

Valoración de marcas e intangibles¹

PABLO FERNÁNDEZ

Profesor del IESE

Titular de la Cátedra PricewaterhouseCoopers de Corporate Finance

Resumen

En los últimos años han proliferado consultoras, libros y documentos de investigación proponiendo distintos y, a veces, sorprendentes métodos para determinar el valor de las marcas. El primer y mayor problema con el que nos encontramos al valorar una marca es el definir qué es la marca y el acotar qué margen, qué volumen de ventas, qué gastos y qué inversiones son atribuibles a la marca.

Se revisan varias valoraciones de marcas y se concluye que son muy poco fiables (muchísimo menos que las valoraciones de empresas) debido a la dificultad de definir qué flujos se deben a la marca y cuáles no. Sin embargo, sí es útil la identificación, la evaluación y la jerarquización de los brand value drivers, que constituyen una herramienta gerencial para crear valor y permiten lograr marcas fuertes y con estabilidad en el tiempo.

Algunas veces se valoran las marcas para transferirlas a una sociedad instrumental situada en un estado con menor tasa impositiva. Obviamente, en estos casos el interés de la empresa es argumentar el mayor valor posible de la marca para ahorrar más impuestos.

Palabras clave

Valoración de marcas, *brand value*, *brand equity*, aumento del valor para los accionistas, creación de valor.

1. Este trabajo es un resumen de un proyecto de investigación y consultoría sobre creación de valor a través de las marcas que estamos desarrollando profesores de dirección financiera y de dirección comercial en el CIIF del IESE. Agradezco los atinados comentarios de Vicente Font y Carlos Pérez Castro que me ayudaron a corregir errores y malentendidos de versiones anteriores.

1. Introducción

A todos nos gustaría poder valorar con cierta precisión las marcas. Pero el primer y mayor problema con el que nos encontramos al valorar una marca es el definir qué es la marca y el acotar qué margen, qué volumen de ventas, qué gastos y qué inversiones son atribuibles a la marca. Este documento es una actualización de Fernández (2001).

A propósito de este documento, Damodaran (2006, pg. 421) menciona que: «Fernandez (2001) reviewed several brand name valuation approaches and concluded that they all had shortcomings. While one of the models critiqued in his paper is from the 1st edition of this book, we agree with his general point. Valuing brand name is easiest to do for companies that have single product lines and no other competitive advantages and becomes progressively more difficult for other cases. Attaching a value to brand name may make accountants feel better about their measurements of asset value, but it often provides little information to investors.»

El 10 de enero de 2006 *Actualidad Económica* publicó una lista con la valoración de marcas y de «Cartera de Marcas» de las principales empresas españolas, según la consultora Interbrand. El 19 de diciembre de 2003, el diario *Expansión* publicó un ranking análogo, aunque entonces utilizó el término «identidad corporativa» en lugar de «Cartera de Marcas». La tabla 1 contiene las valoraciones proporcionadas por ambos informes.

Tabla 1. Valor de la marca y de la «cartera de marcas» o «identidad corporativa» de las principales empresas españolas en 2005 y 2003 (millones de €), según Interbrand.

Fuentes: *Actualidad Económica* (10 de enero de 2006) y *Expansión* (19 de diciembre de 2003)

Cartera de Marcas	2005	2003	Marcas	2005	2003	Marcas	2005	2003
Telefónica	16.398	12.569	Zara	3.391	3.008	Iberia	416	437
Santander	8.032	5.179	El Corte Inglés	1.727	1.692	Real Madrid	292	
BBVA	5.385	4.705	La Caixa	1.157	1.040	Prosegur	286	
Banco Popular	2.260	2.160	Mango	521		Mapfre	280	268
Repsol YPF	887	789	Caja Madrid	489	448	Leche Pascual	215	209
Mahou-San Miguel	871		Iberdrola	484	470	Fortuna	202	211
Ebro Puleva	606		El País	436	397			

En 2003 la marca San Miguel apareció valorada en 223 millones

La tabla 2 muestra que la consultora Interbrand valoraba en 2006 la marca Coca-Cola en \$67 millardos y la marca Microsoft en \$ 56,9 millardos. La tabla 3 muestra que entre 1999 y 2006, el mayor aumento en el valor de la marca lo experimentó Louis Vuitton (332%) y el mayor descenso Kodak (-70%) [Entre 1999 y 2003, el mayor aumento lo experimentó Amazon (150%) y el mayor descenso Ericsson (-79%)]. La tabla 4 muestra que la relación entre el valor de la marca y el valor de la empresa (capitalización bursátil más deuda financiera) oscilaba en 2006 entre el 2% para Johnson & Johnson, Shell y BP, y el 83% para Gucci. Para Coca-Cola fue 65%, y para Amazon un 29%. La tabla 5 muestra la relación entre el valor de la marca y el valor de la empresa por encima de su valor contable. Sorprende que en varias empresas esta relación sea superior a 1. Esto indica que según Interbrand la mayor parte del flujo para los accionistas y del *free cash flow* de las empresas se deben a la marca. Dicho de otro modo, el que esta relación sea superior a 1 significa que las acciones sin la marca valdrían (según Interbrand) menos que su valor contable. Esto es extraño (y a mi juicio erróneo) por dos razones principales:

- a) En 2006 el ratio promedio [valor de mercado/valor contable de las acciones] de las acciones del S&P 500 fue 4,2 y sólo 1 empresa tuvo un ratio inferior a 1.
- b) Las personas son más importantes que las cosas. La marca es una cosa. Son mucho más importantes las personas y el talento de los directivos que las marcas².

La primera pregunta que surge es: ¿son estas valoraciones fiables? La segunda pregunta es: ¿sirve para algo valorar las marcas?

2. Tanto en sectores «buenos» como en sectores «malos» hay empresas que van mucho mejor y mucho peor que la media. Habitualmente, esto se debe al talento de los directivos.

Tabla 2. Valor de las 30 marcas más valiosas en 2006 según Interbrand (millardos de dólares)³

Fuente: Rankings de Interbrand, publicados en Business Week en 1999, 2003 y 1999

Empresa	2006	2003	1999	Empresa	2006	2003	1999	Empresa	2006	2003	1999
1 Coca-Cola	67,0	70,5	83,8	11 Citibank	21,5	18,6	9,1	21 Merrill Lynch	13,0	10,5	
2 Microsoft	56,9	65,2	56,7	12 Marlboro	21,4	22,2	21,0	22 Pepsi-Cola	12,7	11,8	5,9
3 IBM	56,2	51,8	43,8	13 Hewlett-Packard	20,4	19,9	17,1	23 Nescafé	12,5	12,3	17,6
4 General Electric	48,9	42,3	33,5	14 Amex	19,6	16,8	12,6	24 Google	12,4		
5 Intel	32,3	31,1	30,0	15 BMW	19,6	15,1	11,3	25 Dell	12,3	10,4	9,0
6 Nokia	30,1	29,4	20,7	16 Gillette	19,6	16,0	15,9	26 Sony	11,7	13,2	14,2
7 Toyota	27,9	20,8	12,3	17 Louis Vuitton	17,6	6,7	4,1	27 Budweiser	11,7	11,9	8,5
8 Disney	27,8	28,0	32,3	18 Cisco	17,5	15,8		28 HSBC	11,6	7,6	
9 McDonald's	27,5	24,7	26,2	19 Honda	17,0	15,6	11,1	29 Oracle	11,5	11,3	
10 Mercedes	21,8	21,4	17,8	20 Samsung	16,2	10,9		30 Ford	11,1	17,1	33,2

AT&T aparecía en 1999 con un valor de marca de \$24.200 millones (y \$25.500 en 2000), pero no aparece en 2003. Aparecieron en el listado de 2000, pero no en el de 2003: Procter and Gamble (\$48.400 millones), Unilever (\$37.100), Diageo (\$14.600), Compac (\$14.600), Colgate-Palmolive (\$13.600) y AOL (\$4.500).

Tabla 3. Aumento del valor de las marcas más valiosas entre 1999 y 2006, y entre 2000 y 2006 según Interbrand. Fuente: Rankings de Interbrand, publicados en Business Week en 1999, 2000 y 2006.

Mayores aumentos del valor de la marca (2006/1999)				Mayores disminuciones y menores aumentos del valor de la marca (2006/1999)			
1 Louis Vuitton	332%	9 Rolex	75%	1 Kodak	-70%	9 Disney	-14%
2 Amazon.com	246%	10 BMW	74%	2 Ford	-67%	10 Volkswagen	-9%
3 Yahoo!	244%	11 Chanel	64%	3 Heinz	-47%	11 Microsoft	0%
4 IKEA	153%	12 Colgate	58%	4 Xerox	-47%	12 Marlboro	1%
5 Citibank	135%	13 Amex	56%	5 Nescafé	-29%	13 McDonald's	5%
6 Toyota	127%	14 Honda	54%	6 Coca-Cola	-20%	14 Kleenex	5%
7 Pepsi-Cola	114%	15 General Electric	46%	7 Gap	-19%	15 Intel	8%
8 Apple	113%	16 Nokia	46%	8 Sony	-18%	16 Moët&Chandon	16%

Sólo 46 de las 100 marcas más valiosas en 2006 aparecieron entre las 100 más valiosas de 1999.

Mayores aumentos del valor de la marca (2006/2000)				Mayores disminuciones del valor de la marca (2006/2000)			
1 Samsung	211%	9 IKEA	46%	1 Nestlé	-88%	9 Volkswagen	-23%
2 Louis Vuitton	155%	10 Apple	38%	2 Ford	-70%	10 Nokia	-22%
3 Starbucks	138%	11 Gucci	38%	3 Kodak	-63%	11 Reuters	-19%
4 Pepsi-Cola	92%	12 Nike	36%	4 Heinz	-47%	12 Microsoft	-19%
5 Armani	86%	13 BP	29%	5 Duracell	-39%	13 Disney	-17%
6 SAP	64%	14 Dell	29%	6 Xerox	-39%	14 Intel	-17%
7 BMW	51%	15 General Electric	28%	7 Gap	-31%	15 Cisco	-13%
8 Toyota	48%	16 Colgate	28%	8 Sony	-29%	16 Nescafé	-9%

Sólo 58 de las 100 marcas más valiosas en 2006 aparecieron entre las 100 más valiosas de 2000.

3. En el anexo 1 aparecen agrupados los listados de las 100 marcas más valiosas según Interbrand en 1999, 2000, 2002, 2003 y 2006.

Tabla 4. Valor de la marca (VM) según Interbrand en 2006 como porcentaje del valor de la empresa: la capitalización bursátil (CAP) más el valor de la deuda (D)

	VM/(CAP+D)			VM/(CAP+D)			VM/(CAP+D)	
	2006	2003		2006	2003		2006	2003
Gucci	83%	43%	Gap	39%	49%	Honda	20%	30%
Burberry	73%		Accenture	39%	80%	Microsoft	20%	25%
Coca-Cola	65%	67%	Novartis	38%		Dell	18%	15%
Nike	63%	87%	IBM	37%	33%	Apple	17%	103%
Audi	58%	0%	Heinz	36%	47%	Colgate	17%	14%
BMW	57%	32%	Gillette	34%	45%	Canon	17%	23%
McDonald's	54%	88%	Nokia	33%	44%	Kraft	15%	14%
Harley-Davidson	49%	52%	adidas	33%	69%	Google	15%	
Porsche	47%		Avon	32%	32%	Philips	15%	22%
Duracell	43%	41%	Volkswagen	29%	10%	Oracle	15%	20%
Wrigley's	41%	49%	Amazon.com	29%	28%	SAP	15%	32%
Disney	41%	58%	Xerox	27%	29%	Danone	14%	24%
Kodak	40%	67%	Intel	26%	29%	Yahoo!	13%	26%
Nintendo	40%	71%	Sony	21%	32%	Pepsi-Cola	13%	17%
Kelloggs	39%	42%	Hewlett-Packard	21%	36%	Cisco	13%	17%

Tabla 5. Valor de la marca (VM) según Interbrand en 2006 como porcentaje del valor de la empresa menos su valor contable (CAP + D) - (VC + D). VC = Valor contable de las acciones

	VM/(CAP-VC)			VM/(CAP-VC)			VM/(CAP-VC)	
	2006	2003		2006	2003		2006	2003
Gucci	1,72	1,01	Harley-Davidson	0,68	0,71	Nokia	0,40	0,58
BMW	1,41	2,50	adidas	0,68	1,38	Avon	0,38	0,35
Audi	1,36		Kodak	0,65	1,66	Intel	0,38	0,36
Disney	1,27	1,83	Ford	0,62	2,10	Hewlett-Packard	0,37	0,95
Bulgari	1,07		Philips	0,62	0,26	Gillette	0,35	0,53
Nike	1,06	1,30	Sony	0,60	1,32	JPMorgan	0,35	0,48
Tiffany	1,06	1,26	Gap	0,60	0,78	Merrill Lynch	0,34	0,74
McDonald's	1,01	2,17	Heinz	0,58	0,81	Amazon.com	0,32	0,32
Burberry	0,97		Kelloggs	0,58	0,69	Morgan Stanley	0,30	0,46
Xerox	0,86	1,23	IBM	0,57	0,46	Canon	0,27	0,41
Coca-Cola	0,81	0,79	Wrigley's	0,56	0,57	Toyota	0,26	0,81
Nintendo	0,78	2,10	Hermes	0,52	0,87	Microsoft	0,24	0,34
Honda	0,77	1,34	Duracell	0,51	0,49	Apple	0,21	2,76
Porsche	0,74		Reuters	0,48	1,53	Oracle	0,21	0,22
Novartis	0,72		Accenture	0,44	16,96	Colgate	0,20	0,17

El 16 de febrero de 2001, el diario Expansión publicó una lista con la valoración de las marcas de los principales equipos de fútbol y de las escuderías de fórmula 1. La valoración estaba realizada por la consultora Futu-

reBrand. Según ellos, la marca Real Madrid valía 155 millones de dólares y la marca Barcelona 85.

Manchester United	259	Juventus	102	Arsenal	82	Ferrari	110
Real Madrid	155	Liverpool	85	Inter de Milán	76	McLaren Mercedes	106
Bayern Munich	150	F.C. Barcelona	85	Rangers	53	Williams BMW	79

En los últimos años, sobre todo a partir de la publicación del libro *Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name* de David Aaker (2001), han proliferado consultoras y documentos de investigación proponiendo métodos para determinar el valor de las marcas.

El empeño merece la pena ya que en el entorno competitivo actual la marca es considerada por muchos como el activo comercial e institucional más importante de muchos sectores empresariales. El conocer cómo se logran marcas fuertes y estables en el tiempo es algo que tiene un gran interés. Para ello es indispensable identificar los *value drivers* de cada marca, esto es, los parámetros fundamentales para crear, gestionar y medir el valor de una marca.

Sin embargo, consideramos que la determinación exacta del concepto marca, y por tanto de su valor, está muy lejos de haber sido lograda.

Houlihan Advisors dice en su página web que «una marca en el mercado es como una vaca en un mercado ganadero. El propósito es diferenciar tu vaca de las otras vacas, aunque todas las vacas se parecen mucho».

El objetivo de este documento es mostrar las limitaciones de varios de los métodos propuestos para valorar marcas y capital intelectual y establecer, dentro de los límites que impone la propia realidad de la marca, pautas para crear valor examinando las marcas y el capital intelectual.

Como veremos, el primer escollo con el que nos encontramos es definir de modo preciso qué es la marca. Esto significa concretar qué parte de los flujos generados por la empresa son debidos a la marca, o lo que es equivalente, qué flujos generaría la empresa si no tuviera la marca que queremos valorar⁴.

4. Existen muchas definiciones del concepto marca, pero no son operativas para valorarlas. Por ejemplo, Aaker define la marca como «un conjunto de activos y pasivos ligados a una marca, su nombre y su símbolo, que añaden o restan valor al valor aportado por un producto o servicio a una empresa y/o a sus clientes». Según Leuthesser (1995), la marca es «el valor (para los clientes) adicional de un producto respecto del que tendría otro producto idéntico sin la marca». Según el Marketing Science Institute (1998), la marca es «la ventaja competitiva fuerte, sostenible y diferenciada respecto a los competidores que se traduce en un mayor volumen o un mayor margen de la empresa respecto a la situación que tendría sin la marca. Este volumen o margen diferencial se debe al comportamiento de los consumidores, del canal de distribución y de las propias empresas».

Por otro lado existe mucha confusión con el valor de las marcas. En 2000 un diario nacional publicó que según un prestigioso profesor de marketing, «el valor de la marca puede llegar hasta el triple de la capitalización bursátil». Obviamente, esto es un error de concepto.

Otra línea de investigación ha sido la valoración del denominado «capital intelectual» que abordamos en el apartado 12.

A continuación, adjuntamos el ranking elaborado por Millward Brown⁵ y publicado el 3 de abril de 2006 y lo comparamos con el ranking de Interbrand. En primer lugar, sorprende que dos de las marcas del ranking de Millward Brown (China Móviles y Wal-Mart) no aparezcan entre las 100 de Interbrand. También sorprende la diferencia entre ambas valoraciones de las marcas.

Tabla 6. 10 marcas más valiosas en 2006 según Millward Brown y según Interbrand (\$millardos)

10 marcas más valiosas 2006			10 marcas más valiosas 2006		
	Millward Brown*	vs. Interbrand	Interbrand		
1	Microsoft	62,0	9%	Coca-Cola	67,0
2	General Electric	55,8	14%	Microsoft	56,9
3	Coca-Cola	41,4	-38%	IBM	56,2
4	China Mobile	39,2	n.a.	General Electric	48,9
5	Marlboro	38,5	80%	Intel	32,3
6	Wal-Mart	37,6	n.a.	Nokia	30,1
7	Google	37,4	203%	Toyota	27,9
8	IBM	36,1	-36%	Disney	27,8
9	Citibank	31,0	45%	McDonald's	27,5
10	Toyota	30,2	8%	Mercedes	21,8

*Fuente: Millward Brown Optimor (including data from BRANDZ™, Euromonitor International, and Bloomberg)

2. Métodos utilizados para valorar marcas

Diversos autores y empresas consultoras proponen distintos métodos de valoración de la marca. Los distintos métodos consideran que el valor de la marca es:

5. Se autodefinen como «the company's specialist financial and ROI arm, the BRANDZ™ Top 100 Most Powerful Brands study utilised BRANDZ™ data that provides brand equity measures for more than 30,000 brands.» Acerca del ranking dicen que «is unique because it is the first to combine consumer research with public financial data to measure the contributions brands make to the bottom line. Additionally, it is the only ranking to quantify consumer sentiment about a brand's momentum and future prospects, and the first to focus on «market facing» brands as opposed to corporate brands».

1. El valor de la empresa (valor de las acciones más valor de la deuda financiera).
2. La diferencia entre el valor de mercado y el valor contable de las acciones de la empresa (*market value added*).
3. La diferencia entre el valor de mercado y el valor contable ajustado de las acciones (también denominado neto patrimonial ajustado). A esta cantidad se le denomina contablemente *goodwill*. En el apartado 2 se muestra el ejemplo de una empresa que utiliza este método.
4. La diferencia entre el valor de mercado y el valor contable de las acciones de la empresa menos la capacidad de gestión del equipo directivo (capital intelectual).
5. El valor de reposición de la marca.
 - 5.1. Valor actual de la inversión histórica en marketing y promociones⁶.
 - 5.2. Estimación de la inversión publicitaria necesaria para conseguir el reconocimiento actual.
6. La diferencia entre el valor de la empresa con marca y el de otra empresa análoga que vendiera productos sin marca (genéricos o marcas blancas). Para cuantificar esta diferencia, diversos autores y empresas consultoras proponen distintos métodos:
 - 6.1. Valor actual del sobreprecio (respecto a una marca blanca) que pagan los clientes por esa marca.
 - 6.2. Valor actual del volumen extra (respecto a una marca blanca) debido a la marca.
 - 6.3. La suma de los dos valores anteriores.
 - 6.4. La suma anterior menos todos los gastos e inversiones diferenciales debidos a la marca. Este método es, conceptualmente, el más correcto. Sin embargo, es muy difícil definir con fiabilidad los parámetros diferenciales entre el producto con marca y el producto sin marca: precio, volumen, costes del producto, gastos de estructura, inversiones, acciones comerciales y publicitarias... diferenciales.
 - 6.5. La diferencia entre los ratios [capitalización/ventas] de la empresa con marca y de la empresa sin marca multiplicada por las ventas de la empresa. Este método se recoge en el apartado 3 y es utilizado por Damodaran para valorar las marcas Kellogg y

6. Este método es inconsistente porque hay marcas, como Rolls-Royce, donde el coste de marketing es insignificante y el valor de la marca es substancial. Este es utilizado frecuentemente por Cadbury-Schweppes.

Coca-Cola como veremos en el apartado 4. En el apartado 5 mostramos varios problemas o errores que contienen estas valoraciones.

- 6.6. Beneficio diferencial (entre la empresa con marca y la empresa sin marca) por un múltiplo. Veremos más adelante que este es el método utilizado por la consultora Interbrand.
7. El valor actual del *free cash flow* de la empresa menos los activos utilizados por la rentabilidad exigida. Este método es utilizado por la empresa Houlihan Valuation Advisors y se expone en el apartado 9.
8. Las opciones de vender a mayor precio y/o mayor volumen y las opciones de crecer a través de nuevos canales de distribución, nuevos países, nuevos productos, nuevos formatos... debidos a la existencia de la marca.

Salinas (2007) contiene la mejor recopilación de métodos propuestos para valorar las marcas.

3. Valoración de la marca «para quién» y «para qué»

En el proceso de valoración de una marca cobra especial relevancia el «para quién» se determina ese valor, pues no es lo mismo el valor de la marca para la empresa propietaria que para una empresa con una marca competidora, o para otra empresa del sector con marca no directamente competidora, etc.

De igual forma, es de vital importancia concretar el «para qué» se quiere determinar el valor de una marca, si es para la venta de la misma, o bien para cobrar una serie de royalties, o como un elemento de ayuda en la gestión de la propia marca, o para activar su valor en el balance y poder amortizarlo después.

Un ejemplo ayuda a entender la importancia de esta diferencia. La figura 1 muestra dos valoraciones de las acciones de una empresa de productos de consumo: la realizada por el vendedor (situación actual) y la realizada por el comprador (expectativas del comprador). El equipo directivo vendedor cifraba el valor de las acciones de la empresa (suponiendo que siguiera al frente de la misma) en 838 millones de euros. El equipo directivo de la empresa compradora (teniendo en cuenta sus expectativas) valoró las acciones de la empresa en 1.341 millones de euros. La diferencia ($1.341 - 838 = 503$) se debía a mejor posicionamiento de la marca actual (117 millones); ahorros en costes de ventas, distribución, estructura y fabrica-

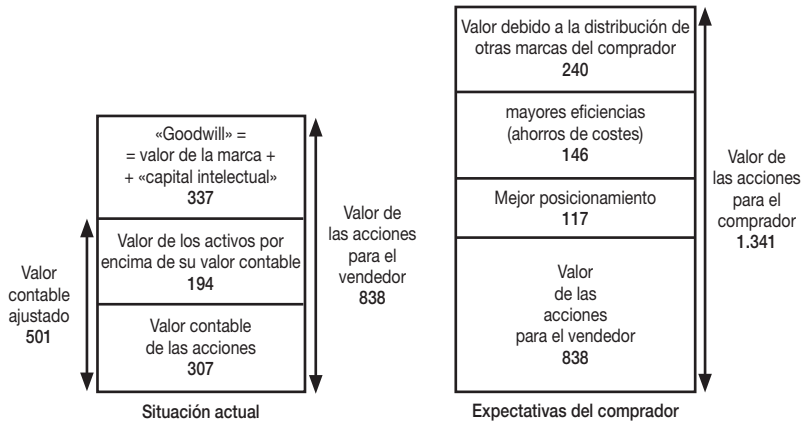
ción (146 millones); y valor de la distribución de otras marcas del comprador a través de los canales de la empresa (240 millones).

El equipo directivo vendedor sostenía que el valor de la marca (incluyendo el capital intelectual) bajo su gestión era 337 millones. Pero es obvio que el valor de la marca (y el valor de esta empresa) dependía de «para quién». También es obvio que el de «para quién» va ligado al «para qué»: el equipo directivo comprador utilizaría los activos de la empresa y la marca de modo distinto al equipo directivo vendedor. También es obvio que el valor de las acciones y de la marca sería distinto para otro posible comprador.

Este ejemplo también permite apreciar la dificultad de separar lo que es marca y lo que es capital intelectual. ¿Se le ocurre al lector cómo separar, por un procedimiento sensato, los 337 millones entre valor de la marca y capital intelectual?

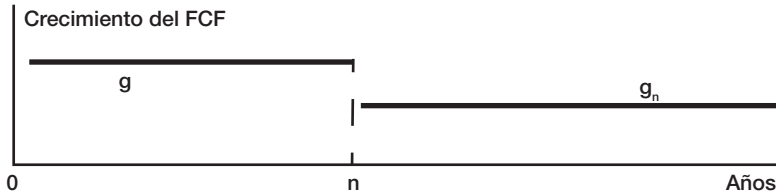
Finalmente, las acciones se vendieron por 1.050 millones de euros.

Figura 1. Dos valoraciones de las acciones de una empresa de productos de consumo



4. Valoración de la marca a partir de la diferencia en los ratios capitalización sobre ventas

Se supone que el FCF crece a la tasa g hasta el año n y que a partir del año $n+1$ crece a la tasa g_n . Por tanto, el FCF del año n es: $FCF_n = FCF_1 (1+g)^{n-1}$, y el FCF del año $n+1$ es: $FCF_{n+1} = FCF_1 (1+g)^{n-1} (1+g_n)$



El precio de la empresa (E+D) hoy es:

$$(1) \quad (E + D)_0 = \frac{FCF_1}{WACC - g} \left[1 - \left(\frac{1 + g}{1 + WACC} \right)^n \right] + \frac{FCF_1 (1 + g)^{n-1} (1 + g_n)}{(WACC - g_n) (1 + WACC)^n}$$

Esta expresión se reduce a:

$$(2) \quad (E + D)_0 = \frac{FCF_0 (1 + g)}{WACC - g} \left[1 - \left(\frac{1 + g}{1 + WACC} \right)^{n-1} \left(\frac{g - g_n}{WACC - g_n} \right) \right]$$

El FCF (*free cash flow*) es:

$$(3) \quad FCF = NOPAT - \Delta \text{ Activos fijos} - \Delta \text{ NOF} = NOPAT - \Delta \text{ AF} - \Delta \text{ NOF}$$

Dividiendo (3) por las ventas (V) se obtiene:

$$\frac{FCF}{V} = \frac{NOPAT}{V} - \frac{\Delta \text{ AF}}{V} - \frac{\Delta \text{ NOF}}{V}$$

Como⁷ $\frac{\Delta \text{ AF}}{V} + \frac{\Delta \text{ NOF}}{V} = \frac{\Delta \text{ AF} + \Delta \text{ NOF}}{\Delta V} \frac{\Delta V}{V} = \frac{\text{AF} + \text{NOF}}{V} g$ resulta:

$$(4) \quad \frac{FCF}{V} = \frac{NOPAT}{V} - \frac{\text{AF} + \text{NOF}}{V} g$$

Dividiendo la expresión (2) entre las ventas (V) y teniendo en cuenta (4) resulta:

$$(5) \quad \frac{E + D}{V} = \left(\frac{NOPAT}{V} - \frac{\text{AF} + \text{NOF}}{V} g \right) \frac{(1 + G)}{WACC - g} \left[1 - \left(\frac{1 + g}{1 + WACC} \right)^{n-1} \left(\frac{g - g_n}{WACC - g_n} \right) \right]$$

7. Suponiendo que el ratio (AF+NOF)/V permanece constante.

Podemos considerar un ratio valor de la empresa sobre ventas para una empresa con marca y otro ratio valor de la empresa sobre ventas para una empresa sin marca, esto es, con marcas blancas o productos genéricos. Entonces, el valor de la marca es:

$$(6) \quad \text{Valor de la marca} = \left[\left(\frac{E + D}{V} \right)_{\text{marca}} - \left(\frac{E + D}{V} \right)_{\text{genérico}} \right] \text{ventas}$$

Si en lugar de valorar la empresa, valoramos sólo las acciones, la fórmula (1) se transforma en la fórmula (7)

$$(7) \quad E_0 = \frac{CFac_1}{Ke - g} \left[1 - \left(\frac{1 + g}{1 + Ke} \right)^n \right] + \frac{CFac_1 (1 + g)^{n-1} (1 + gn)}{(ke - gn) (1 + Ke)^n}$$

El cash flow para los accionistas es igual al beneficio multiplicado por el *payout* ratio (p en los primeros años y p_n en los siguientes). Dividiendo la expresión (7) por las ventas resulta:

$$(8) \quad \frac{E}{V} = \frac{BFO}{V} \frac{(1 + g)p}{Ke - g} \left[1 - \left(\frac{1 + g}{1 + Ke} \right)^n \right] + \frac{BFO}{V} \frac{p_n (1 + g)^n (1 + gn)}{(Ke - gn) (1 + Ke)^n}$$

Análogamente, podemos considerar un ratio capitalización (E) sobre ventas para una empresa con marca y otro ratio capitalización (E) sobre ventas para una empresa sin marca, esto es, con marcas blancas o productos genéricos. Entonces, el valor de la marca es:

$$(9) \quad \text{Valor de la marca} = \left[\left(\frac{E}{V} \right)_{\text{marca}} - \left(\frac{E}{V} \right)_{\text{genérico}} \right] \text{ventas}$$

5. Valoraciones de las marcas Kellogg y Coca-Cola realizadas por Damodaran

Damodaran hace dos aplicaciones del método descrito en el apartado anterior para valorar las marcas Kellogg y Coca-Cola⁸. Utiliza las fórmulas (5) y (6) para valorar Kellogg y las fórmulas (8) y (9) para valorar Coca-

8. La valoración de Kellogg aparece en las páginas 346-348 de Damodaran (1996), *Investment Valuation*. La valoración de Coca-Cola aparece en las páginas 256-257 de Damodaran (1994), *Damodaran on Valuation*.

Cola. La tabla 7 contiene ambas valoraciones. En la valoración de Kellogg, Damodaran calcula el crecimiento g multiplicando el ROA por el coeficiente de retención de beneficios que es $(1 - payout)$. En la valoración de Coca-Cola, calcula el crecimiento g multiplicando el ROE por el coeficiente de retención de beneficios que es $(1 - payout)$, y el ROE es el ratio beneficios sobre ventas multiplicado por el ratio ventas sobre fondos propios (V/Evc). Nótese que en el caso de Kellogg supone que el crecimiento de activos fijos y necesidades operativas de fondos (NOF) es cero. En otra valoración posterior, realizada en 1998, cifró el valor de la marca⁹ Coca-Cola en 102.642 millones de dólares.

Tabla 7. Valoraciones de las marcas Kellogg y Coca-Cola según Damodaran

Valor de la marca Kellogg 1995				Valor de la marca Coca-Cola 1993				Coca-Cola 1998		
	Kellogg	Genérico	Diferencia		Coca-Cola	Genérico	Diferencia	Coca-Cola	Genérico	Diferencia
NOPAT / V	14,08%	6,72%	7,36%	BFO / V	14,40%	12,00%	2,40%	18,56%	7,50%	11,06%
(AF+NOF) / V	0,00%	0,00%	0,00%	V/Evc	3,364	1,366	2,00	1,67	1,67	0,00
ROA	32,60%	15,00%	17,60%	ROE	48,44%	16,39%	32,05%	31,00%	12,53%	18,47%
p (payout)	44,00%	44,00%	0,00%	p (payout)	39,00%	39,00%	0,00%	35,00%	35,00%	0,00%
g	18,26%	8,40%	9,86%	g	29,55%	10,00%	19,55%	20,15%	8,14%	12,01%
n (años)	5	5	0	n (años)	5	5	0	10	10	0
Ke	13,00%	13,00%	0,00%	Ke	13,33%	13,33%	0,00%	12,13%	12,13%	0,00%
$E/(D+E)$	92,16%	92,16%	0,00%	pn	65%	65%	0%	80,65%	52,10%	28,55%
WACC	12,41%	12,41%	0,00%	gn	6,00%	6,00%	0,00%	6,00%	6,00%	0,00%
gn	5,00%	5,00%	0,00%							

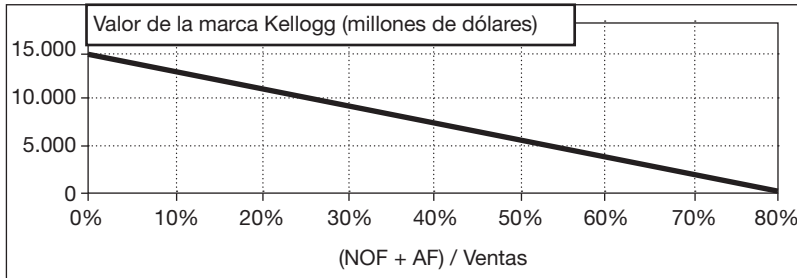
(E+D) / V	3,39	1,10	2,29	E / V	3,07	1,19	1,88	6,13	0,69	5,44
Ventas 1994 (\$ millones)	6.562			Ventas 1992 (\$ millones)	13.074			Ventas 1997	18.868	
Valor de la marca (\$ millones)	15.027			Valor de la marca (\$ millones)	24.579			Valor de la marca	102.642	
Valor de la empresa (\$ millones)	22.270			Valor de las acciones (\$ millones)	40.156			Valor de las acciones	115.697	
Valor de la marca / valor empresa	67,5%			Valor de la marca / valor acciones	61,2%			Marca / Acciones	88,7%	

6. Análisis de las valoraciones de Damodaran

1. En la valoración de Kellogg, considera que $(NOF+AF)/V$ es cero. Sin embargo, en los últimos años, el ratio $(NOF+AF)/V$ de Kellogg ha estado alrededor del 50%. Utilizando este ratio, el valor de la marca resulta \$5.118 millones. La figura 2 muestra la sensibilidad del valor de la marca (según la metodología de Damodaran) al ratio $(NOF+AF)/V$.

9. Ver www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/eqnotes/brand.pdf.

Figura 2. Sensibilidad del valor de la marca Kellogg al ratio (NOF+AF)/Ventas



2. Dificultad para estimar los parámetros que caracterizan una marca genérica o marca blanca. La tabla 8 muestra la sensibilidad del valor de la marca (según la metodología de Damodaran) a dos de las especificaciones del producto genérico: al ratio NOPAT/V y al crecimiento. Nótese que aumentando el crecimiento y el ratio NOPAT/V del genérico el valor de la marca disminuye notablemente.

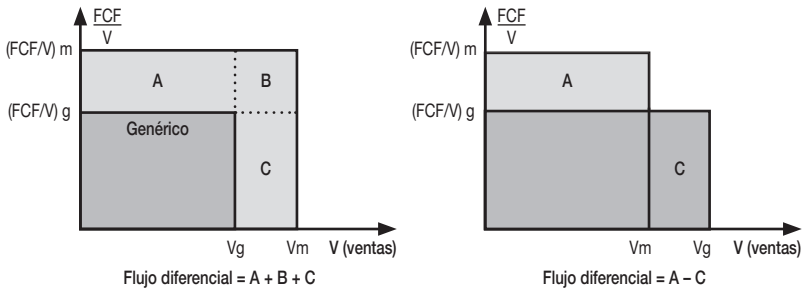
Tabla 8. Sensibilidad del valor de la marca Kellogg al ratio NOPAT/Ventas y al crecimiento del genérico

NOPAT/V	crecimiento del genérico							
	6%	8%	8,4%	10%	12%	14%	16%	18%
5%	17.389	16.996	16.864	16.536	16.077	15.552	14.961	14.436
6,72%	15.749	15.158	15.027	14.568	13.911	13.255	12.468	11.680
8%	14.502	13.846	13.649	13.124	12.337	11.484	10.630	9.712
10%	12.533	11.680	11.549	10.827	9.843	8.859	7.743	6.562
12%	10.630	9.581	9.384	8.531	7.349	6.168	4.856	3.412
14%	8.662	7.481	7.284	6.234	4.922	3.478	1.969	328
16%	6.693	5.381	5.118	3.937	2.428	787	-919	-2.756
18%	4.790	3.281	2.953	1.706	0	-1.837	-3.806	-5.906
20%	2.822	1.181	853	-525	-2.428	-4.528	-6.693	-8.990

3. Supone que las ventas actuales de la empresa con marca genérica son idénticas a las de la empresa con marca. La figura 3 muestra esquemáticamente dos situaciones. La de la izquierda muestra una empresa con marca y con mayor flujo y mayor volumen que la empresa con producto genérico (ejemplos de esta situación serían Kellogg, Coca-Cola, Pepsi-Cola, Marlboro...). La de la derecha muestra una empresa con marca y con mayor flujo pero menor volumen que la empresa con producto genérico (ejemplos de esta situación serían Mercedes, Rolex, Moët&Chandon...). Además

hay otra tercera situación: una empresa con marca y con menor flujo pero mayor volumen que la empresa con producto genérico (ejemplos de esta situación serían Amazon, Ikea, Bic, WalMart...). Sin embargo, Damodaran supone en sus valoraciones que las ventas de partida de Coca-Cola y de las empresas con producto genérico son idénticas.

Figura 3. Flujos diferenciales de la empresa con marca (m) respecto a la empresa con producto genérico (g)



Para tener en cuenta los distintos volúmenes, la fórmula (9) debería ser sustituida por la (10)

$$(10) \quad \text{Valor de la marca} = \left(\frac{E}{V}\right)_{\text{marca}} \text{ventas}_{\text{marca}} - \left(\frac{E}{V}\right)_{\text{genérico}} \text{ventas}_{\text{genérico}}$$

- Las hipótesis sobre la evolución futura de la empresa con marca y de la empresa con producto genérico son pocas y muy rígidas. La figura 4 muestra las ventas y los flujos previstos en el modelo de Damodaran para las marcas Kellogg y Coca-Cola. La figura 5 muestra la diferencia entre las previsiones y la realidad posterior. Es evidente que las hipótesis sobre el crecimiento de las marcas fueron muy optimistas. En el período 1992-2000, el crecimiento medio de las ventas de Coca-Cola fue 5,71% y el del beneficio fue el 3,45%, mientras que el crecimiento previsto para ambos parámetros era 20,16%. En el caso de Kellogg, en el período 1994-2000, el crecimiento medio de las ventas fue 0,97% y el del beneficio fue el -3%, mientras que el crecimiento previsto para ambos parámetros era 15,94%. Nótese que en ambos casos, los crecimientos de ventas y beneficios fueron inferiores a los previstos para los genéricos en la tabla 5. esta evolución explica la evolución de las cotizaciones de

Kellogg y Coca-Cola, que se presentan en la figura 6. En la figura 7 se puede observar que a partir de 1998 la evolución de Pepsico fue sustancialmente mejor que la de Coca-Cola. La tabla 9 muestra la capitalización bursátil y la rentabilidad para los accionistas de Coca-Cola, Kellogg y Pepsico desde 1989 hasta 2006.

Figura 4. Ventas y flujos previstos en la valoración de Damodaran

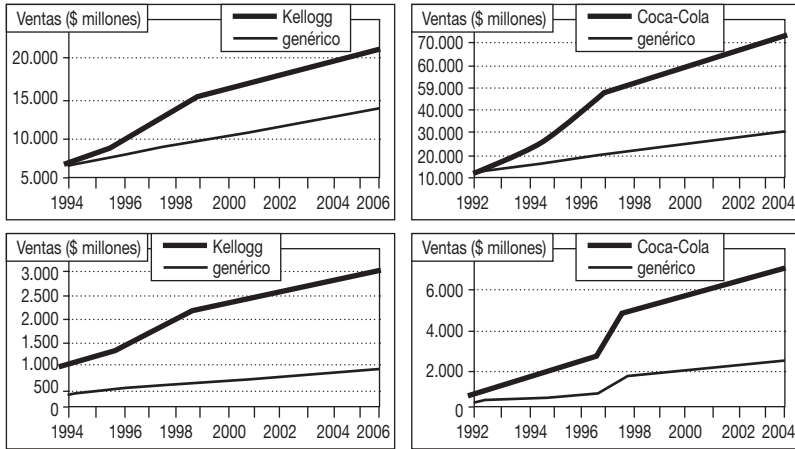


Figura 5. Ventas y beneficios reales y previstos en las valoraciones de Damodaran

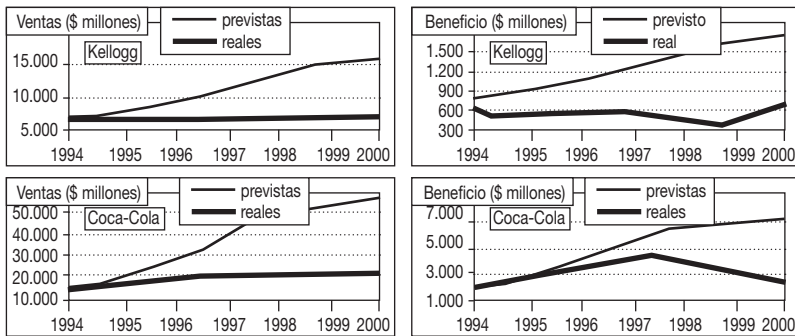


Figura 6. Evolución de la rentabilidad para los accionistas de Kellogg (K) y Coca-Cola (KO) desde enero de 1995

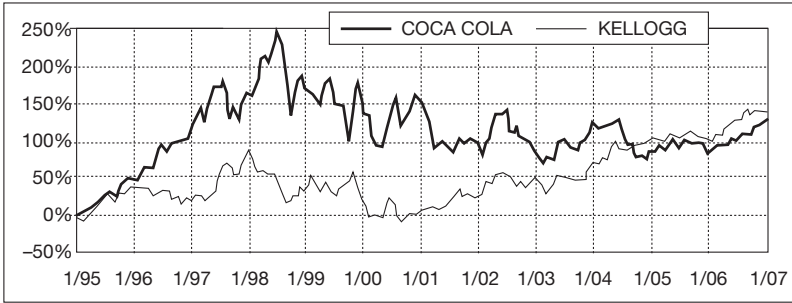


Figura 7. Evolución de la rentabilidad para los accionistas de Pepsico (PEP) y Coca-Cola (KO) desde enero de 1998

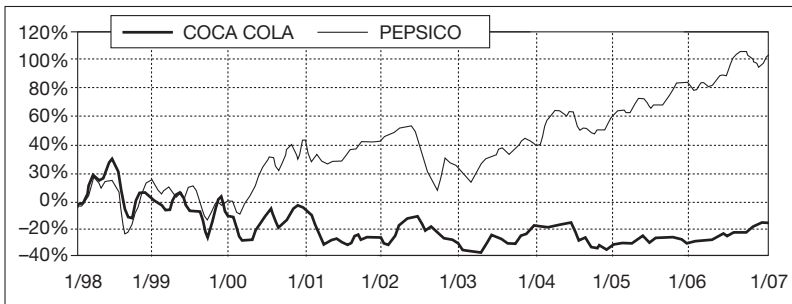


Tabla 9. Evolución de Coca-Cola, Kellogg y Pepsico

	Capitalización (miles de millones de dólares)																	
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Coca-Cola	26	31	53	55	58	66	93	131	165	165	144	151	117	109	124	101	96	113
Kellogg	8	9	16	16	13	13	17	14	20	14	12	11	12	14	16	18	18	20
PepsiCo	17	20	27	33	33	29	44	45	55	60	51	72	85	75	80	88	98	103
Coca/Pepsi	1,57	1,52	2,00	1,66	1,78	2,31	2,12	2,88	3,00	2,75	2,80	2,14	1,38	1,45	1,55	1,15	0,98	1,10

	Rentabilidad para los accionistas (%)																	
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Coca-Cola	77	23	75	6	8	17	46	43	28	1	-12	6	-21	-6	18	-16	-1	23
Kellogg	8	16	76	4	-13	5	36	-13	55	-29	-7	-11	19	17	15	20	-1	19
PepsiCo	65	24	32	24	0	-10	57	6	37	14	-12	43	-1	-12	12	14	15	8
Coca-Pepsi	12	-1	43	-18	8	27	-11	37	-9	-13	0	-37	-20	6	6	-30	-16	15

Nótese que Damodaran (2006, Pág. 421) menciona que: «Fernandez (2001) reviewed several brand name valuation approaches and concluded that they all had shortcomings. While one of the models critiqued in his paper is from the 1st edition of this book, we agree with his general point. Valuing brand name is easiest to do for companies that have single product lines and no other competitive advantages and becomes progressively more difficult for other cases. Attaching a value to brand name may make accountants feel better about their measurements of asset value, but it often provides little information to investors.» Sin embargo, unas páginas antes presenta las valoraciones de la marca Coca Cola que se presentan en la tabla 10. Son valoraciones muy similares a las de su primera edición (que hemos visto antes). Compara Coca-Cola con Cott, una empresa canadiense que fabrica marcas blancas de refrescos. La tabla 10 presenta unas deficiencias similares a las de la tabla 7.

Tabla 10. Valoraciones de la marca Coca Cola según Damodaran (2006). Datos en \$millones. Fuente: Damodaran (2006, Pág. 416, 417 y 420)

	Valor de Coca Cola con el margen de:		Valor de Coca Cola con el ROA de:		Datos de las dos empresas		
	Coca Cola	Cott	Coca Cola	Cott		Coca Cola	Cott
Tasa de impuestos T	40%	40%	40%	40%	E	98.160	949
Ventas	21.962	21.962			Deuda	7.178	345
D + Evc			16.406	16.406	Caja	6.707	27
<i>Período de gran crecimiento</i>					D neta	471	318
Duración (n años)	10	10	10	10	E+D	98.631	1.267
Tasa de reinversión (TR)	50%	50%	50%	50%	Ventas	21.962	1.646
Margen = EBIT (1-T) / Ventas	15,57%	5,28%			EBITDA	7.760	186
Ventas / (D+Evc)	1,34	1,34			Evc+D	16.406	775
ROA = EBIT (1-T) / (D+Evc)	20,84%	7,06%	20,84%	11,20%	(E+D)/Ventas	4,49	0,77
Crecimiento	10,42%	3,53%	10,42%	5,60%	(E+D)/EBITDA	12,71	6,81
WACC	7,65%	7,65%	7,65%	7,65%	(E+D)/(Evc+D)	6,01	1,63
<i>Período de crecimiento estable</i>							
Crecimiento	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%			
EBIT (1-T) / (D+Evc)	7,65%	7,65%	7,65%	7,65%			
Tasa de reinversión	52,28%	52,28%	52,28%	52,28%			
WACC	7,65%	7,65%	7,65%	7,65%			
EBIT (1-T) / Ventas	15,57%	15,57%	15,57%	15,57%			
D+E	79.611	15.371	79.611	28.883			
Valor de la marca	64.240		50.728				
FCF = Ventas x Margen (1 - TR)			FCF = (D+Evc) x ROA (1 - TR)				

7. Método de valoración de Interbrand¹⁰

En la tabla 2 vimos un resumen del *ranking* publicado por Interbrand en 2006 de las 100 marcas más valiosas (el ranking completo está en el anexo 1). Interbrand valora la marca multiplicando el beneficio diferencial de la marca por un múltiplo. Este múltiplo, se determina cuantificando los factores que, según Interbrand, determinan la fortaleza de la marca. La tabla 11 incluye un ejemplo en el que se detallan los pasos que seguía el método de Interbrand en 2000 para calcular el beneficio diferencial de la marca.

Suele partir de una media ponderada¹¹ del beneficio histórico antes de intereses e impuestos (EBIT) de los últimos tres años diferencial (restando el EBIT correspondiente a un producto genérico, sin marca o marca blanca¹²) y eliminando el EBIT de las actividades que no sean resultado de la identidad de la marca. Cuando la media ponderada de los EBIT históricos es superior a la previsión del EBIT de la marca para los años futuros se realiza una provisión para reflejar esta reducción. Para llegar al beneficio diferencial de la marca, se deduce la remuneración de los recursos y los impuestos.

En el *Expansión* de 19/12/03 (Pág. 20) se puede leer: «A partir del estudio exhaustivo de los informes anuales de las empresas, Interbrand intenta aislar el porcentaje de ingresos que la empresa tiene exclusivamente gracias al poder de su marca. Para ello, intenta separar qué porcentaje de ingresos procede de los activos materiales de la empresa y qué porcentaje se debe a los activos intangibles, entre los que está la marca. En este punto es en el que entran los análisis de mercados, sondeos y encuestas publicadas.»

10. Interbrand es una empresa multinacional especializada en marcas, en lo que se refiere a creación, estrategia, investigación, diseño, derecho y valoración de marcas. www.interbrand.com.

11. En muchos casos se aplica una ponderación simple de tres veces para el año actual, dos para el año anterior y una para el anterior a éste. También se ajustan los EBIT históricos por la inflación.

12. Para cuantificar el EBIT relativo al producto sin marca Interbrand recomienda tener en cuenta que:

- Un producto sin marca generalmente no tiene ni el volumen ni la estabilidad de la demanda de un producto con marca.
- La marca proporciona economías de escala gracias al mayor volumen de producción y a la estabilidad de la demanda.
- Un producto con marca se puede vender a un precio superior al de un producto equivalente sin marca.

Tabla 11. Un ejemplo de determinación del beneficio diferencial de la marca según Interbrand

(millones de dólares)	año -2	año -1	año 0	previsión año +1
Beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT)	820	920	824	900
- EBIT de la marca blanca	300	320	340	360
EBIT diferencial de la marca	520	600	484	540
Factor compensador de la inflación	1,10	1,05	1,00	
Valor actual del EBIT diferencial de la marca	572	630	484	
Factor de ponderación	1	2	3	

EBIT diferencial ponderado de la marca	547
Provisión por reducción futura del EBIT	-
Remuneración de los recursos	-162
Beneficio diferencial de la marca antes de impuestos	385
Impuestos	135
Beneficio diferencial de la marca	250

Para calcular el múltiplo que se debe aplicar al beneficio diferencial de la marca, Interbrand calcula la «fortaleza de la marca», que es una ponderación de siete factores, que son:

1. *Liderazgo.* Una marca líder es más estable y tiene más valor que otra marca con una cuota de mercado menor porque el liderazgo proporciona influencia en el mercado, poder para establecer precios, dominio en la distribución, mayor resistencia a los competidores, etc.
2. *Estabilidad.* Obtienen altas puntuaciones en este factor las marcas establecidas hace tiempo, que cuentan con la lealtad de los consumidores.
3. *Mercado.* Una marca en un mercado estable y creciente con elevadas barreras de entrada puntuará muy alto.
4. *Internacionalidad.* Marcas que operan en mercados internacionales tienen más valor que marcas nacionales o regionales. Por otra parte, todas las marcas no son capaces de atravesar las barreras culturales y nacionales.
5. *Trayectoria de la marca.* La tendencia de una marca a mantenerse actualizada y relevante para el consumidor incrementa su valor.
6. *Apoyo.* Marcas que han recibido inversiones y apoyo deben considerarse más valiosas que aquéllas que no lo han recibido. Se tiene en cuenta la cantidad gastada y la calidad de este apoyo.
7. *Protección legal.* La robustez y amplitud de la protección de la marca («monopolio legal») es un factor crítico en su valoración.

La tabla 12 contiene un ejemplo que ilustra cómo se puntúan cuatro marcas pertenecientes a mercados distintos¹³.

Tabla 12. Ejemplos de cálculo de la fortaleza de la marca según Interbrand

Marca A. Marca internacional en el sector de artículos de baño fundada hace muchos años. La marca fue y es la número uno o la número dos, en función de los países.

Marca B. Marca nacional líder en el sector de la alimentación. Opera en un mercado tradicional y estable pero en el que los gustos están cambiando desde los productos tradicionales hacia otros de comida preparada o fácil preparación. La marca tiene limitada sus ventas para la exportación, y la protección legal se basa en el derecho legal común más que en fuertes derechos del registro.

Marca C. Marca nacional de bebidas secundaria pero con buenas posibilidades de crecimiento, que fue lanzada hace cinco años. El mercado es muy dinámico y creciente. La marca ha sido fuertemente apoyada pero todavía es pronto para que esta actuación tenga resultados visibles. La marca no tiene casi problemas de registro en su país de origen. La marca está siendo desarrollada para alcanzar un posicionamiento internacional.

Marca D. Marca regional minoritaria pero estable que opera en un mercado fragmentado pero también estable.

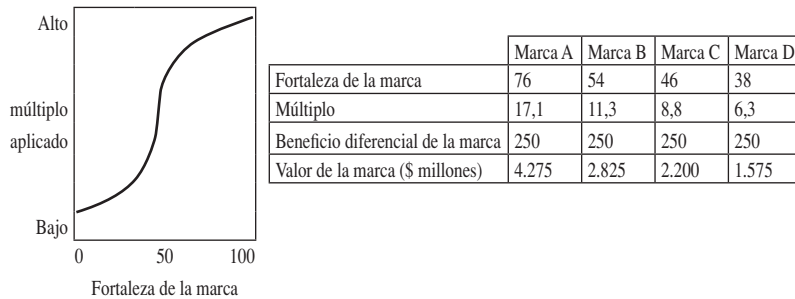
<i>Factores de fortaleza</i>	Puntuación máxima	Marca A	Marca B	Marca C	Marca D
Liderazgo	25	19	19	10	7
Estabilidad	15	12	9	7	11
Mercado	10	7	6	8	6
Internacionalidad	25	18	5	2	0
Tendencia	10	7	5	7	6
Apoyo	10	8	7	8	5
Protección	5	5	3	4	3
Fortaleza de la marca	100	76	54	46	38

Como muestra la figura 8, la fortaleza de la marca se traduce en un múltiplo según una curva con forma de «S». La magnitud máxima del múltiplo se fija, principalmente, a partir del PER del mercado¹⁴. El múltiplo máximo varía de un sector a otro y también varía a lo largo del tiempo. En el ejemplo de la figura 8 el múltiplo máximo es 20. En los cuatro casos suponemos que el beneficio diferencial de la marca es 250 millones de dólares.

13. Para puntuar cada factor de fortaleza se requiere un meticuloso estudio de la marca, de su posicionamiento en los mercados en los que opera, de las actividades realizadas en el pasado, de los planes futuros, de los riesgos de la marca, etc. Se examina el empaquetado y los anuncios de TV y prensa además de realizar visitas de inspección a los mayoristas y minoristas.

14. Interbrand hace una afirmación más que opinable: «el múltiplo más alto en la escala de fortaleza de la marca debería ser claramente mayor que la media del PER del sector en el que la empresa opera.»

Figura 8. Valoración de las cuatro marcas según Interbrand



8. Comentario al método de Interbrand

La cuantificación del beneficio diferencial de la marca (fundamentalmente por la estimación del EBIT de la marca blanca), de la fortaleza de la marca y del múltiplo es muy subjetivas. Por otro lado, marcas como Coca-Cola o Pepsi-Cola no son igualmente fuertes en todos los mercados ni en todos los productos (¿conoce usted el nombre de la tónica de Coca-Cola?). Pepsi, por ejemplo, tiene cuotas de mercado que van desde 1% hasta 100%, dependiendo de los países. Incluso en España, la cuota de mercado en Canarias es cercana al 50%, mientras que en la Península no llega al 15%.

La valoración de cualquier marca por este método es muy subjetiva, no sólo por los parámetros utilizados, sino también por la propia metodología. Sin embargo, el análisis de los factores de fortaleza para cada marca/región geográfica/formato, permite realizar comparaciones y puede proporcionar a los directivos pautas para identificar los principales *value drivers* de la marca y de la empresa, aumentar la fortaleza de la marca y, por tanto, su valor.

En marzo de 2007, en la Web de Interbrand se podía contener un método distinto para valorar las marcas: el siguiente ejemplo y los siguientes párrafos están tomados del capítulo 2 (titulado *The Financial Value of Brands* y escrito por Jan Lindemann, de Interbrand) del libro *Brands and Branding, An Economist Book*, publicado en abril de 2004.

«To capture the complex value creation of a brand, take the following five steps:

1. *Market segmentation. Brands influence customer choice, but the influence varies depending on the market in which the brand oper-*

ates. Split the brand's markets into non-overlapping and homogeneous groups of consumers according to applicable criteria such as product or service, distribution channels, consumption patterns, purchase sophistication, geography, existing and new customers, and so on. The brand is valued in each segment and the sum of the segment valuations constitutes the total value of the brand.

2. *Financial analysis. Identify and forecast revenues and earnings from intangibles generated by the brand for each of the distinct segments determined in Step 1. Intangible earnings are defined as brand revenue less operating costs, applicable taxes and a charge for the capital employed. The concept is similar to the notion of economic profit.*
3. *Demand analysis. Assess the role that the brand plays in driving demand for products and services in the markets in which it operates, and determine what proportion of intangible earnings is attributable to the brand measured by an indicator referred to as the «role of branding index». This is done by first identifying the various drivers of demand for the branded business, then determining the degree to which each driver is directly influenced by the brand.*

The role of branding index represents the percentage of intangible earnings that are generated by the brand. Brand earnings are calculated by multiplying the role of branding index by intangible earnings.

4. *Competitive benchmarking. Determine the competitive strengths and weaknesses of the brand to derive the specific brand discount rate that reflects the risk profile of its expected future earnings (this is measured by an indicator referred to as the «brand strength score»). This comprises extensive competitive benchmarking and a structured evaluation of the brand's market, stability, leadership position, growth trend, support, geographic footprint and legal protectability.*
5. *Brand value calculation. Brand value is the net present value (NPV) of the forecast brand earnings, discounted by the brand discount rate».*

A continuación, presentan el ejemplo de la tabla siguiente («a hypothetical valuation of a brand in one market segment»):

Tabla 13. Valoración de una marca según Interbrand (2004)

		año 1	año 2	año 3	año 4	año 5	
	Ventas (\$ millones)	375,00	450,87	531,98	621,34	625,33	
	Coste de ventas	150,00	180,35	212,79	248,54	250,13	
	Margen Bruto	225,00	270,52	319,19	372,80	375,20	
	Marketing	67,50	81,16	95,76	111,84	112,56	
	Amortización	2,81	3,38	3,99	4,66	4,69	
	Otros gastos	22,50	27,05	31,92	37,28	37,52	
	NOPBT	132,19	158,93	187,52	219,02	220,43	
	Impuestos (35%)	46,27	55,63	65,63	76,66	77,15	
1	NOPAT	A	85,92	103,31	121,89	142,36	143,28
2	Activos utilizados		131,25	157,81	186,19	217,47	218,86
3	Activos utilizados x 8%	B	10,50	12,62	14,90	17,40	17,51
4	<i>Intangible Earnings</i>	A - B	75,42	90,68	107,00	124,97	125,77
5	<i>Role of Branding Index</i>	79%	(% de los <i>Intangible earnings</i> generados por la marca)				
6	<i>Brand Earnings</i>		59,58	71,64	84,53	98,72	99,36
7	<i>Brand Strength Score</i>	66			Crecimiento tras año 5	2,50%	
8	<i>Brand Discount Rate</i>	7,4%					
			años 1-5	tras año 5	Total		
9	Valor de la marca = Valor actual de Brand Earnings		329,55	1.454,48	1.784,02		

9. Método de valoración de Financial World

Uno de los *rankings* de marcas más conocido es el elaborado por Financial World. Para valorar y clasificar las marcas, FW utiliza una versión simplificada del método de Interbrand. Se trata de obtener la diferencia entre los beneficios de una marca y los beneficios que debería producir una versión básica de ese producto sin marca. A esa diferencia la denomina «beneficios netos relativos a la marca». Por último, FW también aplica un múltiplo calculado en función de la fortaleza de la marca. El resultado es el valor de la marca. Este modelo establece la fortaleza de la marca analizando cinco componentes: liderazgo, estabilidad (lealtad de los consumidores), internacionalidad, continuidad de la importancia de la marca dentro de su sector, y seguridad de la propiedad legal de la marca. Las limitaciones de este modelo son idénticas a las del modelo de Interbrand.

Tabla 14. Las marcas más valiosas en 1996 según Financial World (millones de dólares)

	Marca	Valor de la marca		Marca	Valor de la marca
1	Marlboro	44.614	6	Kodak	13.267
2	Coca-Cola	43.427	7	Kellogg's	11.409
3	McDonald's	18.920	8	Budweiser	11.026
4	IBM	18.491	9	Nestlé	10.527
5	Disney	15.358	10	Intel	10.499

10. Método de Houlihan Valuation Advisors

Según este método, el valor de la marca es el valor actual del free cash flow de la empresa menos los activos utilizados por la rentabilidad exigida. Un ejemplo proporcionado por la empresa Houlihan Valuation Advisors¹⁵ (y corregido) se expone en la tabla 15.

Tabla 15. Valoración de la marca según Houlihan Valuation Advisors (\$ millones)

Activos utilizados	Rentabilidad exigida	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Circulante neto (NOF)	6%	90,0	91,8	93,6	95,5	97,4	99,4
Inmovilizado	9%	225,0	229,5	234,1	238,8	243,5	248,4
Activos intangibles	14%	75,0	76,5	78,0	79,6	81,2	82,8
Patentes	15%	10,0	10,2	10,4	10,6	10,8	11,0
Tecnología propia	20%	15,0	15,3	15,6	15,9	16,2	16,6

Free cash flow de la empresa	44,080	44,887	46,956	49,112	51,361	53,705
- Activos utilizados x rentabilidad exigida	-40,645	-41,458	-42,291	-43,133	-43,995	-44,875
Free cash flow atribuible a la marca	3,435	3,429	4,665	5,979	7,366	8,830
Valor de la marca	50,34	= Valor actual (Free cash flow marca, 16%). Crecimiento tras 2005 = 4%				

Nótese que el free cash flow atribuible a la marca se parece ligeramente al EVA. Este método no tiene mucho sentido. Sustituye el flujo atribuible a una empresa con producto genérico por los activos utilizados por la em-

15. Ver www.houlihan.com/services/brand_article/brand_article.htm. El valor de la marca según este artículo de la consultora es 49,13 millones, en lugar de 50,34 que es el correcto según sus hipótesis. El error de Houlihan está en el cálculo del valor residual: la consultora muestra un valor residual de 73,581 millones cuando es 76,524 millones.

presa con marca por la rentabilidad exigida a los mismos. ¿Encuentra el lector alguna justificación a esto?

11. Otros métodos propuestos por diversas consultoras

La firma de Chicago *Market Facts* ha desarrollado un curioso método que denomina «modelo de conversión» y pretende medir la fuerza del compromiso psicológico entre una marca y los consumidores. Según la consultora, la base de este modelo está inspirada en los estudios sobre conversión religiosa. El modelo divide a los usuarios de una marca en cuatro grupos teniendo en cuenta la fuerza de su compromiso: el inamovible, el medio, el superficial y el convertible. También clasifica a los no usuarios basándose en su disposición para probar la marca en: asequibles, ambivalentes, débilmente inasequibles y fuertemente inasequibles. *Market Facts* afirma que la diferencia entre el tamaño del segmento convertible y el asequible es un gran indicador de la salud futura de la marca.

Young & Rubicam, utiliza el *brand asset valuator* (BAV), que descompone la vinculación entre la marca y el consumidor en dos ámbitos: vitalidad y talla. A su vez, la vitalidad de la marca puede desagregarse en relevancia y diferenciación; y la talla de la marca en estima y familiaridad. Según *Young & Rubicam* el hecho de que una marca sea diferenciada no significa que los consumidores tengan el deseo de comprarla; es preciso que sea también relevante. Una marca posee estima cuando el consumidor valora su calidad. La familiaridad consiste en que el consumidor conozca la marca. Ambos factores se deben dar juntos para que la marca posea una talla elevada. Este método sólo permite una valoración cualitativa de la marca.

CDB Research & Consulting realizó una encuesta telefónica a 1.191 analistas y gestores de fondos de pensiones para valorar mil empresas según ocho factores: posibilidad de reducir costes, innovación, ausencia de problemas de regulación, propiedad de marca, fidelidad del cliente, capacidad de incrementar las ventas, relaciones con los empleados, y potencial de mejora de la productividad. Se les pidió que calificaran las empresas del 1 al 10 para cada uno de los ocho factores mencionados. Con sus puntuaciones se elaboró un índice (*hidden value index*) para cada empresa y un *ranking* con las 389 empresas de las que obtuvo respuestas suficientes.

En la página web de *FutureBrand* puede leerse «La ciencia y el arte de medir. Nuestra metodología de valoración de marcas refleja las mejores prácticas en los aspectos financieros de las marcas y está aprobada por los

comités de normas de contabilidad y apoyada por *business schools* de todo el mundo».

12. *Brand value drivers*. Parámetros que influyen en el valor de la marca

La tabla 16 es una adaptación de la tabla 1.13 de Fernández (2004) para el valor de la marca. Lógicamente supone que el valor de la marca está incluido dentro del valor de la empresa. La tabla 15 supone que el valor de la empresa es la suma del valor de una empresa con producto genérico más el valor de la marca. El producto (genérico) aporta una parte del valor de la empresa y la marca otra.

La utilidad de la valoración de las marcas es entender cómo éstas crean valor para la empresa y medir esta creación de valor correctamente, de manera que no incurramos en más subjetividades que las necesarias para valorar la empresa. La dificultad principal estriba en medir «diferenciales» (de rentabilidad, de crecimiento de flujos, de riesgo operativo, etc.). En el caso de una empresa cuya principal actividad es la gestión de un nombre (una marca) que cede a otras empresas (franquicias) a cambio del pago de unos *royalties*, esta dificultad desaparece porque la única actividad de la empresa es la gestión de la marca. Pero si la empresa además fabrica y comercializa los productos, la dificultad estriba en determinar qué parte de los flujos que corresponde a la marca, y qué parte al producto genérico.

Tabla 16. Valor de la marca y principales factores que le afectan (*brand value drivers*)

VALOR DE LA MARCA						
Expectativas de Flujos diferenciales		Rentabilidad exigida diferencial				Comunicación
Expectativas de rentabilidad diferencial	Expectativas de crecimiento diferencial	Interés sin riesgo	Prima de riesgo del mercado	Riesgo operativo diferencial	Riesgo financiero diferencial	Calidad ofrecida y percibida

Los principales factores que afectan a las expectativas de rentabilidad diferencial son: Período de ventaja competitiva; Activos utilizados diferenciales; Margen sobre ventas diferencial, esto es, la diferencia entre precios y costes diferenciales; Regulación (Protección de la marca); Lealtad de los consumidores; Beneficios emocionales.

Los principales factores que afectan a las expectativas de crecimiento

diferencial son: Relaciones marca-cliente; Barreras de entrada¹⁶; Adquisiciones / desinversiones; Liderazgo; Estructura competitiva del sector; Nuevos negocios / productos; Desarrollo tecnológico; Opciones reales de crecimiento.

Los principales factores que afectan al riesgo operativo diferencial son: Legislación; Internacionalidad de la marca; Marca compradora / comprable; Riesgo percibido por el mercado; Financiación de la empresa.

Los principales factores que afectan al riesgo financiero diferencial son: Liquidez de la marca/empresa; Tamaño de la marca; Control de riesgos.

13. ¿Para qué sirve valorar las marcas?

Afirmar que la marca Real Madrid vale 155 millones de dólares o que la marca Coca-Cola vale 70.500 millones de dólares no sirve para nada. Esto se debe, como ya hemos comentado en apartados anteriores, a las deficiencias de los métodos de valoración utilizados y a la dificultad de definir qué flujos se deben a la marca y cuáles no. Sin embargo, sí que es muy útil el *proceso* de valoración de la marca, que ayuda a la identificación y la evaluación de los *brand value drivers*. Esta evaluación de los *brand value drivers* consiste en la comparación de los mismos con los de otras marcas/empresas, con los *drivers* anteriores de la propia marca y con los objetivos propuestos.

El *proceso* de valoración de la marca aumenta la información que sobre la propia marca tiene la empresa y tiene que estar desarrollado para servir como una herramienta gerencial para crear valor. Un buen proceso de valoración de la marca es una herramienta que ayuda a mantener una estrategia coherente a lo largo del tiempo y a asignar de los recursos de marketing de modo consistente.

Algunas veces se valoran las marcas para transferirlas a una sociedad instrumental situada en un estado en el que la tasa impositiva es menor. Posteriormente se carga un royalty por la utilización de la marca a la subsidiaria desde el estado impositivamente más benigno y de este modo, la empresa ahorra impuestos globalmente.

Otras veces, las marcas se transfieren a una sociedad instrumental (*special purpose entity*) para utilizarlas como garantía en operaciones de prés-

16. Como resalta Aaker, «es mucho más fácil copiar un producto que una organización con valores, personas y programas diferenciados».

tamo. Se transfieren en este caso a una sociedad instrumental para que queden «separadas y protegidas» de su propietario. Mientras estén en esta sociedad, quedan fuera del alcance de su propietario y actúan como garantía del préstamo. Los bancos suelen documentar la operación con una valoración de la marca.

También se realizan valoraciones de marcas para justificar precios de transferencia internos de las empresas, y para determinar qué parte de lo que antiguamente se contabilizaba como fondo de comercio, corresponde a marca, patentes, u otros activos intangibles.

En procesos judiciales se realizan valoraciones de marcas para cuantificar el daño que se ha ocasionado a la marca por una de las partes.

Recientemente, Banyan Tree y EasyJet incorporaron una valoración de la marca en su folleto de IPO.

Resumiendo, la valoración de las marcas se utiliza como una justificación ante hacienda para pagar menos impuestos, como una justificación ante los comités de créditos de los bancos para la obtención de créditos y como una justificación ante los jueces para cuantificar daños y perjuicios.

14. El valor de la marca como un conjunto de opciones reales

Una marca se puede considerar como un activo que proporciona en el momento actual unos márgenes por unidad superiores a los del producto sin marca y un volumen diferencial, y que, además, proporciona a la empresa poseedora opciones reales de crecimiento futuro. Estas opciones reales pueden ser de crecimiento geográfico, de crecimiento por utilización de nuevos canales de distribución, de crecimiento por diferenciación adicional, de crecimiento por utilización de nuevos formatos, de crecimiento por posibilidad de acceso a otros segmentos del mercado, de abandono facilitado por la utilización de franquicias...

Para una adecuada gestión de la marca es importante tener presentes las opciones reales que la marca proporciona para tomar decisiones que incrementen (y que no disminuyan) el valor de dichas opciones. Esto sólo puede hacerse con un correcto análisis del largo plazo porque las decisiones que afectan al valor de las opciones reales han de tomarse antes (en ocasiones varios años antes) del ejercicio de las opciones.

15. Contabilización de las marcas

¿Deberían aparecer las marcas en el activo de las empresas? Los defensores de «la activación de las marcas» señalan que las marcas de una empresa son con frecuencia los activos más importantes, incluso más importantes que los ladrillos, el cemento y las máquinas, cuyos valores sí figuran en las contabilidades. «Uno no puede ignorar las marcas o los activos intangibles», insiste Chris Pearce, Director Financiero de Rentokil, así como Presidente del Grupo 100, comité técnico de directores financieros. «Hay cosas que tienen un valor real y son tratadas entre las empresas sobre unas bases relativamente regulares. Las empresas pagan fuertes sumas de dinero por ellas y, por tanto, deberían estar reflejadas en el activo».

Los oponentes mantienen que es imposible (o al menos muy difícil) asignar valores a las marcas separadamente de las empresas que las crean. Es fácil asignar un valor a una marca que ha sido comprada recientemente (el precio), pero la inclusión de marcas «crecidas en casa» es especialmente arriesgado, porque no hay un método de valoración generalmente aceptado y porque hacer esto desvirtuaría la contabilidad.

Por otro lado, la activación de marcas mejoraría el beneficio de las empresas a cambio de empeorar su cash flow (por mayor pago de impuestos), lo que desde un punto de vista financiero no tiene ningún sentido.

Tratamiento contable de las marcas y activos inmateriales en EE.UU.

Reconocimiento del fondo de comercio: sólo en la compra de negocios, y como la diferencia entre el precio pagado y el valor contable de la empresa adquirida. Amortización del fondo de comercio: sobre su vida útil no excediendo de 40 años. En caso de deterioro o pérdida de valor puede ser cancelado. Definición de activos inmateriales: derechos identificables por separado que tiene utilidad y valor. Amortización de los activos inmateriales: sobre su vida útil. En caso de deterioro pueden ser inmediatamente amortizados.

16. Valoración del Capital Intelectual

En los últimos años se ha hablado mucho del valor del capital intelectual de las empresas. Sin embargo, la casi totalidad de los trabajos sobre el tema son muy descriptivos y están muy lejos de llegar a una valoración en euros.

Johan Ross y Göram Ross publicaron en abril de 1997 el artículo «A second Generation of IC-Practices»¹⁷. En la primera parte del artículo se

17. Basado en el libro de Roos, Roos, Edvinsson y Dragonnetti: *Intellectual Capital; Navigating in the New Business Landscape*, Macmillan, 1997.

describe y analiza la práctica del capital intelectual de «primera generación», la visualización sistemática y la medición de las diferentes formas de capital intelectual. La práctica de capital intelectual de «segunda generación» amplía la «primera generación» al consolidar las medidas en un índice agregado de capital intelectual. Según los autores citados el «*capital intelectual*»(CI) puede ser descrito como la diferencia entre el valor de mercado y el valor contable de una empresa.

Según Skandia, una gran empresa sueca de seguros y servicios financieros, el CI está compuesto por capital humano y por capital estructural. El *capital humano* representa el conocimiento, la habilidad, y la capacidad de los empleados para dar soluciones satisfactorias a los clientes. El *capital estructural* es aquello que permanece cuando los empleados se van a casa: bases de datos, archivos de clientes, software, manuales, marcas, estructuras organizativas, etc. Este último se divide en tres focos de CI: foco de renovación y desarrollo, foco de clientes y foco del proceso. La tabla 16 muestra la aplicación del modelo *Navigator* para una de las divisiones: American Skandia¹⁸. Según Skandia, este tipo de informe proporciona una descripción más sistemática de la capacidad y del potencial de la empresa para transformar el capital intelectual en capital financiero. Pero a nosotros nos parece simplemente un conjunto de datos sobre el volumen de operaciones, alineados con unos cuantos ratios de eficiencia. ¿Es capaz el lector de «visualizar» o valorar el capital intelectual observando la tabla 17?

18. American Skandia garantiza anualidades variables (seguro unit linked) en el mercado americano. El seguro Unit-Linked es un seguro de vida cuyas provisiones se materializan en una combinación de fondos de inversión nacionales e internacionales y en el que el cliente decide en que fondos va a invertir sus aportaciones, asumiendo así el riesgo de la inversión, al elegir la combinación rentabilidad /riesgo más adecuada para su perfil.

Tabla 17. American Skandia. Informe sobre el potencial de la empresa para transformar el capital intelectual en capital financiero.

FOCO FINANCIERO	1997 (6)	1995	FOCO HUMANO	1997 (6)	1995
Rentabilidad del capital empleado (%)	12,8	28,7	Número de empleados, jornada completa	509	300
Margen operativo (MSEK)	516	355	Número de directivos	87	81
Valor añadido/empleado (SEK 000s)	1.477	1904	Mujeres directivas	42	28
FOCO CLIENTE			Gastos formación/empleado (SEK 000s)	8,3	2,5
Número de contratos	160.087	87.836	FOCO PROCESO		
Ahorros/contrato (SEK 000s)	480	360	Número de contratos/empleado	315	293
Ratio de rescate (%)	4,3	4,1	G. administrativos / primas brutas (%)	3,1	3,3
Puntos de venta	40.063	18.012	G. Tecnología Información/g. adm. (%)	5,7	13,1
FOCO RENOVACION Y DESARROLLO			Tiempo de procesar nuevos contratos (días)	7	8
Aumento de primas netas (%)	35	29,9			
G. Desarrollo/ G. administrativos (%)	8,7	10,1			
% de personal de menos de 40 años	71	81			

Fuente: Skandia

La fórmula que proporcionan Roos y Roos para valorar el capital intelectual es la siguiente:

$$\text{Valor de las acciones} = \text{Nivel de utilización} \times (\text{valor de reposición} + \text{capital intelectual}) + \varepsilon$$

Según los autores ε es el valor de la empresa que no tiene explicación racional y el nivel de utilización es el porcentaje entre el valor de las acciones y su valor «potencial». Esta fórmula supone un avance respecto a suponer que el capital intelectual es la diferencia entre el valor de mercado y el valor contable de las acciones, pero nos gustaría preguntar a los autores cómo calculan el nivel de utilización y el ε . Suponemos que no saben cómo calcular ε , porque no nos consta que los autores posean la mayor fortuna del mundo.

Incluimos este apartado para hacer notar que la valoración del capital intelectual es un tema todavía poco trabajado. Más aún, no está nada claro qué es el capital intelectual de la empresa. Y menos todavía si pretendemos valorar por separado la marca y el capital intelectual de la empresa.

ANEXO 1. Valor de las marcas según Interbrand en 1999, 2000, 2002, 2003 y 2006. Datos en miles de millones de dólares

Valor de las marcas en 1999, 2000, 2002, 2003 y 2006. Interbrand

VC

Valor contable

VM/(CAP+D)

Rk.	País	Valor de la marca (VM)					Capitalización (CAP)			Ranking	valor marca	CAP/99-06		Deuda		VM/(CAP+VC)		VM/(CAP+D)	
		2006	2003	2002	2000	1999	2006	2003	2000			Máx.	Mín.	2006	2003	2006	2003		2006
066	Empresa	7,2	5,1	5,3	5,2		9	10		53	49	1,9%							
46	Gucci						55	27		60	47	-19%							
47	ebay						44	21		52									
48	Philips	6,7	4,5	4,6	5,5		17	7		46	42	1,9%							
49	Accenture	6,6	6,3	6,1	6,4		17	12		32	10								
50	MTV	6,6	8,2	9,2			17	12		32	10								
51	Nintendo	6,6	7,7	7,4	9,3	7,9	16	13	20	45%	36	34	-17%						
52	Gap	6,4	5,6	5,1			58	41		47									
53	L'Oréal	6,2	7,1	7,4	11,8	11,8	13	10	19	64%	40	30	-40%						
54	Heinz	6,1	3,9	3,9	6,3	1,8	46	14	13	50%	65	43	-38%						
55	Yahoo!	6,0	6,9	7,2	7,8	6,6	21	10	22	35%	42	36	-15%						
56	Volkswagen	5,9	5,6	5,3	9,7	11,2	14	6	28	35%	48	32	-42%						
57	Xerox	5,6	4,7	4,6	4,4	3,6	29	20	20	22%	56	55	6,6%						
58	Colgate	5,4	5,1	4,8	4,3	4,4	12	10	9	49%	55	56	17,7%						
59	Wrigley's	5,4	5,6	5,4						49									
60	KFC	5,2	4,3	4,3	4,1	3,1				61	57	5,4%							
61	Chanel	5,0	4,6	4,4			14	13		57									
62	Avon	4,9	4,5	4,4	4,0	3	119	101		59	5	89%							
63	Nestlé	4,8	5,1	5,0	5,1	4,6			22	23%	54	50	0,8%						
64	Kenexa	4,7	3,4	3,2	4,5	1,4	15	10	19	24%	74	53							
65	Amazon.com	4,7	5,3	6,1						51									
66	Priza Hut	4,6	4,2	4,1			32	17		62									
67	Danone	4,6	3,4	3,2			48	17		75									
68	Caterpillar	4,6	3,1	3,4	4,4	3,6	57	19	24	18%	81	54	-30%						
69	Motorola	4,4	7,8	9,7	11,9	14,8	8	8	25	48%	34	29	-34%						
70	Kodak	4,3	3,7	3,7	3,8	3,6	10	4		67	58	3,7%							
71	adidas	4,2	3,7	3,7	3,6	2,4				68	60	1,9%							
72	Rolex																		
73	Zara																		
74	Audi						7	4											
75	Hyundai																		
76	BP	4,0	3,6	3,4	3,1	3,0	233	141	89	3%	63	15,5%							
77	Panasonic	4,0	3,3	3,1	3,7		9	2		79	59	-12%							
78	Reuters	4,0	3,3	4,6	4,9		15	16		76	51	-33%							
79	Kraft	3,9	4,2	4,1			8,3	2		63									
80	Porsche	3,9					9,2	5		73									
81	Hennes	3,8	3,5	3,5			4			70									
82	Infany	3,6	3,0				8	8		82									
83	Hennesy	3,6	3,4	3,4	5,9		8	8		71	46	-42%							
84	Dunacell	3,5					87	23											
85	ING									49	1	283,9	232,4						
86	Cartier	3,4																	
87	Moët&Chandon	3,3	2,5	2,5	2,8	2,8				88	64	-10%							
88	Johnson&Johnson	3,2	3,7	2,5			176	172		39	36	6,6	4,1	137	136	0,02	0,02	2%	2%
89	Shell	3,2	3,0	2,8	2,8	2,7	122	85	164	2%	83	65	6,4%						
90	Nissan	3,1	2,3				54	30		28	12	40,8	24,0	20	18	0,12	0,14	3%	5%

ANEXO 2. Tomado de Interbrand: *Frequently Asked Questions. World's Most Valuable Brands 2002*

Se han subrayado las afirmaciones más discutibles. Animamos al lector a que se posicione (al menos de acuerdo o no) con respecto a las siguientes respuestas.

What is Brand Value?

Brand Value is the \$ value of the brand at a point in time as an asset of its owner assessed using techniques comparable to the valuation of physical assets. It is the value that would appear on the balance sheet if it were appropriate/ possible to recognize it.

It is not an attempt to estimate what the brand would cost to replace, nor what the brand would be worth to someone else nor what has been spent on the brand since it was created.

Why is Interbrand an expert in assessing brand value?

In 1987, Interbrand were pioneers in producing the world's first objective valuation of a portfolio of brands, developing a model with the London Business School which is consistent with the way in which we value brands 14 years later. Since then our valuations have been accepted by all the major audit firms, Stock Exchanges, tax authorities (including the IRS), Government anti-trust inquiries, investment banks, and leading consulting firms. We have produced 3 editions of the textbook 'Brand Valuation' and have contributed extensively to journals worldwide as well as speaking on the subject of brand valuation at conferences and academic seminars (e.g. HBS, Columbia, NYU, LBS). We have valued over 3,000 brands covering virtually every industrial category and in more than 40 countries around the world.

Why are certain brands not on the list?

This is a frequent question especially from companies who would expect their brands to be on the list. The 3 most likely reasons are as follows:

- the brand is not sufficiently global
- the company does not produce public data that enables us to identify the branded business (the company has multiple brands or has unbranded production)
- the brand is not big enough (worldwide sales are less than \$1 billion)
- the business is driven by a number of intangible factors and it is difficult to separate the brand from the rest

Certain obvious global brands are missing. Were they considered and why were they not evaluated?

In each case there was a reason why they could not be evaluated based on purely public data.

VISA – is clearly a brand with global reach. However, it is not a normal corporation with a standard profit & loss account. It is instead a membership organization that shows a surplus or a deficit. Its shareholders are the member banks but since these banks are also its customers and its main suppliers any assessment of surplus becomes circular. The same is true of *MasterCard*. It is possible to value these brands by modeling a traditional p&l but this cannot be done externally. The same would be true of partnership consulting organizations such as *PwC*, *McKinsey* or *Ernst & Young*.

BBC – is also a peculiar organization since it is a Government-owned corporation that is not supposed to generate a profit. There are however parts of it which are commercial and which do generate profits but these are still the minority of the business.

Red Cross – again as a not-for-profit it is not possible to value the brand based on an earnings model. This would be true of other global not-for-profit brands such as *Greenpeace*, *National Geographic* or *Unicef*. It is however possible to assess the financial value of such brands but using a different kind of model.

Mars – is privately held and highly secretive. Other privately-held brands such as *IKEA* and *Levi's* are included since they produce reliable public accounts.

HSBC – the parent company has rolled out this name globally replacing long-established brands such as *Republic* in the US or *Midland* in the UK. However, it is as yet unproven whether this name has actually established any brand values or simply a re-signing exercise. In other words, would it make any difference to customers of *HSBC* in the US or in the UK if the brand were not there? Our assessment is that, at the moment, it would not.

Airlines – There has clearly been significant investment in airline brands (and many of them are, by definition, global) but they are still operating in situations where the brand plays only a marginal role. In most cases, the customer decides based on price, route, schedule, corporate policy or frequent flyer points. The brand may often only have a real impact when all these other items are at parity. We have assessed the Brand Value for airlines by using internal data to strip out the impact of these other factors. But from purely public information this is difficult to do reliably. The exception to this would be *Virgin* which is clearly a brand driven proposition – however, as a private company it is not possible to value that brand from public information.

CNN - AOL exists as separate business within AOL Time Warner and so can be identified. Within the magazine business it is possible to identify the proportion that is Time by using circulation numbers. However, it is not possible within the TV business to separate the CNN branded business from other elements such as Nickelodeon or Time Warner Cable.

Why are Pizza Hut and KFC included and Taco Bell is not?

Taco Bell is not sufficiently global.

ANEXO 3. Citas de libros y artículos sobre el valor de las marcas y el valor de los clientes

En **Brand Equity Excellence, BBDO, November 2001** se puede leer: «So the value of a brand, or brand equity, becomes a company's most important asset. But the questions are: How much is the brand actually worth? And how can a brand's value be boosted?»

En las conclusiones (pg. 29) reconoce que «*There is a need for a new, integrated approach to brand valuation*»

Villanueva y Hanssens (2007) contiene un magnífico resumen de la literatura sobre valor de los clientes (customer equity) y de la relación de la misma con la valoración de la marca.

Customer relationship management (CRM). «*The Customer Equity paradigm (CE) recognizes customers as the primary source of both current and future cash flows. In this framework, the firm is interested in maximizing the net present value of both current and future pools of customers, which is considered a good proxy for the value of a firm (Gupta et al., 2004). Thus, CE models emerge as powerful tools to maximize the return on marketing investments, and to guide the allocation of the marketing budget (Blattberg and Deighton, 1996, Rust et al., 2004, Reinartz et al., 2005).*

- *The roots of the current research in CE can be found on several overlapping research streams: direct marketing, service quality, relationship marketing, and brand equity (Hogan et al., 2002c).*

Villanueva y Hanssens (2007) también aclaran algunas definiciones, por ejemplo, Customer Lifetime Value (CLV): «*is the discounted sum of cash flows generated over the lifetime of an individual customer, or of a segment of customers within the firm*».

Villanueva y Hanssens (2007) diferencian entre Brand Equity (BE) y Customer Equity (CE):

- «*the methods to value customers are quite standard in the literature, there are many models that compute the value of a brand, several of them developed by practitioners (Fernández, 2001),*
- *unit of analysis: product versus customer,*
- *the BE concept usually measures consumer attitudes, the CE concept measures observed behaviors,*
- *Metric: brand value and CE (or CLV) are different in the way in which they are impacted by marketing and, in turn, in the way in which they drive financial performance,*
- *CE drivers are easily defined and often observable, while the definition of BE drivers is more complex and grounded in consumer psychology, and*
- *in some industries the CE framework is difficult to implement or may not even be meaningful, while the opposite may be true for BE. Nevertheless, for some firms or industries both concepts could be useful.»*

Bibliografía

- Aaker, David (1991), *Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name*, Free Press, New York.
- Clifton, Rita, John Simmons and Sameena Ahmad (2004), *Brands and Branding* (The Economist Series), Bloomberg Press; 2nd edition.
- Damodaran, A. (1994), *Damodaran on Valuation*, 1st edition. New York: John Wiley and Sons.
- Damodaran, Aswath (1996), *Investment Valuation*, John Wiley and Sons, New York.
- Damodaran, Aswath (1998), www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/eqnotes/brand.pdf.
- Damodaran, A. (2006), *Damodaran on Valuation*, 2nd edition. New York: John Wiley and Sons.
- Fernández, P. (2001), «Valuation of Brands and Intellectual Capital», descargable en <http://ssrn.com/abstract=270688>. Es también el capítulo 23 de Fernandez (2002).
- Fernandez, P. (2002), *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. Academic Press, San Diego, CA.

Fernandez, P. (2004), *Valoración de Empresas*. 3ª edición. Ediciones Gestión 2000. 2ª edición: 2001.

Houlihan Valuation Advisors, www.houlihan.com/services/brand_article/brand_article.htm

Interbrand, www.interbrand.com

Roos, J., G. Roos, L. Edvinsson, and L. Dragonnetti: *Intellectual Capital; Navigating in the New Business Landscape*, Macmillan, 1997.

Salinas, Gabriela: *Valoración de Marcas*, Ediciones Deusto, 2007.

Villanueva, Julián and Dominique M. Hanssens: «Customer Equity: Measurement, Management and Research Opportunities», *Foundations and Trends in Marketing*, Vol. 1, N. 1, pp. 1-95, 2007.