina de Buenos Aires, cuando para el resto del país, la publicidad se implementó desde el primer momento. Esto hace que la cantidad de desconversos comience a quitar usuarios de la Guía desde el primer momento, en lugar de tener el delay que tuvo la Guía en Buenos Aires y que hizo del sitio un lugar práctico y libre de publicidad durante sus primeros años en los que solo ganó usuarios a través del WOM, y con una facturación negativa, al no contar con flujos positivos de dinero que ingresara en la caja de la empresa.

Se debe realizar la diferenciación entre las dos publicidades que se mencionan en el diagrama. La publicidad a la que se hace referencia como parte del término de conversión en las provincias agregadas luego de Buenos Aires es la que Guía Oleo realizará en medios como Google Adwords, y otras empresas de medios (AdNetworks) con presupuestos fijos. Estas campañas se hacen para generar un conocimiento masivo de la Guía en sitios que, como se mencionó anteriormente, resulta más difícil que se conozca a través del WOM. La publicidad a la que se hace referencia y que fomenta la desconversión de usuarios es por la que Oleo percibe una ganancia, ya que publicita a través de banners dentro del sitio, envíos de email marketing y otros.

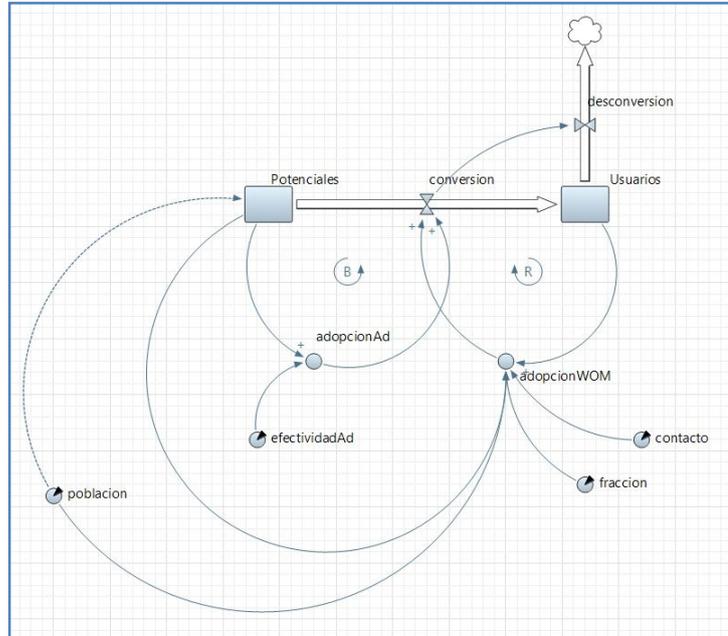


Figura VII. Flujo de usuarios para el resto del país.

Proyección de los indicadores

A partir de la obtención de la proyección hasta 2015 de los Usuarios de la Guía por año, se procedió a obtener las proyecciones de tres de los cinco indicadores utilizados. En primer lugar, se obtuvo un promedio de los últimos 6 años (2006 a 2011, incluyendo ambos) de la proporción existente entre los Visitantes Únicos Promedio mensuales y los Usuarios de la Guía. Esta proporción se aplicó para obtener la proyección de los Visitantes Únicos Promedio mensuales hasta 2015.

Del mismo modo, se calculó el promedio de la proporción entre los Visitantes Únicos Promedio y los Visitantes Promedio, así también como la cantidad de Pageviews por cada Visitante. Así, se obtuvieron las proyecciones (aplicando dichas proporciones) de los Visitantes Promedio y de las Pageviews Promedio.

Con respecto al Average Stay, en un primer momento se consideró hacer un promedio del crecimiento del mismo en los últimos años, para extrapolar y aplicarlo hasta el 2015. Sin embargo, se puede ver que entre 2006-2007 y entre 2007-2008 el crecimiento es mayor en ambos casos al 10%, mientras que para los últimos tres períodos, se estanca en valores entre el 1 y el 2%. Es por eso que se determinó aplicar un crecimiento anual del 2% entre el 2012 y el 2015 para este indicador.

Por último, Esteban Brenman afirma que esperan un crecimiento constante (al menos hasta 2015) de aproximadamente 50 restaurantes por año que hagan una cuenta con Oleo. Es por eso que se utilizó esta tasa de crecimiento para dicho indicador.

En la siguiente tabla se puede observar la progresión de los indicadores entre 2011 y 2015:

Indicador	2011	2012	2013	2014	2015
Pageviews promedio	3.696.711	5.562.715	6.042.328	6.170.482	14.161.581
Average Stay Promedio	4,97	5,07	5,17	5,27	5,38
Visitantes Únicos Promedio	428.033,1	483.714,2	525.419,7	536.563,5	1.231.442
Visitantes Promedio	638.380,5	758.055,6	823.414,6	840.878,7	1.929.861
Restaurantes con cuenta	103	153	203	253	303

Tabla III. Proyección de los indicadores (se incluye el 2011 como referencia presente).

Proyección de los Ingresos

Mediante la obtención de la proyección de los indicadores correspondientes a los activos intangibles hasta el año 2015, se puede estimar los ingresos con los que contará Guía Oleo hasta ese año. Esta estimación se puede realizar ya sea a través de la fórmula obtenida por Regresión Lineal, o por el programa Eureka Formulze. Volcando los valores de los indicadores en las fórmulas correspondientes, se consiguen los Ingresos correspondientes a los años 2012-2015.

Año	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos (Regresión Lineal)	1.180.000	1.352.031	1.557.934	1.655.771	4.175.128
Ingresos (Eureka)	1.180.000	1.737.303	2.099.023	2.268.148	10.043.742

Tabla IV. Proyección de los Ingresos.

En los siguientes gráficos se evidencia la progresión de los ingresos para ambos métodos:

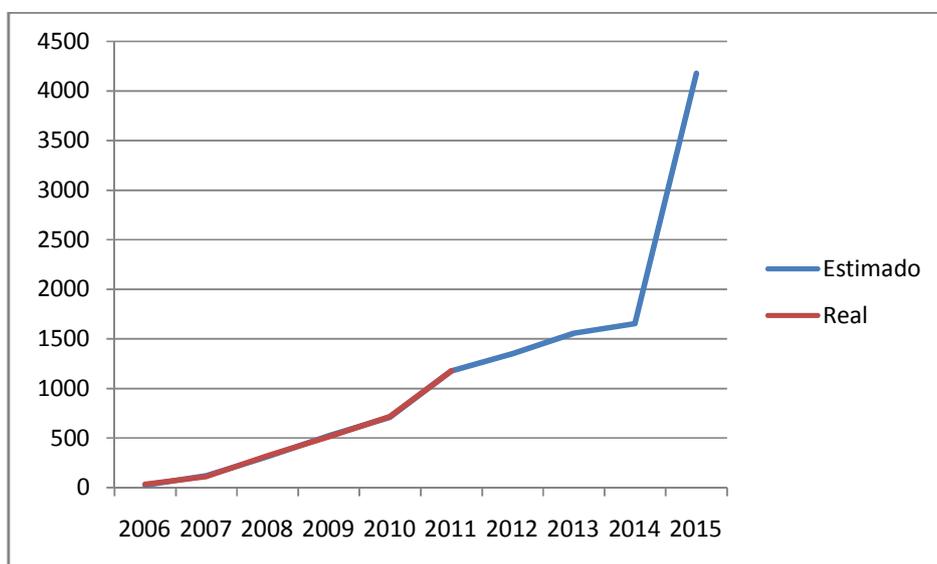


Figura VIII. Ingresos históricos y proyectados mediante el método de Regresión Lineal (valores en miles de pesos).

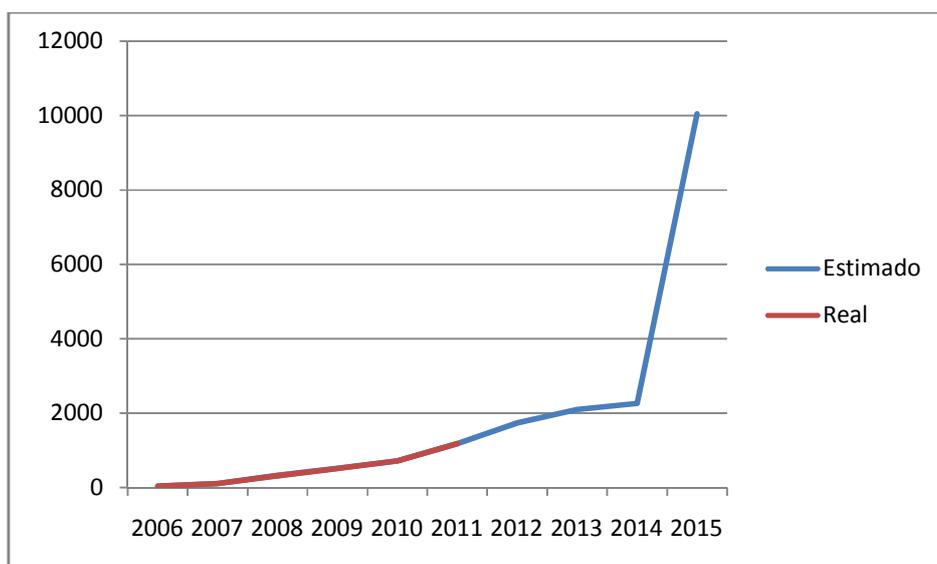


Figura IX. Ingresos históricos y proyectados mediante el programa Eureka Formulize (valores en miles de pesos).

Si bien se observa diferencias en los valores de sendos métodos (los proyectados por Eureka son en general mayores), en ambos casos se evidencia un aumento muy pronunciado de los Ingresos en el año 2015. Esto se debe a que se prevé que, en ese año, se extienda la red de Oleo a aquellas partes del país donde hasta ese momento no exista, sumando una gran cantidad de usuarios potenciales y, consecuentemente, una gran cantidad de usuarios (ya se explicó anteriormente este concepto).

Proyección de Costos

Como se dijo, los costos se dividen en los sueldos y en los pagos a consultores externos para relevamiento de datos.

Año	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Inflación (Fuente FMI)	10,90%	8,83%	8,59%	6,27%	10,46%	11,50%
Sueldos	48.526,94	74.592,84	104.922,29	128.933,30	190.236,90	266.379,20
Cantidad de empleados	7	10	13	15	20	25
Sueldo Promedio	6.932,42	7.459,28	8.070,95	8.595,56	9.511,84	10.655,17
Variación de sueldo promedio		7,60%	8,20%	6,50%	10,66%	12,02%

Tabla V. Progresión de los sueldos entre 2006 y 2011 (sueldos en pesos)

Al analizar la tabla V, podemos ver que el coeficiente de relación entre la inflación y la variación del sueldo promedio es considerablemente alto (levemente mayor a 95%), por lo cual es correcto considerar que los sueldos aumentan progresivamente con la inflación. La cantidad de empleados en los próximos años aumentará aproximadamente en 3 por año, según Esteban Brenman, considerando la expansión que tiene prevista la empresa.

Por lo tanto, la proyección para los sueldos de los próximos 4 años será la siguiente:

Año	2012	2013	2014	2015
Inflación (Fuente FMI)	11,78%	11,00%	11,00%	11,01%
Sueldos	333.477,70	409.820,30	498.941,16	602.718,70
Cantidad de empleados	28	31	34	37
Sueldo Promedio	11.909,92	13.220,01	14.674,74	16.289,70

Tabla VI. Proyección de los sueldos hasta el año 2015 (sueldos en pesos)

Con respecto al pago a consultores externos, se aclaró que se realiza tres veces al año, y que el costo es de aproximadamente dos veces el sueldo promedio, por lo cual la proyección para dichos costos será la siguiente:

Año	2012	2013	2014	2015
Sueldo Promedio	11.909,92	13.220,01	14.674,74	16.289,70
Gastos relevadores externos	71.459,51	79.320,06	88.048,44	97.738,17

Tabla VII. Proyección de los pagos a consultores externos hasta 2015 (en pesos)

Por último, debemos considerar las proyecciones de los gastos en publicidad. En este caso, se considera que consistirá en un determinado porcentaje de los ingresos anuales (5%), al pensar que, solamente si empieza a

conseguir usuarios (y por consiguiente más ingresos), podrá destinar recursos a la publicidad en las nuevas ciudades hacia donde se extienda la red de Oleo.

Valuación de los Activos Intangibles de la compañía

Una vez obtenidos los ingresos y egresos, se puede proceder a calcular los flujos de fondos futuros para Guía Oleo, y así también el valor presente, a través del descuento con la tasa WACC. El valor que se utilizó para esta tasa es el que utiliza la propia compañía, y consiste aproximadamente en un 21%. Este valor es relativamente alto, lo cual es lógico, ya que, como toda empresa de contenido en Internet, es considerablemente riesgosa, y además se encuentra en un mercado en desarrollo como Argentina, lo cual hace que aumente la prima de riesgo.

La progresión del flujo de fondos para la compañía (para los dos métodos de obtención de ingresos) se puede ver en las siguientes tablas:

Año	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos	1.180.000,00	1.352.031,17	1.557.934,33	1.655.771,44	4.175.127,99
Sueldos	266.379,16	333.477,73	409.820,31	498.941,16	602.718,72
Gastos relevadores externos	63.931,00	71.459,51	79.320,06	88.048,44	97.738,17
Gastos publicidad	-	67.601,56	77.896,72	82.788,57	208.756,40
Resultado Intangibles	849.689,84	879.492,37	990.897,24	985.993,28	3.265.914,70

Tabla VIII. Proyección (método de Regresión Lineal) del flujo de fondos generado por los Activos Intangibles de Guía Oleo entre 2012 y 2015 (valores en pesos).

Año	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos (Eureqa)	1.180.000,00	1.737.303,34	2.099.023,12	2.268.148,05	10.043.742,33
Sueldos	266.379,16	333.477,73	409.820,31	498.941,16	602.718,72
Gastos relevadores externos	63.931,00	71.459,51	79.320,06	88.048,44	97.738,17
Gastos publicidad (Eur)	-	86.865,17	104.951,16	113.407,40	502.187,12
Resultado Intangibles (Eur)	849.689,84	1.245.500,93	1.504.931,59	1.567.751,05	8.841.098,33

Tabla IX. Proyección (programa Eureqa Formulize) del flujo de fondos generado por los Activos Intangibles de Guía Oleo entre 2012 y 2015 (valores en pesos).

Ya se mencionó anteriormente que la valuación se realizará a partir del valor presente del flujo de fondos de los próximos 4 años (incluyendo el 2012, es decir, 2012, 2013, 2014 y 2015), considerando que en general se hace aproximadamente a 3 años, pero el 2012 ya se encuentra en su segundo trimestre.

Finalmente, se obtiene, aplicando la fórmula de valor presente, el valor de los activos intangibles de Guía Oleo, que resulta ser de \$ 5.059.750,07, si se lo calcula con el método de Regresión Lineal, y de \$ 10.875.439,59, si se realiza mediante el programa matemático Eureka Formulize. Estos resultados serán analizados en las Conclusiones de este trabajo.

Conclusiones

Luego de un extenso camino recorrido de análisis, teórico por un lado, a partir de investigaciones, lecturas y entrevistas, y práctico por el otro, mediante modelos empíricos para valorar intangibles, finalmente se llega a un estado en el cual se pueden extraer un determinado número de conclusiones relacionadas con lo visto.

En primer lugar, es menester decir que casi no quedan dudas de que los activos intangibles impactan en los beneficios que puede llegar a tener una compañía, evidentemente, en mayor o menor grado según el tipo de industria del cual se trata. De todos modos, podemos ver que, en los últimos años, el promedio de empresas se ve afectado por los intangibles en un modo (en casi todos los casos) mayor que por los activos físicos. Esto queda demostrado por diversos estudios empíricos realizados por especialistas en el tema y por la evidente commoditización de los tangibles.

Se puede aceptar que es casi una utopía pensar en un nuevo sistema alternativo, en el cual las empresas divulguen detalladamente la información respecto a sus activos intangibles. Esta sensación de que el sistema resulta una utopía se exagera si consideramos que nos encontramos en un país en desarrollo, donde la economía pega saltos permanentemente y sin previo aviso.

Sin embargo, es importante que las empresas, aunque sea internamente, empiecen a relevar sus activos intangibles, ya sea para conocer las posibilidades con las que cuentan y su potencial, o para determinar el valor que puede llegar a tener la compañía. Viendo hacia el futuro, a pesar de que la economía pueda enlentecerse, o los mercados tener caídas, es casi urgente que, para asegurar su subsistencia, las empresas empiecen a ser conscientes de la existencia de sus intangibles, y que puedan mantener el control, evaluar y gerenciar el riesgo de la inversión en este tipo de activos.

El énfasis ya no debe ponerse en conceptos superficiales y poco claros como la “Revolución de la Información” o la “Nueva Economía”, sino más bien en un análisis más serio de la economía de los activos intangibles y su rol en la creación de valor corporativo y el consecuente realzamiento del bienestar social.

Los gerentes, por su parte, deberían tener la capacidad de evaluar el Return on Investment del I&D, el IT, la marca, los entrenamientos de los empleados, y la actividad online, y de monitorear continuamente la eficiencia del despliegue de los intangibles.

Respecto al caso específico de las empresas de contenido de Internet, después de analizar exhaustivamente a la empresa Guía Oleo, se puede decir que el impacto de los intangibles para este tipo de compañías es uno de los más grandes entre los distintos tipos de industria. No sólo porque casi no cuentan con activos físicos, sino porque los intangibles son las que hacen avanzar hacia adelante.

Es evidente que la ausencia de los intangibles en los balances de esta clase de empresas no determina una irrelevancia. Estos balances muchas veces son manipulados e incluso tienen números “dibujados”, ya que se desconocen los verdaderos números de la empresa y se quiere sacar el mayor rédito de ello. Los inversores básicamente no prestan atención a los balances a la hora de decidir el destino de su capital, sino que tienen más en cuenta a los indicadores o a los intangibles, como el capital humano, entre otros.

En cuanto al método de valuación, si bien es necesario un método transparente para valorar intangibles, es evidente que es casi imposible encontrar uno genérico, o incluso uno para cada industria, ya que cada empresa cuenta con intangibles propios que deben entrar en la ecuación.

Los resultados de la valuación realizada en este trabajo demuestran que el resultado es coherente, ya que da del orden del número real del valor de Guía Oleo (el valor aproximado es conocido por los autores del presente trabajo, pero por motivos de confidencialidad, no se puede revelar, ni tampoco se considera necesario). Por otro lado, el resultado de la valuación realizada a partir del programa matemático Eureka Formulize es más cercano al valor real, lo cual es lógico, considerando que este programa tiene menos restricciones que la Regresión Lineal (que tiene como limitación justamente la linealidad), y por lo tanto una mayor precisión.

Los dos métodos de valuación presentados es sólo una de infinitas posibilidades, que pueden presentar diferentes modelos, diferentes variables, diferentes fórmulas y diferentes restricciones. Lo importante es que cada empresa pueda desarrollar el suyo propio, con la mayor exactitud posible. Como se dijo, esto es necesario para una economía más seria y precisa, y para que las empresas tengan mejor conocimiento del valor que representan.

ANEXO I

Proyecciones de usuarios de Guía Oleo

Grafico de usuarios potenciales y usuarios para Guía Oleo Buenos Aires:

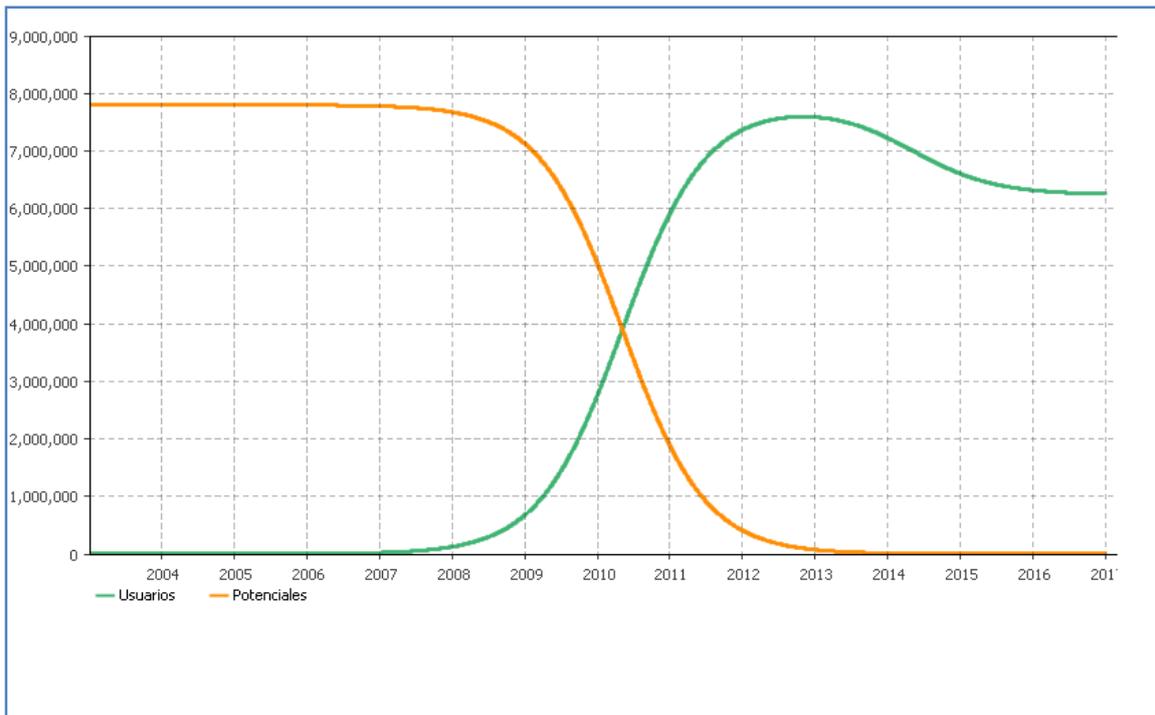


Gráfico de penetración de Internet en la Argentina:

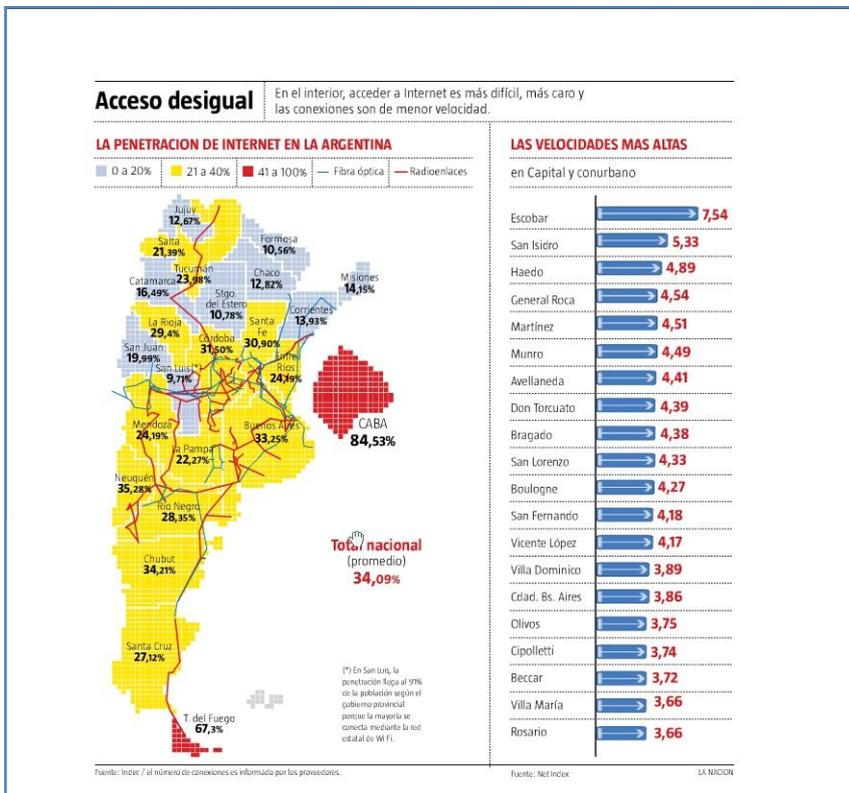


Gráfico de proyección para Mar del Plata, penetración del 34% a partir del 2012:

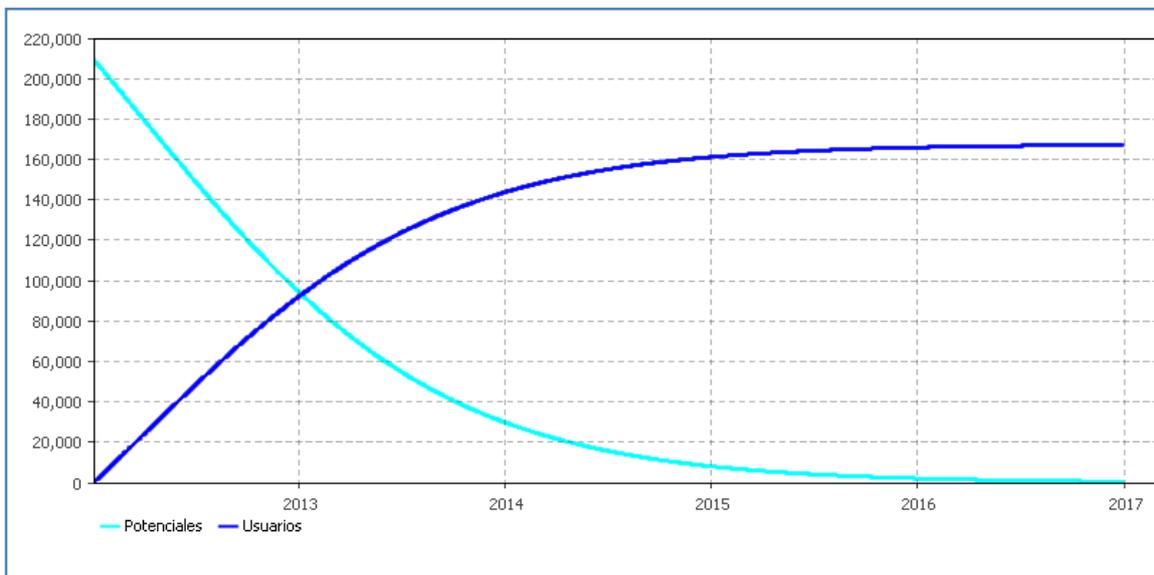


Grafico de proyección para Mendoza, penetración del 24% a partir del 2012:

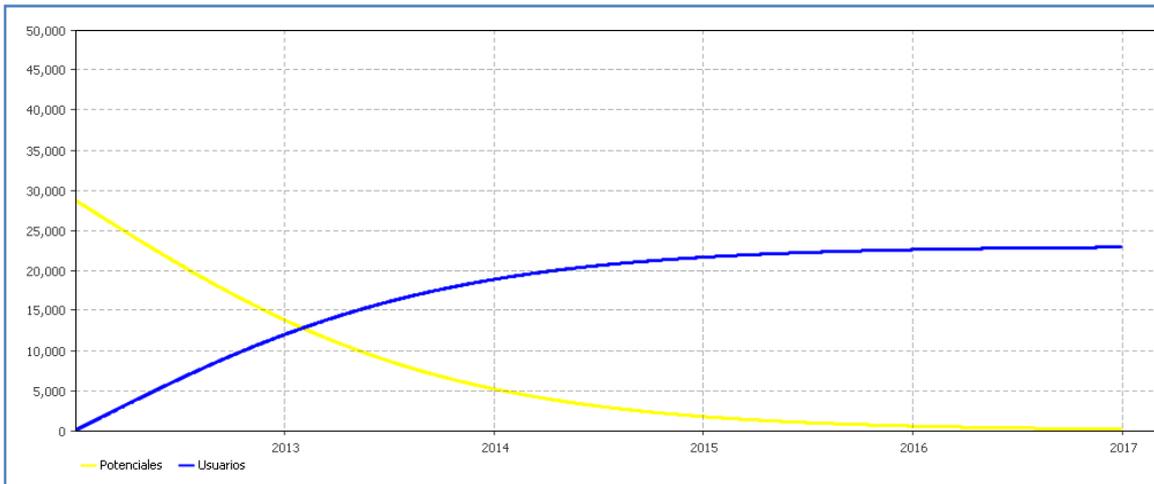


Grafico de proyección para Córdoba, penetración del 31,5% a partir del 2012:

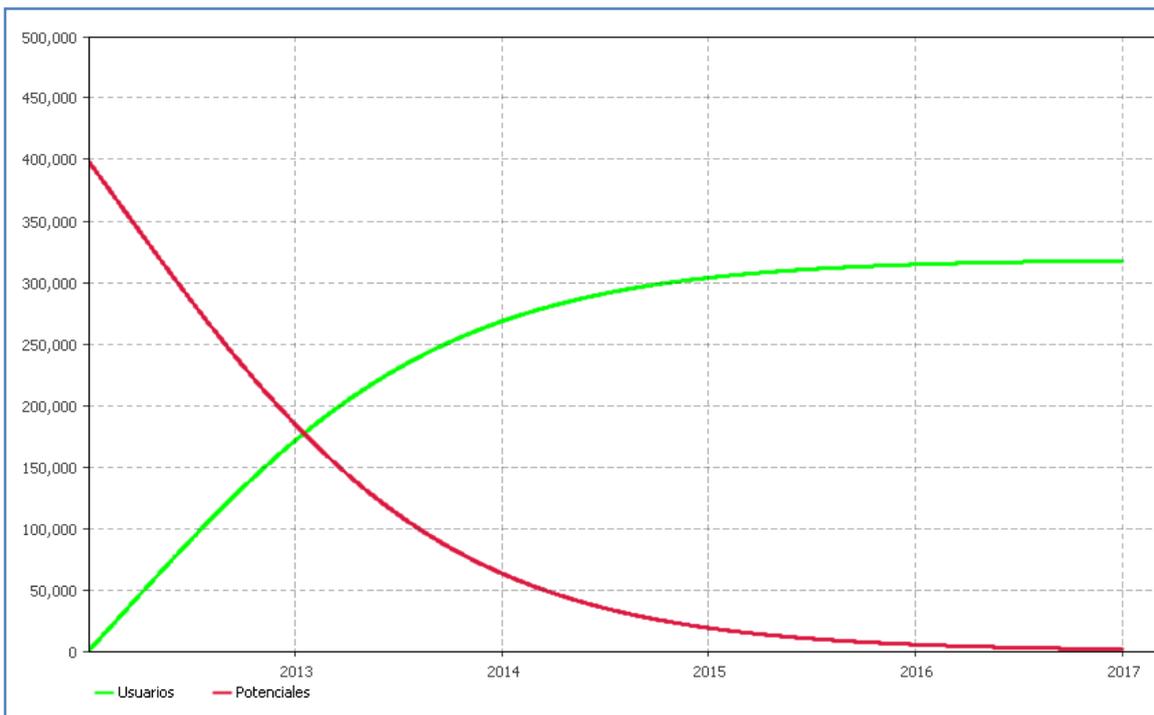


Grafico de proyección para Salta, penetración del 21% a partir del 2013:

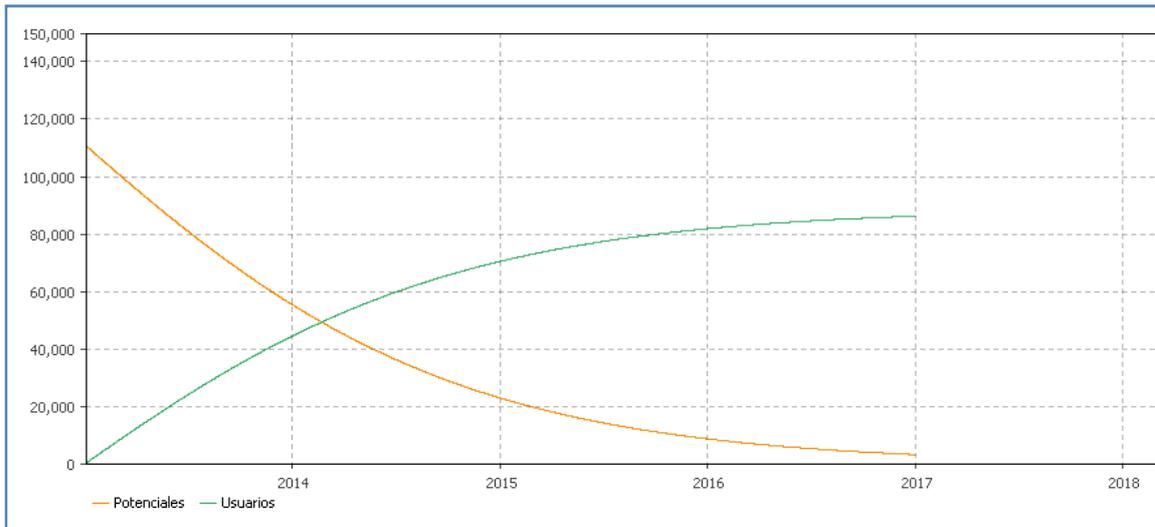


Grafico de proyección para Rosario, penetración del 30% a partir del 2013:

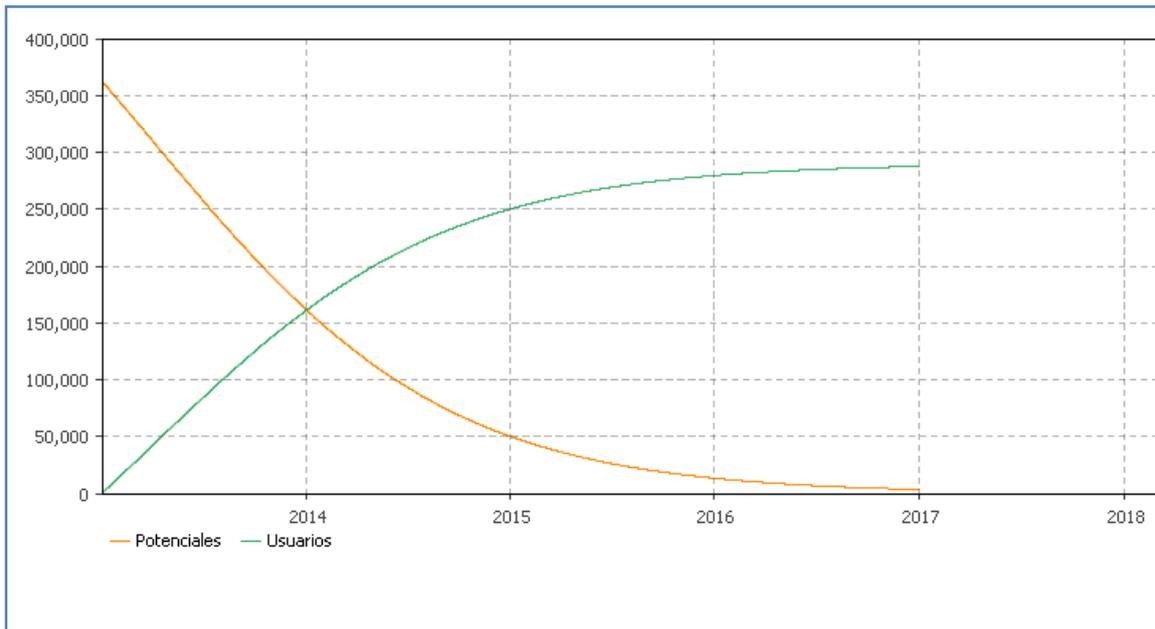


Grafico de proyección para Tucumán, penetración del 24% a partir del 2014:

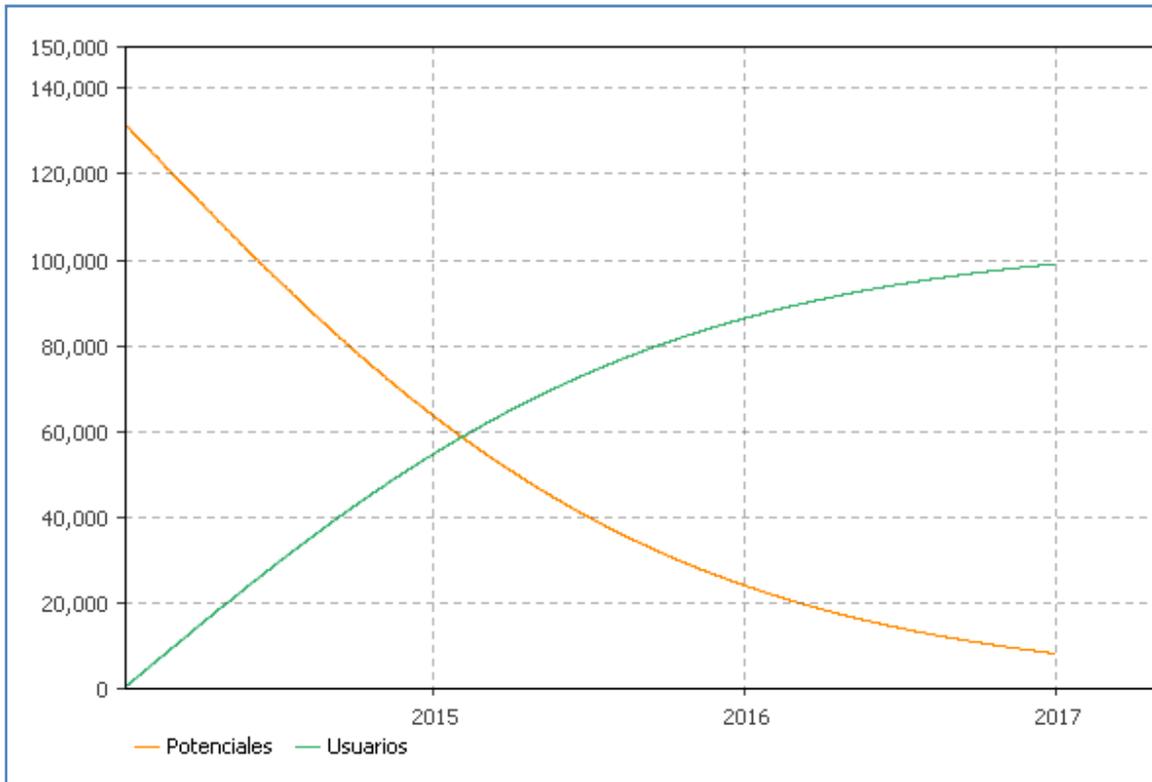
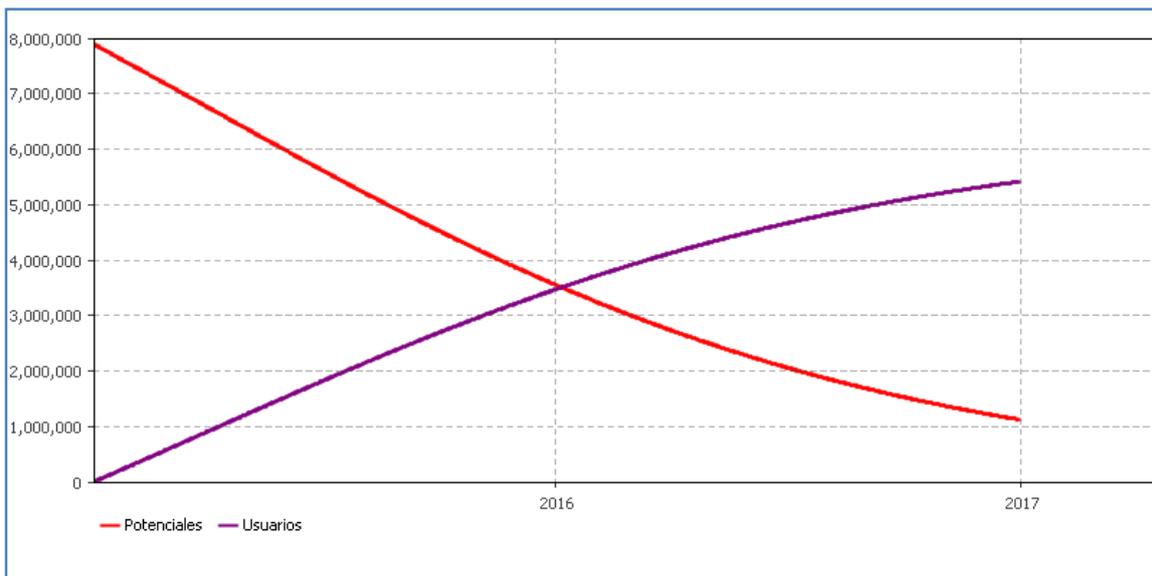


Grafico de proyección para el resto del país, penetración promedio del 34% a partir del 2015:



ANEXO II

Valores Históricos de los indicadores

Año	Pageviews promedio	Average Stay Promedio	Visitantes Únicos Promedio	Visitantes Promedio	Restaurantes con cuenta	Reviews
2006	2.499.796	3,42	190.432	317.620	0	57.358
2007	2.689.369	3,81	208.534	335.920	0	62.518
2008	3.109.964	4,75	241.392	377.662	0	71.838
2009	3.486.601	4,80	299.002	461.771	0	89.760
2010	3.537.885	4,89	350.253	537.968	0	104.551
2011	3.696.711	4,97	428.033	638.381	103	129.137

Valores históricos para los indicadores considerados. Se incluyó también la cantidad de Reviews con los que cuenta la página en cada año, para evidenciar la relación casi constante entre los Reviews y los Visitantes Únicos, motivo por el cual, como se dijo, no se tuvo en cuenta en este análisis.

Resultados de la Regresión Lineal del modelo elegido para la proyección de los Ingresos

Regression Statistics	
Multiple R	0,999819631
R Square	0,999639294
Adjusted R Square	0,999098235
Standard Error	12,78722861
Observations	6

ANOVA

	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	3	906301,8069	302100,6023	1847,560771	0,00054101
Residual	2	327,0264309	163,5132154		
Total	5	906628,8333			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	-924,4150702	45,49281688	20,32002267	0,002413112	-1120,154863	728,6752774	1120,154863	728,6752774
X Variable 1	80,98192651	17,93123943	4,516248129	0,045693801	3,830030242	158,1338228	3,830030242	158,1338228
X Variable 2	0,003541364	0,000182996	19,35216098	0,002659536	0,002753997	0,004328732	0,002753997	0,004328732
X Variable 3	1,807804137	0,255420094	7,077767891	0,019383637	0,708820174	2,9067881	0,708820174	2,9067881

Análisis de Regresión para la proyección de los Ingresos. La variable X1 corresponde al Average Stay Promedio, mientras que la X2 corresponde a los Visitantes Únicos Promedio y la X3 a los Restaurantes con Cuenta.

BIBLIOGRAFÍA

Aboddy, David y Baruch Lev. 1998. "The value relevance of intangibles: The case of software capitalization." *Journal of accounting research* 36: 161-91.

Amir, E. Lev, B. Sougiannis, T. Do Financial Analysts Get Intangibles? Abril 2003. <http://ideas.repec.org/a/taf/euract/v12y2003i4p635-659.html>

Belhocine, Nazim. Treating intangible inputs as investment goods: the impact on Canadian GDP. IMF Working Paper. Autorizada su distribución por Charles F. Kramer. Noviembre de 2009. JEL Classification Numbers: O47, O33, E22

Bouchoux, D. E. 2001. *Protecting Your Company's Intellectual Property : A Practical Guide to Trademarks, Copyrights, Patents & Trade Secrets.*, AMACOM, Saranac Lake, NY, EEUU.

Brynjolfsson, Erik, y Shinkyu Yang. 1999, "The intangible costs and benefits of computer investments: evidence from the financial markets." Working Paper. MIT, Sloan School of management.

Ceccagnoli, M., Gambardella, A., Giuri, P., Licht, G. y Mariani, M. 2005. Study on evaluating the knowledge economy - what are patents actually worth?, Technical report, European Commission: Directorate-General for Internal Market.

Cohen, M 2009, 'Hedonistic pricing models and the valuation of intangible assets', PhD thesis, Southern Cross University, Lismore, NSW. Copyright M Cohen 2009

Elias, S. 2005. *Trademark : Legal Care for Your Business & Product Name* (7ma Edición), Nolo, Berkeley, CA, EEUU.

Farrel, Joseph y Carl Shapiro. 1988. "Dynamic competition with switching costs." *Rand journal of economics* 19: 123-37

FEDERACION ARGENTINA DE CONSEJOS PROFESIONALES EN CIENCIAS ECONOMICAS (FACPCE) (2000): Resolución Técnicas Nro. 17: Normas Contables Profesionales: Desarrollo de cuestiones de aplicación general.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB) (2001): Statement N° 142 – Goodwill and Other Intangible Assets. Norwalk Connecticut, EEUU.

Griliches, Zvi. 1995. "R&D and productivity: Economic results and measurement issues." En *Handbook of the economics of innovation and technological change*, editado por Paul Stoneman, 52-89. Oxford, Reino Unido: Blackwell.

Grossman, Gene y Elhanan Helpman. 1994. "Endogenous innovation in the theory of growth." *Journal of economic perspectives* 8: 23-44

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE (IASB) (1998): International Accounting Standard Nro. 38 – Intangible Assets. Londres, Reino Unido.

Jarboe, Kenan Patrick. Reporting Intangibles. A Hard Look at Improving Business Information in the U.S. Athena Alliance. Abril 2005.

<http://www.athenaalliance.org/apapers/ReportingIntangibles.htm>

Jinnai, Ryo. Intangible Capital, Asset Prices, and Business Cycles. Department of Economics, Princeton University. Job Market Paper. 25 de Enero de 2009.

<http://www.princeton.edu/~rijnnai>

Kaushik, Avinash. Best Web Metrics / KPIs for a Small, Medium or Large Sized Business. <http://www.kaushik.net/avinash>. 12 de Diciembre de 2011

King, Kelvin. The Value of Intellectual Property, Intangible Assets and Goodwill.

http://www.wipo.int/sme/en/documents/value_ip_intangible_assets.htm

Lev, Baruch. Intangibles: Management, Measurement and Reporting. Brookings Institution Press (27 de Junio de 2001). ISBN-13: 978-0815700937

Lev, Baruch. Intangible Assets: Concepts and measurements.

<http://pages.stern.nyu.edu/~blev/docs/Intangible%20Assets%20Concepts%20and%20Measurements.pdf>

Lev, Baruch. Sharpening the intangibles edge.

<http://pages.stern.nyu.edu/~blev/docs/Sharpening%20the%20Intangibles%20Edge.pdf>

Lev, B., Radhakrishnan, S., Ciftci, M. The Stock Market Valuation of R&D Leaders.

<http://pages.stern.nyu.edu/~blev/docs/StockMarketValuation.pdf>

Lev, B., Radhakrishnan, S. The valuation of organization capital.

<http://pages.stern.nyu.edu/~blev/docs/TheValuationOfOrganizationCapital.pdf>

McGrattan, Ellen y Edward Prescott. Is the stock market overvalued? Working paper 8077. <http://www.nber.org/papers/w8077>

Merrill, S. A. 2004. Patent System for the 21st Century. National Academies Press.

Morck, Randall y Bernard Yeung. 1999. "Why firms diversify: Internalization versus Agency Behaviour." Working paper. Universidad de Alberta, Facultad de negocios, Insituto para la investigacion financiera.

Palomo Gonzalez, Miguel A., Profesor de la jefatura de Ingenieria Industrial, FCQ-UANL. La evaluación de activos intangibles. Parte I. Los modelos

Scherer, Frederick, Dietmar Harhoff y Joerg Kukies. 1998. "Uncertainty and the size distribution of rewards from technological innovation." *Journal of evolutionary economics* 10: 175-200

Sichel, Daniel E.; Corrado, Carol A. y Hulten Charles R. INTANGIBLE CAPITAL AND ECONOMIC GROWTH. Working Paper 11948. <http://www.nber.org/papers/w11948>

Skyrme, David J. Valuing Knowledge: Is It Worth It?

<http://www.skyrme.com/pubs/im0398.htm>

Suardi, Bertolino, Díaz, Aparicio, Galante, Grisolia, Orquera, Vacchina, Variago. LAS CATEGORIAS DE INTANGIBLES Y SU TRATAMIENTO CONTABLE. Instituto de Investigaciones Teóricas y Aplicadas, Escuela de Contabilidad. Undécimas Jornadas "Investigaciones en la Facultad" de Ciencias Económicas y Estadística, noviembre de 2007.

Tepper, Steven Jay. Creative Assets and the Changing Economy. Journal of Arts, Management and Law, 2002. Princeton.