

ESTUDIO COMPARATIVO DEL VALOR DE LA CLIENTELA Y EL VALOR LLAVE
COMPARATIVE STUDY OF CUSTOMER VALUE AND KEY VALUE

Aníbal Cueto anibalcueto@hotmail.com

Universidad Nacional de La Plata

Artículo científico

Resumen

Este artículo analiza las diferencias conceptuales y metodológicas entre el valor de la clientela y el valor llave en el marco de un fondo de comercio. La clientela es uno de los elementos que constituyen un fondo de comercio y su valoración es de relevante importancia al momento de la transferencia de un fondo de comercio.

De la revisión literaria de la doctrina en la materia, surge que, al no existir un método de cálculo directo y preciso del valor de la clientela, la práctica profesional ha optado por considerarla junto al resto de los bienes intangibles, a través del cálculo del valor llave. Pero del estudio comparativo queda expresado que, aunque el concepto de valor llave contiene al concepto de clientela, estos son conceptos diferentes y no deben confundirse. Puede no existir o ser muy bajo el valor llave aun teniendo una importante clientela, y viceversa.

Abstract

This paper analyzes the conceptual and methodological differences between the value of the customer base and a goodwill value. Clientele is one of the elements of goodwill and its assessment is significant at the time of transfer of goodwill.

From the literature review of doctrine, the doctrine on the subject, shows the absence of a direct and precise method to calculate clientele, professional practice has chosen to consider it along with the rest of intangible assets, through the calculation of goodwill. But the comparative study is expressed that although the concept of goodwill contains the concept of clientele, these are different concepts and should not be confused. It can not exist or be very low goodwill even taking an important clientele, and vice versa.

Palabras clave: Clientela. Capital de Clientes. Valor Llave.

Keywords: Clientele. Customer. Equity, Goodwill.

Introducción

En nuestra legislación, la ley 11.867 de transferencia de fondos de comercio enumera en su artículo 1°, los elementos constitutivos de un fondo de comercio y menciona a la clientela entre estos. La problemática se presenta, en la mayoría de los fondos de comercio, en la valoración de esta clientela. La dificultad de poder valorarla ha hecho que en general la práctica profesional la considere agrupada bajo el concepto de llave de negocio en la cuantificación de un fondo de comercio. Pero el valor llave, aunque se relaciona en alguna medida con el concepto de clientela, difiere de este.

Desde el punto de vista jurídico, la clientela es un elemento del fondo de comercio y forma parte de esa universalidad creada por el artículo 1° de la ley 11.867 compuesta por elementos tangibles e intangibles, que forman el establecimiento comercial y que es factible de transferirse. El hecho que la ley 11867 no incluyera al valor llave en la enumeración de los elementos de un fondo de comercio, ha llevado a que jurídicamente se utilice el concepto de valor llave o *aviamento* como representativo de la clientela y el resto de los elementos intangibles de un negocio.

Como bien refiere Zunino (1993), el concepto jurídico de clientela es más amplio que el económico y se basa en el derecho francés que vincula al concepto de clientela con el *achalandage* que comprende no solo la clientela como conjunto de compradores más o menos estable, sino también la facultad del establecimiento para atraer y conservar la clientela, basada en las mismas cualidades que se observan en el valor llave.

Frente a la necesidad de tener un valor que facilite las operaciones de venta y transferencia de negocios, la contabilidad ha desarrollado varios métodos que permiten calcular el valor llave de un negocio, pero siempre desde factores contables como utilidad y capital invertido, pero nunca desde factores relacionados a la perspectiva comercial y la relación con los clientes.

Pero el valor llave no representa en forma directa la interacción del establecimiento comercial con el mercado y su relación con los clientes. Por lo cual, independientemente de conocer el valor llave, sería de mucha importancia tener el valor de la clientela. Este valor nos podría dar no solo una medida de contraste con el valor llave calculado desde otras fuentes, sino como un indicador de la situación comercial del negocio y su interacción con su mercado objetivo.

Asimilar o confundir ambos conceptos es caer bajo un importante error conceptual. Que no existan métodos de cálculo prácticos y bien desarrollados no justifican su asimilación. Esta revisión pretende dejar planteada las diferencias conceptuales y metodológicas entre el valor de la clientela y el valor llave, y a partir de esto, la necesidad de desarrollar investigaciones futuras en la búsqueda de métodos o modelos de valoración de la cartera de clientes con el propósito de tener un valor de referencia en el marco de un fondo de comercio.

Objetivos e Hipótesis

Mediante una revisión literaria doctrinaria del tema y el análisis de sus métodos de cálculo, se pretende dar respuesta a las siguientes preguntas de investigación:

1- ¿Cuáles son las diferencias conceptuales y metodológicas entre el valor de la clientela y el valor llave?

2- ¿Por qué es necesario conocer el valor de la clientela en la transferencia de un fondo de comercio aun habiendo determinado el valor llave de este?

El objetivo planteado para este trabajo es el siguiente:

Determinar las diferencias conceptuales y metodológicas entre el valor de la clientela y el valor llave, y establecer si en el marco de una transferencia de fondo de comercio, el conocimiento del valor de la clientela es necesario para explicar la situación comercial de un establecimiento, aun conociendo el valor llave.

La hipótesis planteada es:

El conocimiento y determinación del valor llave no alcanza a explicar la situación comercial y la interacción de un fondo de comercio con su mercado meta. Por lo cual sería necesario determinar el valor de la clientela como valor referente y representativo de su realidad y sustentabilidad comercial.

Metodología

Se desarrolló una revisión de la literatura científica especializada, identificada en bases de datos de ciencias económicas y jurídicas mediante las palabras clave, como referentes doctrinaria de la temática.

Un artículo sobre un el estado del arte, resume, organiza y compendia la construcción teórica de una investigación, enfocándose en el problema, los objetivos, la metodología y los resultados de una manera novedosa que integre y agregue claridad al trabajo en un campo o área de conocimiento específico. Lo que se busca es dar a conocer el desarrollo de un conocimiento, haciendo énfasis en la clasificación de la literatura existente, desde una perspectiva del área en la que su ubica el objeto de estudio y, principalmente, evaluar las principales tendencias halladas durante la revisión bibliográfica (Londoño Palacios et al, 2014).

El estado del arte se puede definir como una modalidad de la investigación documental que permite el estudio del conocimiento acumulado escrito dentro de un área específica; su finalidad es dar cuenta del sentido del material documental sometido a análisis, con el fin de revisar de manera detallada y cuidadosa los documentos que tratan sobre un tema específico. Esto significa que es una recopilación crítica de diversos tipos de texto de un área o disciplina, que de manera escrita, formaliza el proceso cognitivo de una investigación a través de la lectura de la bibliografía hallada durante la indagación del problema, los temas y los contextos (Londoño Palacios et al, 2014: 6).

Por su parte, la Asociación Americana de Psicología (American Psychological Association APA) (2003), define los estados del arte como, "las evaluaciones y sistematizaciones críticas de toda la literatura científica que ha sido publicada sobre una temática o problema específico" y agrega "la organización, integración y evaluación del material previamente publicado tiene en cuenta: el progreso de la investigación en la clarificación del problema o temática; resume las investigaciones previas; identifica relaciones, contradicciones, lagunas e inconsistencia en la literatura; y sugiere los siguientes pasos o etapas en la posible solución del problema o comprensión de la temática revisada"

Para Rojas (2007), estado del arte es investigar desde la óptica de "ir tras las huellas" del campo de conocimiento que se pretende ahondar, permitiendo determinar cómo ha sido tratado éste y cuáles son las tendencias. Definir "qué huellas seguir" genera un compromiso con el rigor de la consulta y revisión y se pone el foco sobre experiencias de investigación y doctrinarias más cercanas con el problema de investigación.

El desarrollo de los objetivos planteados para un estado del arte, permite elaborar nuevas comprensiones sobre las explicaciones e interpretaciones que los teóricos e investigadores han construido. De ahí que el alcance de un estado del arte sea la definición de los aportes que alimentan las investigaciones existentes y, por ello, se recomienda tener en mente las siguientes preguntas: ¿Qué tanto se ha investigado?, ¿Quiénes han investigado?, ¿Qué vacíos existen?, ¿Desde qué dimensiones?, ¿Qué logros se han conseguido?, ¿Qué aspectos falta abordar? (Londoño Palacios et al, 2014: 16).

Referirse a la construcción de un estado del arte para estudiar un tema, remonta a un trabajo, inicialmente heurístico y, posteriormente, hermenéutico. Es decir, el proceso consta de dos etapas, que desde la acepción filosófica se definen como:

a) La heurística, que significa descubrir, encontrar e indagar en documentos o fuentes históricas, la información necesaria para procesos investigativos y la resolución de problemas en diversos ámbitos científicos, con el fin de describir procedimientos sin rigurosidad o no formales que se llevan a cabo con el propósito de resolver una dificultad o solucionar una determinada cuestión (Londoño Palacios et al, 2014). La fase heurística, de orden preparatorio, representa el procedimiento de búsqueda y recopilación de fuentes de información según su naturaleza y características; es la aproximación al objeto de estudio, a través de la delimitación y definición de estrategias particulares de búsqueda (Rojas, 2007; Hoyos, 2000).

b) La hermenéutica, es la capacidad para traducir, interpretar y explicar las relaciones existentes entre un hecho y el contexto en el que acontece. En tanto de la interpretación busca determinar la expresión y representación del pensamiento (Londoño Palacios et al, 2014). La fase hermenéutica representa el trabajo de lectura, análisis, interpretación y comprensión crítica y objetiva en concordancia con los propósitos de investigación; permite ampliar marcos de referencia sobre el estudio en particular y es donde se realiza un trabajo crítico que señala identidad; es también actividad de

reflexión que permite una captación de sentido en los textos en diferentes contextos (Rojas, 2007; Hoyos, 2000).

Las bibliotecas, hemerotecas, las bases de datos y la Internet son fuentes de búsqueda de información para la elaboración de estados del arte. Los criterios de búsqueda se expresan, en primer lugar, en palabras claves, cuya debida combinación permite la identificación de fuentes (Londoño Palacios et al, 2014).

Marco Teórico Conceptual

Antes de desarrollar el análisis doctrinario sobre las diferencias entre el valor de la clientela y el valor llave y establecer las necesidades subyacentes, vamos a expresar el marco teórico que explica nuestros tres conceptos centrales hasta aquí enunciados, tan vinculados entre sí, pero diferentes a la vez, como son: Fondo de Comercio, Llave de Negocio y Clientela.

En nuestra legislación, la ley 11.867 de transferencia de fondos de comercio, no define el concepto de Fondo de Comercio, solo enumera sus elementos constitutivos en el artículo 1°: *“Declárese elementos constitutivos de un establecimiento comercial o fondo de comercio, a los efectos de su transmisión por cualquier título: las instalaciones, existencias en mercadería, 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”*

La doctrina y la jurisprudencia definen al fondo de comercio como una universalidad de hecho formada por todos los elementos que lo integran. Nuñez y Franzone (2008) citan a Gutiérrez Zaldívar que define al fondo de comercio como un conjunto de cosas y derechos, un verdadero organismo económico, con perfecta unidad, constituido por elementos materiales (instalaciones, maquinas, mercadería, etc.), incorporales (nombre, derecho al local, macas y patentes, etc.) y un elemento dinámico o funcional conocido como llave.

En el mismo sentido Ripa Alberdi (1974) y Lapa (1986) citan al tratadista de derecho comercial George Ripert que define al fondo de comercio como una propiedad incorporeal que consiste en el derecho a la clientela que está vinculada al fondo por los elementos que sirven para su explotación. Estos elementos son unos de naturaleza corporal y otros de naturaleza incorporeal.

Nuñez y Franzone (2008) grafican muy bien la relación en entre los conceptos expresando que la llave de negocio es parte del fondo de comercio junto a otros bienes, y que la clientela es parte de esa llave de negocio. En igual sentido, Erramuspe (1980) explica, citando varios fallos judiciales, que la transferencia de un fondo de comercio, por cualquier título, es siempre comprensiva del valor llave, puesto que no existe establecimiento comercial alguno sin valor llave.

Lapa (1986) cita al doctor Melo, al informar al Senado sobre el proyecto que se convertiría en ley 11867 y aceptado por la comisión respectiva, que hay tres clases de bienes que forman el conjunto del fondo de comercio: 1) los corporales (mercadería, instalaciones, etc), 2) los derechos, marcas, patentes y demás privilegios, y 3) lo que el comercio denomina "llave" formado por la ubicación, clientela, etc. También cita a Garo que considera que la llave está incluida en la cláusula final del artículo 1° de la ley 11867 cuando dice: *"y todos los demás derechos derivados de la propiedad comercial"*

Lapa (1986) en base a esto expresa que, aunque la ley no incluye a la llave en forma expresa en el art 1°, del debate parlamentario surge que la enumeración de los elementos del artículo 1° es a modo de ejemplo y que todos los demás quedan incluidos en la última parte del artículo.

Se entiende como valor llave al conjunto de activos intangibles no registrados que aumentan el valor de un negocio. Ante una operación cierta de venta de un fondo de comercio, el Informe N° 24 de la Comisión de Estudios de Contabilidad (CPCECABA) expresa que el valor llave se determina como la diferencia entre el valor pagado por el negocio y la suma algebraica de los valores corrientes de los activos netos patrimoniales registrados contablemente.

Fuentes y Sanclemente (1973) expresan que el valor de la llave de negocio con que puede figurar registrado este intangible en el activo, solo puede ser resultado de una verdadera inversión. Este es el caso de que se haya comprado un negocio abonando en la operación un precio cierto en concepto de llave de negocio.

Por lo tanto, desde el punto de vista contable según lo expresan la RT 10 (FACPCE) y la NIC 38, el valor llave (que contiene a la clientela) solo es registrable como activo patrimonial de un negocio cuando existe un valor cierto generado por la transferencia de un fondo de comercio. Las normas contables no permiten la registración del valor llave autogenerado, por lo tanto, la clientela como factor del valor llave, es un activo no registrable contablemente.

Chaves y Pahlen Acuña (1996) creen que las normas contables profesionales y la doctrina han estigmatizado sistemáticamente a la contabilización de la llave autogenerada. Plantean que más allá de que la doctrina contable mayoritariamente se exprese en el sentido que la llave de negocio solo puede exponerse en los estados contables cuando se halla pagado por ella, se debería comenzar a explorar el desarrollo de métodos tendientes a la objetiva y prudente contabilización de la llave creada.

Ostengo (2008) en la justificación de su libro "Llave de Negocios" plantea que la contabilidad financiera muestra serias inconsistencias, una de ellas es que define al activo como la capacidad para generar beneficios futuros o que tiene actitud para generar un flujo positivo de efectivo o equivalente de efectivo, mientras que, por otro lado, determina criterios de medición de activos (generales y particulares) que nada tienen que ver con las proposiciones de dichas definiciones.

Claramente Seara (1965) sentencia que “la llave de negocio forma parte del capital del fondo de comercio, aun cuando no se palpe, no esté contabilizado, y aun cuando nada diga el contrato social o lo silencien los libros de contabilidad” (Seara, 1965, p. 86).

En oportunidades es necesario hacer una valuación a priori del valor llave para hacer una propuesta por parte del comprador o vendedor en una transferencia de fondo de comercio. En este caso, es generalmente aceptada la definición que expresa Bertora (1975) sobre el valor de la llave de negocios. Bertora (1975) define a la llave de negocio como el valor actual de las superutilidades futuras más probables, y explica diversos métodos para su cálculo.

Fuentes y Sanclemente (1973) expresan sobre las superutilidades, que “se manifiestan cuando las utilidades ordinarias del negocio son superiores a las normales. Las utilidades normales son aquellas que resultan de la aplicación de una tasa de rentabilidad considerada técnicamente normal sobre el promedio de capital computable”

Es importante considerar como expresa Bertora (1975), que no es necesario que las superutilidades hayan ocurrido en el pasado, pero si es imprescindible que considere probable que existirán en el futuro. Los datos pasados pueden ser útil como base informativa pero solo las conjeturas sobre el futuro brindaran los elementos que permitan diagnosticar utilidades ordinarias superiores a las normales.

Para Ostengo (2008) es la acción sinérgica entre el capital intangible y los activos tangibles de la organización, registrables y no registrables, la que genera ventajas competitivas, las que a su vez se traducirán en mayores beneficios futuros y consecuentemente en un mayor valor actual de la organización.

Bertora (1975) bien dice que la llave de negocio es un productor de utilidades más allá de las normales. Por eso es importante aclarar, que el valor llave no es una superutilidad, sino el precio que se paga por esa superutilidad.

Por lo tanto, según lo referido por los autores en la materia, el concepto de valor llave es afectado por todos los factores que pueden influir en el resultado de explotación de un negocio. Por lo cual, el valor llave no representa en forma directa la interacción del establecimiento comercial con el mercado y su relación con los clientes. Es el valor de la cartera de clientes la que capitaliza todos los esfuerzos que la empresa realiza respecto al mercado.

Nuñez y Franzone (2008) asocian a la llave de negocio con una presunta existencia de una rentabilidad futura superior a la normal, y dicen que la llave representa: 1) una esperanza o expectativa, 2) de obtener utilidades, 3) en medida superior a lo normal y 4) en una época futura. Respecto a la clientela, la definen como un conjunto de personas que mantiene relaciones comerciales, frecuentes u ocasionales, con un determinado negocio, y que tiene un valor apreciable en dinero resultante de las

relaciones comerciales existente. Es una consecuencia del esfuerzo de una organización y sin ella el establecimiento comercial no podría subsistir.

Zunino (1993) cita al tratadista italiano Lorenzo Mossa cuando expresa que normalmente se adquiere un establecimiento comercial para adquirir su clientela y manifiesta que la clientela es una realidad que atesora expectativas y esperanzas.

Scolni expresa en dos sentido, jurídico y comercial, el concepto de clientela. *“En términos comerciales, la clientela es el conjunto de compradores más o menos habituales que concurren a determinado negocio para realizar en él las operaciones que le son típicas. En términos jurídicos económicos, la clientela constituye un verdadero patrimonio realizable en el futuro, sobre la base de la asiduidad de los compradores, atraídos al negocio por diversos motivos”* (Scolni, 1964, p. 67)

Lapa (1986) plantea que la clientela representa para el establecimiento un derecho que forma parte del propio fondo de comercio cuando este se halla en plena explotación, y que, si bien la clientela tiene un valor, éste se halla involucrado en el conjunto del propio fondo de comercio.

Según lo expresado por Ripa Alberdi (1974), la clientela se basa en todo aquello que representa labor, cuidado y sacrificio para el establecimiento como ser el buen trato, una propaganda bien orientada, el cuidado en la calidad de los productos, buena atención, etc; que determinan la creación de un valor inmaterial que se traduce en valores materiales. Ese valor inmaterial, la clientela, puede desaparecer o disminuir al cambiar de dueño debido al factor personal que tiene.

El profesor Mossa de la Universidad de Pavia, citado por Ripa Alberdi, pone de manifiesto que la esencia de la transferencia de un fondo de comercio es transferir su clientela, y manifiesta literalmente: *“Por sus valores innegables, la clientela puede devenir esencialmente en objeto de disposición. La clientela se traspasa necesariamente con el traspaso global de la empresa, y más bien ésta, normalmente se adquiere para adquirir la clientela”* (Ripa Alberdi, 1974, p. 30)

Ripa Alberdi (1974) plantea además que son varios los factores que intervienen en la valoración económica de la clientela. Esta clientela es susceptible de tener valor por estar ligada a un negocio con el cual tiene vinculación comercial, pero también en mayor o menor grado, al propietario que ha sabido cuidar y halagar a sus clientes, habiéndolos atraídos al negocio y convertirlos en compradores habituales.

Para cerrar el concepto, Ripa Alberdi (1974) dice que la clientela es un elemento esencial cuya transmisión representa un valor acreditado o formado a través del tiempo. Su formación puede llevar mucho tiempo en algunos casos y poco en otros, dependiendo del género o clase de negocio. Así mismo, su mantención o desaparición, en muchos casos, puede ser fáciles de provocar según el negocio que se trate. Por lo cual, su valor es distinto según el trabajo o dificultad que llevo su formación. Son muchos los factores que intervienen y en muchos casos, imponderables.

Análisis de las diferencias entre Valor de la Clientela y Valor Llave

Diferencias conceptuales

De la revisión temática no resulta conocido ningún estudio de valorización de la clientela de un establecimiento comercial en el marco de una transferencia de fondo de comercio o venta de negocio. La literatura especializada se ha focalizado únicamente en el valor llave, sus características, cálculo y aspectos contables.

Debido a que la ley 11.867, sobre transferencias de fondos de comercio, no incluye el valor llave en la enumeración de su artículo 1° y si lo hace con el concepto de clientela, es frecuente que desde el punto de vista jurídico confundirlo con el de llave de negocio. Esto ha llevado a que jurídicamente se utilice el concepto de valor llave o aviamiento como representativo de la clientela y el resto de los elementos incorporeales o intangibles de un negocio.

Como refiere Zunino (1993), el concepto jurídico de clientela es más amplio que el económico y se basa en el derecho francés que vincula al concepto de clientela con el *achalandage* que comprende no solo la clientela como conjunto de compradores más o menos estable, sino también la facultad del establecimiento para atraer y conservar la clientela.

En este sentido, Scolni (1964) plantea que lo que la ley llama clientela es el concepto más amplio y más aceptado, que se conoce como llave de negocio. También en la misma línea, Tavela Salvat (1994) dice no hay fondo de comercio sin clientela, ésta es la condición *sine qua non* para que exista el fondo, y agrega que lo que la ley llama clientela es el concepto que se conoce como llave.

Pero tal como expresa Bertora (1975), el concepto de Llave de Negocio contiene entre sus factores componentes al concepto de Clientela, pero además el concepto de valor llave, contiene otros conceptos como Prestigio, Marcas, Nombre Comercial, Habilidad Empresaria, Publicidad, Organización Empresaria, Ubicación, Reconocimiento, Trayectoria, Patentes, Crédito y Relaciones Comerciales entre otros. En el mismo sentido, la 1° Convención Metropolitana de Graduados en Ciencias Económicas fijó el criterio de considerar a “una clientela hecha” entre otros elementos que representan técnicamente el valor llave.

Seara (1965) rescata la opinión de Rotondi, quien ha criticado la asimilación entre valor llave y clientela, debido a que el valor llave no se refiere exclusivamente a la posibilidad de venta de los productos, sino también otras causas anteriores, como la organización interna del trabajo o las condiciones particulares del titular.

Expresa también Seara (1965), que el valor llave o aviamiento es la cualidad esencial del fondo de comercio sin la cual este no existe ni puede justificar su unidad y protección jurídica. En virtud de su organización y la creación de factores de producción, por obra del empresario, crea un valor nuevo con capacidad de obtener resultados económicos. “La clientela es la manifestación exterior del aviamiento,

pero no la única. Puede existir un fondo de comercio sin clientela, pero no sin aviamiento" (Seara, 1965, p.84 y 85).

Erramuspe (1980) en su análisis jurisprudencial, cita varios fallos, y expresa que "la clientela está integrada por aquellas personas que mantienen habitualmente relaciones mercantiles con un establecimiento y no debe ser confundida con el valor llave o aviamiento que es una calidad del negocio unida a él indisolublemente, constituyendo una realidad económica que se traduce en beneficios susceptibles de apreciación pecuniaria" (Erramuspe, 1980, p. 57)

La práctica profesional en ciencias económicas se ha centrado en el cálculo del valor llave cómo solución a la valorización de un fondo de comercio y no ha desarrollado el cálculo del valor de la clientela en particular. Pero es Bertora (1975) quien agrega una cuestión central para esta revisión, "*la clientela es un factor determinante del valor llave, importante, pero tan solo un factor: nunca se lo debe confundir con la llave misma; entre ellas hay una relación de causa a efecto*" (Bertora, 1975, p.26)

Nuñez y Franzone (2008) expresan que la ley 11867 inexplicablemente no incluye la llave de negocio en su enumeración del artículo 1° y solo se refiere a la clientela, que no es lo mismo. Además, agregan que desde un punto de vista económico, puede afirmarse que la clientela se identifica con algo real y tangible, mientras el valor llave está en la órbita del futuro y la esperanza.

Ripa Alberdi (1974) expresa que "*es común acoplar o confundir los términos de llave y clientela que no son los mismo, aunque se hallen ligados*". Y además agrega, "*que no es suficiente tener una clientela para que el negocio tenga un determinado valor. Puede tener amplio apoyo del público, pero a su vez no tener el rendimiento o beneficio que sea atractivo para determinar un valor, ya sea por gastos excesivos u otros motivos*" (Ripa Alberdi, 1974, p. 31)

Es común pensar que la clientela genera ventas y éstas utilidades, por lo cual, a mayor clientela, habrá mayor ventas y transitivamente, mas utilidades (Bertora, 1975, p.26). Pero la realidad muchas veces nos demuestra que existen clientelas inconsistentes, generadas a través de métodos competitivos basados en precios muy bajos o publicidad engañosa, y que podrían no ser sustentables y sostenibles en el tiempo. Por lo tanto, no hay que confundir clientela con valor llave. La clientela es un factor determinante del valor llave, importante, pero solo una más.

Podemos tener el caso de empresas con bajas utilidades o utilidades negativas generadas por dificultades financieras o con problemas de abastecimiento de materias primas, por ejemplo, que afectan el valor llave aun teniendo un considerable valor de la clientela. Por esto, Ripa Alberdi (1974) dice que la productividad y los beneficios del negocio se vinculan desde luego con la clientela, pero también con otros elementos que contribuyen a su formación. Estos elementos que incluyen, por ejemplo, la organización, el local, etc., se lo denomina valor llave, y por ello ambos valores constituyen valores ligados entre sí, y se distinguen con una denominación que en realidad los involucra, aunque tengan diferencias.

Por todo lo dicho, el valor llave está sujeto a la obtención de superutilidades en el futuro en base a los resultados obtenidos en los últimos años de explotación. Su determinación está más ligada a la última línea del estado de resultado, que a la primera. En este sentido, Halperin citado por Lapa (1986) expresa que *“en el valor llave hay que distinguir dos elementos: 1) la puesta en marcha de la empresa, representativa de los gastos y tiempos empleados para la explotación y comienzo de actuación efectiva en que el capital se ha mantenido sin compensación, y que todo empresario que se inicia debe contemplar, y 2) la capitalización de la superutilidad producida”* (Lapa, 1986, p.49).

Puede existir el caso de que se abone un valor llave con independencia a la existencia de la clientela. Ripa Alberdi (1974) plantea el caso de negocios que podrían transferirse antes de abrir sus puertas, pero cuya organización, estudio de mercado, ubicación, etc., han demandado labor y conocimientos. Por lo cual podría abonarse además del valor de los elementos materiales instalados, un valor inmaterial por el planteo, ubicación y organización que son de suma importancia. Por supuesto que este tipo de operación no está sujeta a la ley 11867 porque no hubo operaciones comerciales. De ahí la expresión de gran parte de la doctrina y la jurisprudencia, que no existe fondo de comercio sin clientela. Pero si podemos decir, que existió una transacción con un valor llave, de un ente listo para a iniciar sus operaciones.

Para Ripa Alberdi (1974) el valor llave no es solo superutilidades, es decir, no solo constituido por este factor. Plantea el caso de negocios con utilidades normales y que aun así tienen valor llave debido a que la organización, el personal entrenado, la puesta en marcha cuestan trabajo y dinero antes de iniciar las operaciones y aun después. Por esto plantea que *“puede haber llave de negocios sin clientela, no obstante considerarse a ésta como elemento esencial”* (Ripa Alberdi, 1974, p.41)

Esta focalización profesional en el valor llave, derivó en el problema de que no exista un modelo de cálculo que permita al establecimiento comercial valorar su clientela desde una perspectiva comercial o de marketing, o que permita al vendedor o comprador de un fondo de comercio, tener un valor de referencia respecto a la dimensión o potencialidad de la clientela del comercio.

Pero aun sin ser valuada ni registrada contablemente, la clientela existe y es un importante activo económico del negocio y la principal fuente de la generación de ingresos. Sin clientes no hay negocio. Sería importante poder tener el valor de la clientela desde una perspectiva diferente y así compararlo o confrontarlo al valor llave calculado desde otros métodos. Por lo tanto, sería importante tener un método de cálculo que permita cuantificar y valorar la clientela a través de elementos tangibles para el comerciante y que sea de fácil acceso su cálculo.

Diferencias metodológicas

Cuando se analiza las metodologías de cálculo del valor llave y el valor de la clientela se encuentran diferencias sustanciales en las variables utilizadas para su determinación. La mayoría de los métodos de cálculo del valor llave que se encuentran en la doctrina tradicional nacional (Bertora, 1975) e internacional (Leake, 1921), como en muchos otros especialistas nacionales (Fuentes y Sancremente, 1970; Chaves y Pahlen Acuña, 1996; Ostengo 2008) e internacionales (Carsberg, 1966; Cohen Jeffrey, 2005; Reilly y Schweih, 1999) en la temática, tienen una raíz contable financiera, partiendo del concepto de utilidad media ordinaria, tasa de rentabilidad normal y capital invertido, y consideran conceptos como flujo descontado, tasa de descuento y valor actual.

Dice Bertora (1975) claramente, que el valor llave es un elemento extraordinariamente escurridizo, que solo se puede llegar a estimar, con la mayor aproximación posible, un justo valor. Es imposible pensar en formulas precisas o métodos abstractos. Por esto expresa el autor, que la consideración de capitales y rendimientos en periodos más cercanos a la época de la valuación, depurados convencionalmente, constituye una pauta para el logro del valor buscado, hasta tanto no quede demostrado que las condiciones preexistente han cambiado de tal modo y en tal intensidad, que hacen inocuo su utilización.

Resumiremos los métodos de cálculo siguiendo a Bertora (1975). Expresa el autor que para que haya una superutilidad se requiere la fijación previa de tres conceptos: utilidad media ordinaria, capital medio efectivo y tasa de rentabilidad normal. Se entiende por utilidad normal los beneficios de explotación que fluyen de la actividad normal; por capital medio efectivo, los bienes utilizados para la producción de las utilidades medias ordinarias; y por tasa de rentabilidad normal, la tasa por la cual los resultados de explotación se convierten en anormales por mayores o por menores.

De la aplicación de los conceptos de capital medio efectivo (T) y la tasa de rentabilidad normal (r) surge el concepto de utilidad normal (Tr) [1]. Algunos autores consideran la existencia de una tasa de rentabilidad normal diferencial por ramo.

$$Tr = T \times r \quad [1]$$

Cuando estemos en presencia de una utilidad media ordinaria (C) superior a la utilidad normal, tendremos una superutilidad (c) [2].

$$c = C > Tr \quad [2]$$

Diversos métodos que se pueden adoptar para la valoración de la llave de negocio a partir de estos conceptos. A los fines de este trabajo vamos a expresar los más difundidos por la doctrina:

1. Método de Anualidades.
2. Método de Capitalización.
3. Método de Compra de Años.

Método de Anualidades: Estima que el valor llave [3] de un negocio es el valor actual de las superutilidades que pueden esperarse del capital invertido. Este método supone que las superutilidades no serán perpetuas y su vida está condicionada por diferentes circunstancias y contingencias del contexto.

$$y = c \left[\frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} \right] \quad [3]$$

donde:

y: valor llave

c: superutilidad

i: tasa de descuento

n: vida probable de las superutilidades

Método de Capitalización: Denominado también Método Francés. Utiliza la fórmula de anualidad considerando que las utilidades o superutilidades se capitalizan a perpetuidad ($n \rightarrow \infty$). En el caso de capitalizar las Utilidades ordinarias [4] debemos restar el activo neto contable representados por el Capital Medio efectivo.

$$y = (C / r) - T \quad [4]$$

donde;

y: valor llave

C: utilidad media ordinaria

r: tasa de rentabilidad normal

T: capital medio efectivo

En el caso de capitalizar directamente las superutilidades estaríamos frente a la fórmula [5] de anualidad perpetua de esa superutilidad:

$$y = c/r \quad [5]$$

donde;

y: valor llave

c: superutilidad

r: tasa de rentabilidad normal

Método de Compra de Años: El denominado Método Americano (o *year's purchase*) no tiene ningún fundamento teórico y calcula directamente la utilidad media ordinaria multiplicada por una cantidad de años arbitraria [6], generalmente entre 3 y 5 años.

$$y = N \times C \quad [6]$$

donde;

y: valor llave

C: utilidad media ordinaria

N: número de años

Una variante de este método es hacer el cálculo [7] desde las superutilidades esperadas (c) y calculando el valor N como la función inversa de la tasa de rentabilidad normal ($N = 1/r$).

$$y = N \times c \quad [7]$$

Todos los métodos descritos focalizan sus metodologías de cálculo en aspectos contables financieros con raíz en las utilidades ordinarias (habitualmente la utilidad antes de intereses e impuestos), la tasa de rentabilidad normal (una tasa de retorno esperada para el rubro o sector) y el capital empleado para generar estas utilidades (activo neto contable en general).

Ninguno de los métodos de cálculo usados para determinar el valor llave considera aspectos comerciales vinculados a la dinámica del mercado objetivo y a la relación del establecimiento comercial con sus clientes, como ser: nivel y evolución de la facturación, cantidad de clientes, frecuencia de compra, niveles de incorporación de nuevos clientes y/o retención de clientes, ticket o compra promedio, nivel de satisfacción de clientes o costos de adquisición de clientes, entre otros.

En los últimos años, la ciencia del marketing ha desarrollado nuevos conceptos como capital de clientes (*customer equity*) y valor vida del cliente (*customer lifetime value*) que tiene como propósito valorizar el concepto que nosotros denominamos clientela. Estos nuevos conceptos y su metodología de cálculo (Blattberg y Deighton, 1996; Blattberg, Getz y Thomas, 2001; Gupta, Lehmann y Stuart, 2001; Gupta y Lehmann, 2005; Kumar y Reinartz, 2012; Rust, Zeithaml y Lemon, 2000; Rust, Lemon y Das Narayandas, 2005; Villanueva y Hanssens, 2007) parten del estudio de la relación con el cliente y los niveles de interacción entre estos y la empresa.

El concepto de *customer equity* nace de la convicción de que el valor a largo plazo de una empresa está en gran parte determinada por el valor de la relación con sus clientes. En 1996 los profesores Blattberg de Wharton y Deighton de Harvard escribieron un *paper* sobre *customer equity* y fue esta la primera mención académica del concepto.

¿Cuánto valen los clientes de una empresa? Es una pregunta que presenta un interesante interrogante y que su respuesta es tan valiosa y a la vez difícil de cuantificar. Esta perspectiva de entender el valor de los clientes de una empresa se conoce como *customer equity*, y consiste en considerar a los clientes de una empresa como un activo empresarial intangible, como también lo es la marca y su *brand equity*, pero al igual que ésta, de un valor incuestionable.

El concepto de *customer equity* (capital de clientes) [8] reconoce a los clientes como la principal fuente de ingresos de una empresa. Si se mide el valor presente y futuro de la cartera de clientes, es posible entender mejor los resultados del gasto en marketing y, en definitiva, el propio valor de la empresa. En general se lo define como la suma de los valores vida de todos los clientes de la empresa.

$$CE = N \sum_{i=1}^T \sum_{t=1}^{\infty} CM_{it} [1 / (1+d)^t] \quad [8]$$

donde:

CE es el capital de cliente (*customer equity*);

i (de 1 a N) corresponde a los clientes individuales;

t (de 1 a T) es la unidad de tiempo (meses, años, etc);

CMit es el margen de contribución generado por el cliente i en la unidad de tiempo t;

d es la tasa de descuento (costo de capital que se utiliza para calcular el valor actual neto).

Este concepto nos remite y tiene su origen en el otro concepto enunciado, el valor vida del cliente (*customer lifetime value*). El *customer lifetime value* [9] que se define generalmente como el valor presente del ingreso neto obtenido de un cliente a lo largo de su vida en una relación con una empresa o una marca.

$$LTV_i = \sum_{t=1}^T CM_{it} [1 / (1+d)^t] \quad [9]$$

donde:

LTV_i: representa el valor vida (expresado en unidades monetarias) de un cliente i;

i: corresponde a un cliente específico;

t (de 1 a T) es la unidad de tiempo (meses, años, etc);

CM_{it} es el margen de contribución generado por el cliente i en la unidad de tiempo t;

d es la tasa de descuento (costo de capital que se utiliza para calcular el valor actual neto).

La fórmula LTV (*lifetime value*) [9] representa el valor vida de un cliente i, expresado en unidades monetarias. Por lo tanto, integra como valor de un cliente a los siguientes conceptos: 1) el flujo de ingresos neto obtenido de un cliente determinado, considerando la cantidad de los productos que adquiere y sus precios, el costo del producto y los gastos de marketing imputables en la captación o retención de un cliente; 2) la longevidad de la relación, es decir, este flujo para cada periodo (mes, año) que el cliente se mantenga vinculado, realizando compras de productos y marcas a la empresa. Es decir, se trata de un margen del cliente que se proyecta hasta el futuro.

La diferencia sustancial entre ambos conceptos está en su enfoque. Mientras que el valor vida de un cliente (LTV) es un concepto unitario que se calcula para un cliente en particular, el concepto de capital de cliente (CE) representa el total de la cartera de clientes, es decir la sumatoria de los diferentes valores vida de cada uno de los clientes o en su forma más sumaria, el valor vida promedio multiplicado por "n", la cantidad de clientes que conforman la cartera ($N \sum_{i=1}$ en la fórmula).

En forma detallada podemos mostrar que el margen de contribución de un cliente [10] sería:

$$CM_{it} = (S_{it} - DC_{it}) - MC_{it} \quad [10]$$

donde:

S_{it} representa las ventas al cliente i;

DC_{it} es el costo directo asociado con el cliente i;

MC_{it} es el costo de marketing asociado al cliente i

La LTV presentada hasta aquí, se basa en la suposición de que los clientes se mantienen en plena actividad durante el período considerado. En la realidad empresarial, esta suposición no es correcta. Debemos tener en cuenta la tasa de retención de clientes o porcentaje de clientes que una empresa es capaz de mantener de un periodo a otro (sin contar las adquisiciones) y los gastos incurridos para su adquisición, y ajustar la fórmula para la determinación de LTVi [11] de la siguiente manera:

$$LTVi = CMit [Rr / (1+d-Rr)] - ACi [11]$$

donde:

CMit es el margen de contribución de un cliente i en el momento t

Rr es la tasa de retención,

d es la tasa de descuento (costo de capital),

ACi es el coste de adquisición del cliente i.

El margen de contribución CMit y la tasa de retención Rr deben medirse por cohorte cliente longitudinal. La medición por cohorte permite la asignación del costo de adquisición de la cohorte. El coste de adquisición ACi [12] es el valor de la inversión requerida para captar un cliente y generar una venta. Ejemplo de estos costos de adquisición son los gastos en promoción y publicidad, acciones de marketing y merchandising en el punto de ventas

$$ACi = At-1 / Ncc [12]$$

donde:

ACi = Coste de adquisición de los clientes

ACT-1 = costo total de adquisición del período anterior

Ncc = Número de clientes en la cohorte

Es razonable suponer que no todos los clientes siguen siendo leales a una empresa a través del tiempo. Como se ha mencionado anterior, la tasa de retención se debe medir dentro de una cohorte longitudinal. Para determinar la tasa de retención es necesario determinar la tasa de rotación o abandono. Una fórmula de la tasa de deserción [13] o *churn rate* es:

$$Cr = (Co + A1 - C1) / Co [13]$$

donde:

Cr = tasa de abandono de clientes o *churn rate*

CO = Clientes al inicio del período (mes, trimestre, año)

A1 = Clientes adquiridos durante el período

C1 = clientes al final del período

La tasa de retención de clientes [14] es simplemente:

$$Rr = 1 - Cr [14]$$

El modelo de *customer lifetime value* toma la tasa de retención de clientes como una constante en el tiempo para cada cohorte, suponiendo que cada cohorte tiene su propio nivel de fidelidad a la

empresa según la composición de clientes de la cohorte. Pero como plantea Reichheld (1996), varios estudios afirman que dicha tasa mejora en el tiempo. Dentro de los clientes de una cohorte la tasa de deserción o abandono baja con el paso del tiempo a medida que van quedando los clientes más leales a una empresa.

Dentro del concepto de asimilación del cliente a un activo, la tasa de retención de clientes en el modelo *customer lifetime value*, surte el mismo efecto que la tasa de amortización de un activo intangible. La tenencia o stock de clientes ira disminuyendo por la tasa de abandono, para cada cohorte, a medida que transcurre el tiempo. La fórmula del stock de clientes [15] para un momento dado t, será:

$$\text{Customers } t = N1 Rr^{t-1} \quad [15]$$

Es decir, sobre una base inicial (N1) de 100 clientes en una cohorte, la cantidad de clientes al momento t=10, con una tasa de retención (Rr) del 80% sería: $100 \times 0,1342 = 14$ clientes

En general como expresan Reinartz y Kumar (2012), los clientes están sujetos a una deserción silenciosa, y para una empresa, saber realmente cuando un cliente ha abandonado la relación comercial es una inferencia. En muchos casos, se puede llegar a dar el caso que el cliente no realiza ninguna compra durante un tiempo, muy superior a su tiempo medio inter-compras, y aun así, tiene una probabilidad mayor que cero de volver a hacer una compra.

En el caso de clientes que tienen una relación contractual (por ej. Seguros) con la empresa, la tasa de retención es más fácil de estimar debido a que surge claramente de los registros de la empresa, y en estos casos, las bases de datos de clientes han permitido tener un conocimiento más preciso de los clientes. Pero para el caso de los clientes no contractuales (por ej. Supermercado) existen muy pocos y demasiado sofisticados modelos desarrollados de *customer lifetime value*. La determinación del tiempo que un cliente se va a quedar relacionado a una empresa a través de sus compras es realmente difícil de estimar.

Siguiendo a Gupta (2001), en lugar de estimar el tiempo que el cliente va a estar con la empresa, lo que se hace, es introducir la consideración de la tasa de retención y asumir una serie infinita que hace tender a cero el valor que aporta un cliente a medida que nos alejamos del momento presente. Esta aproximación plantea la variable temporal de otra forma y la asimila a la valoración financiera de una renta perpetua.

Aunque los conceptos de *customer lifetime value* y *customer equity* han ido evolucionando e incorporando premisas y/o herramientas multidisciplinarias que van, progresivamente, configurando un modelo más riguroso en su poder de análisis y proyección, el desarrollo de la fórmula del valor del cliente tiene muchos problemas de orden práctico. Su aplicación en el mundo de los negocios aún se encuentra en sus etapas recientes. Más aún, la evidencia identificada en diversos sectores sugiere que la adopción del concepto no se da de modo uniforme, sino, por el contrario, en distintos mercados, sectores y/o empresas se emplean diversas versiones del concepto.

Claramente el concepto y método de cálculo del *customer equity* como representación del concepto de clientela, difiere en su desarrollo conceptual y en su raíz de cálculo, del concepto de valor llave. Ambos conceptos podrían llegar a dar valores contradictorios.

Podría existir un valor llave negativo aun existiendo una valorada clientela. En el caso que un comercio tenga una cartera de clientes establecida con cierta estabilidad y longevidad, que produce un ingreso neto positivo en la relación con sus clientes, podría determinar en base al método de *customer equity*, un alto valor de la clientela. Aun así, con una mala administración o problemas de orden financiero, podrían no generar utilidades más allá de las normales, y el cálculo del valor llave no determinaría un valor considerable.

Por el contrario, podría darse el caso de un comercio con una cartera de clientes moderada, inestable y con baja longevidad, pero con una administración que realiza un buen trabajo en la optimización de procesos y manejo de recursos, que le confiere una utilidad superlativa más allá de la relación construida con sus clientes. Este caso podría generar un valor llave considerablemente superior al valor de su clientela.

Aunque en ambas metodologías están presentes los conceptos de valor actual, flujo de fondos descontados, tasa de descuento y vida esperada; estos se aplican a diferentes elementos. Mientras en el valor llave aparecen elementos como utilidad, tasa de retorno y capital empleado; en el valor de la clientela tenemos elementos como margen del cliente, costo de adquisición de clientes, número de clientes y tasa de retención de clientes.

Por lo cual, aunque la clientela sea un componente importante del valor llave, desde el punto de vista económico-comercial es independiente de éste y aun podría llegar a tener un signo diferente. El valor llave no permite visualizar ni conocer el valor de la clientela debido a que en su cálculo pone énfasis en otras variables del negocio y no a las variables que visualizan la realidad comercial actual y futura.

Mientras el valor llave se vincula a la capacidad de un negocio para producir beneficios económicos por encima de lo normal, la clientela se vincula con la capacidad de garantizar ventas actuales y futuras a partir de una relación estable y longeva.

Conclusión

En el marco de la transferencia de fondo de comercio, la práctica profesional ha centrado su trabajo en el cálculo del valor llave como elemento que permite fijar un valor de intercambio y que sea representativo de todos los elementos intangibles que constituyen un negocio. Pero desde una perspectiva comercial, el valor llave no indica la situación específica comercial de un fondo de comercio y por lo tanto se plantea la necesidad de determinar el valor de la clientela como valor representativo de la interacción con el mercado y la relación con los clientes.

El estudio de ambos conceptos, valor llave y valor de la clientela, determina que ambos conceptos son diferentes, tanto desde un punto de vista conceptual como desde su metodología de cálculo.

Como el valor llave, en la mayoría de sus métodos de cálculo, tiene una raíz contable financiera y parte su determinación del concepto de utilidad y no considera a la dinámica de la relación con clientes, es importante poder determinar el valor de la clientela desde una perspectiva diferente, ya que podrían tener magnitudes y signos distintos.

La Ciencia de la Administración tiene una materia pendiente en el desarrollo de métodos de cálculo que permitan valorizar el valor de la clientela. Los nuevos conceptos teóricos, como el caso de *customer equity*, aun requieren de un mayor desarrollo para su implementación práctica en diversos casos de negocio. Esta dificultad no inhibe la necesidad de su cálculo, sino que plantea la necesidad de seguir trabajando en la creación de modelos de valoración de la clientela de fácil implementación empresarial.

Referencia Bibliográfica

- AMERICAN PSYCHOLOGICAL ASSOCIATION APA. (2010). Manual de publicaciones. México: El Manual Moderno.
- BERTORA H. (1975). Llave de Negocio. 3ra ed. Buenos Aires: Ediciones Macchi-Lopez.
- BLACK E. y ZYLA M. (2015), Accounting for Goodwill and Other Intangible Assets (2ª ed). USA: Wiley Corporate F&A.
- BLATTBERG R. y DEIGHTON J. (1996). Manage Marketing by Customer Equity Test. Harvard Business Review, Julio-Agosto 1996, 136-144
- BLATTBERG, GETZ Y THOMAS (2001). Customer Equity. Building and managing relationships as valuable asset. 1ª ed. USA: Harvard Business School Press.
- CARSBERG Bryan V. (1966). The Contribution of P. D. Leake to the Theory of Goodwill Valuation Journal of Accounting Research, Vol. 4, No. 1, pp. 1-15.
- CHAVES O. y PAHLEN ACUÑA R. (1995). Valor Llave, un enfoque actual. 1ª ed. Buenos Aires: Ediciones Macchi.
- COHEN J. (2005). Intangible Assets: Valuation and Economic Benefit. USA: Wiley Finance.
- ERRAMUSPE E. (1982). Transferencia de Fondo de Comercio. 2ª ed. Buenos Aires: Pensamiento Jurídico Editora.
- FUENTES E. y SANCLEMENTE R. (1970). Llave de Negocio. El capital computable en el proceso de su determinación. 1ª ed. Editorial El Coloquio. Buenos Aires.
- GUPTA, LEHMANN Y STUART (2001). Valuing Customers. Marketing Science Institute Report, No. 01-119.
- GUPTA Y LEHMANN (2005). Managing Customers as Investments: The Strategic Value of Customers in the Long Run. USA: Pearson Education.

- HOYOS BOTERO, C. (2000). Un modelo para investigación documental. Guía teórico-práctica sobre construcción de Estados del Arte. Medellín: Señal Editora.
- KITCHENHAM, B. (2004), Procedures for Performing Systematic Reviews. Keele University Technical Report TR/SE-0401.
- KUMAR V. y REINARTZ W. (2012). Customer Relationship Management: Concept, Strategy, and Tools (2° ed). USA: Springer.
- LAPA E. (1986). Venta de Negocio (2° ed). Buenos Aires: Ediciones Depalma.
- LEAKE P. D. (1921). Commercial Goodwill. Its history, value and treatment in accounts. London: Sir Issac Pitman & Sons LTD.
- LODOÑO PALACIOS, MALDONADO GRANADOS Y CALDERON VILLAFANEZ (2014). Guía para construir estados del arte. Bogota: International Corporation of Knowledge.
- NUÑEZ E. y FRANZONE M. (2008). Transferencias de Fondos de Comercio (2° ed). Buenos Aires: Editorial Errepar.
- OSTENGO H. (2008). Llave de Negocio. Buenos Aires: Buyatti Librería Editorial.
- RIPA ALBERDI V. (1974). Transmisión de establecimientos comerciales: los problemas económicos y técnicos contables (1°ed). La Plata: UNLP.
- REICHELDF. (1996). El Efecto de la Lealtad. Colombia: Editorial Norma.
- REILLY R. y SCHWEIHS R. (1999). Valuing Intangible Assets (1° ed). USA: McGraw Hill Professional.
- ROJAS, S. (2007). El estado del arte como estrategia de formación en la investigación. Revista Studiositas, 2 (3) 5-10.
- RUST R., ZEITHAML V. y LEMON K. (2000). Driving Customer Equity. (1° ed). USA: The Free Press.
- RUST R., LEMON K. y DAS NARAYANDAS (2005). Customer Equity Management. USA: Pearson/Prentice Hall.
- SCOLNI M. (1964). Transmisión de Establecimientos Comerciales e Industriales. Buenos Aires: Plus Ultra.
- SEARA J. (1965). Transferencia del Fondo de Comercio. Buenos Aires: Abeledo Perrot.
- TAVELA SALVAT O. (1994). Como hacer una transferencia de fondo de comercio (1° ed). Buenos Aires: Valleta Ediciones.
- VILLANUEVA Y HANSENNS (2007). Customer Equity. measurement, management and research opportunities (1°ed). USA: Publisher Inc.
- ZUNINO J. (1993). Fondo de Comercio. (2° reimposición). Buenos Aires: Editorial Astrea.