

Valoració de marques i intangibles¹

PABLO FERNÁNDEZ

Professor del IESE

Titular de la Càtedra PricewaterhouseCoopers de Corporate Finance

Resum

En els últims anys han proliferat consultores, llibres i documents d'investigació proposant diferents i, de vegades, sorprenents mètodes per a determinar el valor de les marques. El primer i major problema amb què ens trobem en valorar una marca és definir què és la marca i el fitar quin marge, quin volum de vendes, quines despeses i quines inversions són atribuïbles a la marca.

Es revisen diverses valoracions de marques i es conclou que són molt poc fiables (moltíssim menys que les valoracions d'empreses) a causa de la dificultat de definir quins fluxos es deuen a la marca i quins no. No obstant això, sí que és útil la identificació, l'avaluació i la jerarquització dels *brand value drivers*, que constitueixen una eina gerencial per a crear valor i permeten assolir marques fortes i amb estabilitat en el temps.

Algunes vegades es valoren les marques per a transferir-les a una societat instrumental situada en un estat amb menor taxa impositiva. Òbviament, en aquests casos l'interès de l'empresa és argumentar el major valor possible de la marca per a estalviar més impostos.

Paraules clau

Valoració de marques; *brand value*; *brand equity*; augment del valor per als accionistes; creació de valor.

1. Aquest treball és un resum d'un projecte d'investigació i consultoria sobre creació de valor a través de les marques que estem desenvolupant professors de direcció financera i de direcció comercial en el CIIF del IESE. Agraïxo els comentaris de Vicente Font i Carlos Pérez Castro que em van ajudar a corregir errors i malentesos de versions anteriors.

1. Introducció

A tots ens agradaria poder valorar amb certa precisió les marques. Però el primer i major problema amb què ens trobem en valorar una marca és definir què és la marca i fitar quin marge, quin volum de vendes, quines despeses i quines inversions són atribuïbles a la marca. Aquest document és una actualització de Fernández (2001).

A propòsit d'aquest document, Damodaran (2006, pg. 421) esmenta 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 gener de 2006 *Actualidad Económica* va publicar una llista amb la valoració de marques i de «Cartera de Marques» de les principals empreses espanyoles, segons la consultora Interbrand. El 19 de desembre de 2003, el diari *Expansión* va publicar un rànquing anàleg, encara que aleshores va utilitzar el terme «identitat corporativa» en lloc de «Cartera de Marques». La taula 1 conté les valoracions proporcionades per ambdós informes.

Taula 1. Valor de la marca i de la «cartera de marques» o «identitat corporativa» de les principals empreses espanyoles el 2005 i 2003 (milions d'€), segons Interbrand.

Fonts: *Actualidad Económica* (10 de gener de 2006) i *Expansión* (19 de desembre de 2003)

Cartera de Marques	2005	2003	Marques	2005	2003	Marques	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	Llet Pascual	215	209
Mahou-San Miguel	871		Iberdrola	484	470	Fortuna	202	211
Ebro Puleva	606		El País	436	397			

El 2003 la marca San Miguel va aparèixer valorada en 223 milions

La taula 2 mostra que la consultora Interbrand valorava el 2006 la marca Coca-cola en \$67 miliards i la marca Microsoft en \$56,9 miliards. La taula 3 mostra que entre 1999 i 2006, el major augment en el valor de la marca el va experimentar Louis Vuitton (332%) i el major descens Kodak (-70%) [entre 1999 i 2003, el major augment el va experimentar Amazon (150%) i el major descens Ericsson (-79%)]. La taula 4 mostra que la relació entre el valor de la marca i el valor de l'empresa (capitalització borsària més deute financer) oscil·lava el 2006 entre el 2% per a Johnson & Johnson, Shell i BP, i el 83% per a Gucci. Per a Coca-cola va ser un 65%, i per a Amazon un 29%. La taula 5 mostra la relació entre el valor de la marca i el valor de l'empresa per sobre del seu valor comptable. Sorprèn que en diverses empreses aquesta relació sigui superior a 1. Això indica que segons Interbrand la major part del flux per als accionistes i del *free cash flow* de les empreses es deuen a la marca. Dit d'una altra manera, el que aquesta relació sigui superior a 1 significa que les accions sense la marca valdrien (segons Interbrand) menys que el seu valor comptable. Això és estrany (i, en opinió meua, erroni) per dues raons principals:

- a) Al 2006 la ràtio mitjana [valor de mercat/valor comptable de les accions] de les accions del S&P 500 fou 4,2 i sols una empresa va tenir una ràtio inferior a 1.
- b) Les persones són més importants que les coses. La marca és una cosa. Són molt més importants les persones i el talent dels directius que les marques².

La primera pregunta que sorgeix és: són aquestes valoracions fiables?
 La segona pregunta és: serveix per a alguna cosa valorar les marques?

2. Tant en sectors «bons» com en sectors «dolents» hi ha empreses que van molt millor i molt pitjor que la mitjana. Habitualment, això es deu al talent dels directius.

Taula 2. Valor de les 30 marques més valuoses el 2006 segons Interbrand (miliards de dòlars)³Font: Rànquings d'Interbrand, publicats a *Business Week* el 2006, 2003 i 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 apareixia el 1999 amb un valor de marca de \$24.200 milions (i \$25.500 el 2000), però no apareixen el 2003. Van aparèixer en el llistat de 2000, però no en el de 2003: Procter and Gamble (\$48.400 milions), Unilever (\$37.100), Diageo (\$14.600), Compaq (\$14.600), Colgate-Palmolive (\$13.600) i AOL (\$4.500).

Taula 3. Augment del valor de les marques més valuoses entre 1999 i 2006, i entre 2000 i 2006 segons Interbrand.

Majors augments del valor de la marca (2006/1999)				Majors disminucions i menors augments 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%

Només 46 de les 100 marques més valuoses el 2006 van aparèixer entre les 100 més valuoses de 1999.

Majors augments del valor de la marca (2006/2000)				Majors disminucions 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%

Només 58 de les 100 marques més valuoses el 2006 van aparèixer entre les 100 més valuoses de 2000.

3. A l'annex 1 apareixen agrupats els llistats de les 100 marques més valuoses segons Interbrand el 1999, 2000, 2002, 2003 i 2006.

Taula 4. Valor de la marca (VM) segons Interbrand el 2006 com a percentatge del valor de l'empresa: la capitalització borsària (CAP) més el valor del deute (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%

Taula 5. Valor de la marca (VM) segons Interbrand el 2006 com a percentatge del valor de l'empresa menys el seu valor comptable (CAP + D) - (VC + D). VC = Valor comptable de les accions

	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 febrer de 2001, el diari Expansión va publicar una llista amb la valoració de les marques dels principals equips de futbol i de les escuderies de fórmula 1. La valoració estava realitzada per la consultora Future-

Brand. Segons ells, la marca Real Madrid valia 155 milions de dòlars i 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 els últims anys, sobretot a partir de la publicació del llibre *Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name* de David Aaker (2001), han proliferat consultores i documents d'investigació proposant mètodes per a determinar el valor de les marques.

La perseverança s'ho val, perquè en l'entorn competitiu actual la marca és considerada per molts com l'actiu comercial i institucional més important de molts sectors empresarials. El conèixer com s'assoleixen marques fortes i estables en el temps és de gran interès. Per a això és indispensable identificar els *value drivers* de cada marca, això és, els paràmetres fonamentals per a crear, gestionar i mesurar el valor d'una marca.

No obstant això, vam considerar que la determinació exacta del concepte marca, i per tant del seu valor, està molt lluny d'haver estat assolida.

Houlihan Advisors diu a la seva pàgina web que «una marca en el mercat és com una vaca en un mercat ramader. El propòsit és diferenciar la teva vaca de les altres vaques, encara que totes les vaques s'assemblen molt».

L'objectiu d'aquest document és mostrar les limitacions d'alguns dels mètodes proposats per a valorar marques i capital intel·lectual i establir, dins dels límits que imposa la pròpia realitat de la marca, pautes per a crear valor examinant les marques i el capital intel·lectual.

Com veurem, el primer escull amb què ens trobem és definir de manera precisa què és la marca. Això significa concretar quina part dels fluxos generats per l'empresa són originats per la marca o, el que és equivalent, quins fluxos generaria l'empresa si no tingués la marca que volem valorar⁴.

4. Existeixen moltes definicions del concepte marca, però no són operatives per a valorar-les. Per exemple, Aaker defineix la marca com «un conjunt d'actius i passius lligats a una marca, el seu nom i el seu símbol, que afegeixen o resten valor al valor aportat per un producte o servei a una empresa i/o als seus clients». Segons Leuthesser (1995), la marca és «el valor (per als clients) addicional d'un producte respecte del que tindria altre producte idèntic sense la marca». Segons el Marketing Science Institute (1998), la marca és «l'avantatge competitiu fort, sostenible i diferenciat respecte als competidors que es tradueix en un major volum o un major marge de l'empresa respecte a la situació que tindria sense la marca. Aquest volum o marge diferencial es deu al comportament dels consumidors, del canal de distribució i de les pròpies empreses».

D'altra banda existeix molta confusió amb el valor de les marques. El 2000 un diari nacional va publicar que segons un prestigiós professor de màrqueting, «el valor de la marca pot arribar fins al triple de la capitalització borsària». Òbviament, això és un error de concepte.

Una altra línia d'investigació ha estat la valoració del denominat «capital intel·lectual» que abordem a l'apartat 12.

A continuació adjuntem el rànquing elaborat per Millward Brown⁵ i publicat el 3 d'abril de 2006 i el comparem amb el rànquing d'Interbrand. En primer lloc, sorprèn que dues de les marques del rànquing de Millward Brown (China Mòviles i Wal-Mart) no apareguin entre les 100 d'Interbrand. També sorprèn la diferència entre ambdues valoracions de les marques.

Taula 6. 10 marques més valuoses el 2006 segons Millward Brown i segons Interbrand (\$ miliards)

10 marques més valuoses 2006			10 marques més valuoses 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

*Font: Millward Brown Optimor (incloses dades de BRANDZ™, Euromonitor International, i Bloomberg)

2. Mètodes utilitzats per a valorar marques

Diversos autors i empreses consultores proposen diferents mètodes de valoració de la marca. Els diferents mètodes consideren que el valor de la marca és:

5. S'autodefineixen com a «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.» Sobre el rànquing diuen 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 l'empresa (valor de les accions més valor del deute financer).
2. La diferència entre el valor de mercat i el valor comptable de les accions de l'empresa (*market value added*).
3. La diferència entre el valor de mercat i el valor comptable ajustat de les accions (també denominat net patrimonial ajustat). A aquesta quantitat se li denomina comptablement *goodwill*. A l'apartat 2 es mostra l'exemple d'una empresa que utilitza aquest mètode.
4. La diferència entre el valor de mercat i el valor comptable de les accions de l'empresa menys la capacitat de gestió de l'equip directiu (capital intel·lectual).
5. El valor de reposició de la marca.
 - 5.1. Valor actual de la inversió històrica en màrqueting i promocions⁶.
 - 5.2. Estimació de la inversió publicitària necessària per a aconseguir el reconeixement actual.
6. La diferència entre el valor de l'empresa amb marca i d'una altra empresa anàloga que vengués productes sense marca (genèrics o marques blanques). Per a quantificar aquesta diferència, diversos autors i empreses consultores proposen diferents mètodes:
 - 6.1. Valor actual del sobrepreu (respecte a una marca blanca) que paguen els clients per aquesta marca.
 - 6.2. Valor actual del volum extra (respecte a una marca blanca) a causa de la marca.
 - 6.3. La suma dels dos valors anteriors.
 - 6.4. La suma anterior menys totes les despeses i inversions diferencials originats per la marca. Aquest mètode és, conceptualment, el més correcte. No obstant això, és molt difícil definir amb fiabilitat els paràmetres diferencials entre el producte amb marca i el producte sense marca: preu, volum, costos del producte, despeses d'estructura, inversions, accions comercials i publicitàries... diferencials.
 - 6.5. La diferència entre les ràtios [capitalització/vendes] de l'empresa amb marca i de l'empresa sense marca multiplicada per les vendes de l'empresa. Aquest mètode es recull a l'apartat 3 i és utilitzat per Damodaran per a valorar les marques

6. Aquest mètode és inconsistent perquè hi ha marques, com Rolls-Royce, on el cost de màrqueting és insignificant i el valor de la marca és substancial. És un mètode utilitzat freqüentment per Cadbury-Schweppes.

Kellogg i Coca-cola, com veurem a l'apartat 4. A l'apartat 5 mostrem diversos problemes o errors que contenen aquestes valoracions.

- 6.6. Benefici diferencial (entre l'empresa amb marca i l'empresa sense marca) per un múltiple. Veurem més endavant que aquest és el mètode utilitzat per la consultora Interbrand.
7. El valor actual del *free cash flow* de l'empresa menys els actius utilitzats per la rendibilitat exigida. Aquest mètode és utilitzat per l'empresa Houlihan Valuation Advisors i s'exposa a l'apartat 9.
8. Les opcions de vendre a major preu i/o major volum i les opcions de créixer a través de nous canals de distribució, nous països, nous productes, nous formats... originades per l'existència de la marca.

Salinas (2007) conté la millor recopilació de mètodes proposats per a valorar les marques.

3. Valoració de la marca «per a qui» i «per a què»

En el procés de valoració d'una marca cobra especial rellevància el «per a qui» es determina aquest valor, ja que no és el mateix el valor de la marca per a l'empresa propietària que per a una empresa amb una marca competidora, o per a una altra empresa del sector amb marca no directament competidora, etc.

D'igual forma, és de vital importància concretar el «per a què» es vol determinar el valor d'una marca, si és per a la vendre-la, per a cobrar una sèrie de royalties o com un element d'ajuda en la gestió de la pròpia marca o per a activar el seu valor en el balanç i poder amortitzar-lo després.

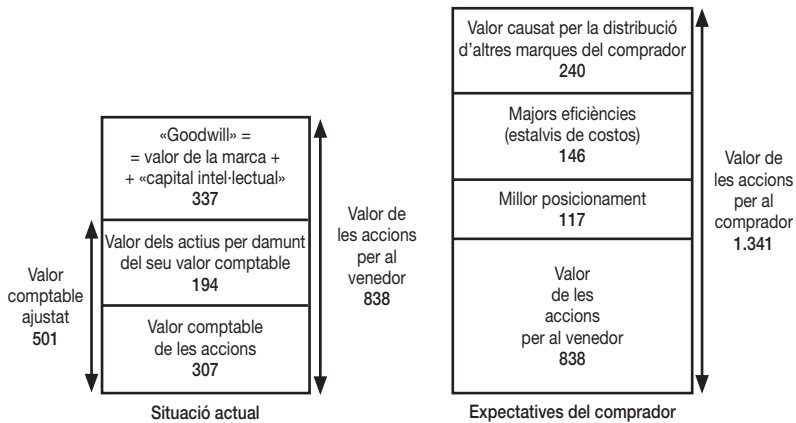
Un exemple ajuda a entendre la importància d'aquesta diferència. La figura 1 mostra dues valoracions de les accions d'una empresa de productes de consum: la realitzada pel venedor (situació actual) i la realitzada pel comprador (expectatives del comprador). L'equip directiu venedor xifrava el valor de les accions de l'empresa (suposant que hi seguís al capdavant) en 838 milions d'euros. L'equip directiu de l'empresa compradora (tenint en compte les seves expectatives) va valorar les accions de l'empresa en 1.341 milions d'euros. La diferència ($1.341 - 838 = 503$) es devia a millor posicionament de la marca actual (117 milions); estalvis en costos de vendes, distribució, estructura i fabricació (146 milions); i valor de la distribució d'altres marques del comprador a través dels canals de l'empresa (240 milions).

L'equip directiu venedor sostenia que el valor de la marca (incloent el capital intel·lectual) sota la seva gestió era 337 milions. Però és obvi que el valor de la marca (i el valor d'aquesta empresa) depenia de «per a qui». També és obvi que el «per a qui» va lligat al «per a què»: l'equip directiu comprador utilitzaria els actius de l'empresa i la marca de manera diferent de l'equip directiu venedor. També és obvi que el valor de les accions i de la marca seria diferent per a qualsevol altre possible comprador.

Aquest exemple també permet apreciar la dificultat de separar el que és marca i el que és capital intel·lectual. Se li ocorre al lector com separar, per un procediment assenyat, els 337 milions entre valor de la marca i del capital intel·lectual?

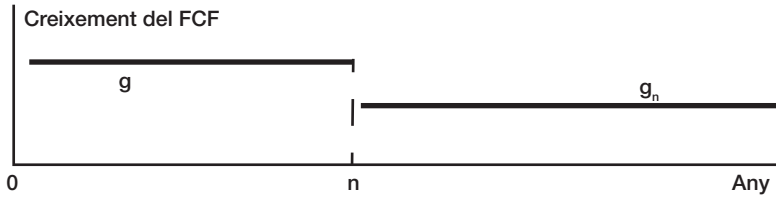
Finalment, les accions es van vendre per 1.050 milions d'euros.

Figura 1. Dues valoracions de les accions d'una empresa de productes de consum



4. Valoració de la marca a partir de la diferència en les ràtios capitalització sobre vendes

Se suposa que el FCF (*free cash flow*) creix a la taxa g fins l'any n i que a partir de l'any $n+1$ creix a la taxa g_n . Per tant, el FCF de l'any n és: $FCF_n = FCF_1 (1+g)^{n-1}$, i el FCF de l'any $n+1$ és: $FCF_{n+1} = FCF_1 (1+g)^{n-1} (1+g_n)$



El preu de l'empresa (E+D) avui és:

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

Aquesta expressió es redueix 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*) és:

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

Dividint (3) per les vendes (V) s'obté:

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

Com que⁷ $\frac{\Delta \text{ AF}}{V} + \frac{\Delta \text{ NOF}}{V} = \frac{\Delta \text{ AF} + \Delta \text{ NOF}}{\Delta V} \frac{\Delta V}{V} = \frac{\text{AF} + \text{NOF}}{V} g$ resulta:

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

Dividint l'expressió (2) entre les vendes (V) i tenint en compte (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. Suposant que la ràtio (AF+NOF)/V roman constant.

Podem considerar una ràtio valor de l'empresa sobre vendes per a una empresa amb marca i altra ràtio valor de l'empresa sobre vendes per a una empresa sense marca, això és, amb marques blanques o productes genèrics. Aleshores, el valor de la marca és:

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

Si, en lloc de valorar l'empresa, valorem només les accions, la fórmula (1) es 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* pels accionistes és igual al benefici multiplicat per la ràtio de payout (p en els primers anys i p_n en els següents). Dividint l'expressió (7) per les vendes resulta:

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

Anàlogament, podem considerar una ràtio capitalització (E) sobre vendes per a una empresa amb marca i una altra ràtio capitalització (E) sobre vendes per a una empresa sense marca, això és, amb marques blanques o productes genèrics. Llavors, el valor de la marca és:

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

5. Valoracions de les marques Kellogg i Coca-Cola realitzades per Damodaran

Damodaran fa dues aplicacions del mètode descrit a l'apartat anterior per a valorar les marques Kellogg i Coca-Cola⁸. Utilitza les fórmules (5) i

8. La valoració de Kellogg apareix a les pàgines 346-348 de Damodaran (1996), *Investment Valuation*. La valoració de Coca-Cola apareix a les pàgines 256-257 de Damodaran (1994), *Damodaran on Valuation*.

(6) per a valorar Kellogg i les fórmules (8) i (9) per a valorar Coca-cola. La taula 7 conté ambdues valoracions. A la valoració de Kellogg, Damodaran calcula el creixement g multiplicant el ROA pel coeficient de retenció de beneficis que és $(1 - \text{payout})$. A la valoració de Coca-cola, calcula el creixement g multiplicant el ROE pel coeficient de retenció de beneficis que és $(1 - \text{payout})$, i el ROA és la ràtio beneficis sobre vendes multiplicat per la ràtio vendes sobre fons propis (V/Evc). Noteu que en el cas de Kellogg suposa que el creixement d'actius fixos i necessitats operatives de fons (NOF) és zero. En una altra valoració posterior, realitzada el 1998, va xifrar el valor de la marca Coca-cola en 102.642 milions de dòlars.

Taula 7. Valoracions de les marques Kellogg i Coca-Cola segons Damodaran

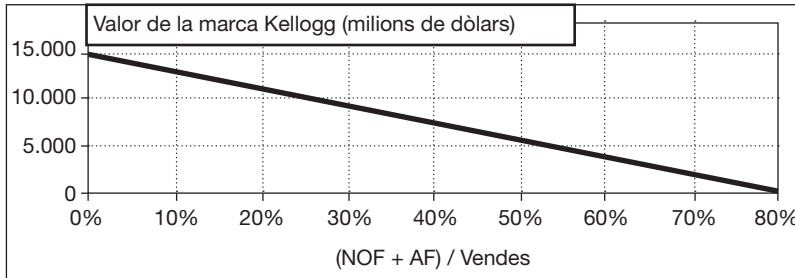
Valor de la marca Kellogg 1995				Valor de la marca Coca-Cola 1993				Coca-Cola 1998		
	Kellogg	Genèric	Diferència		Coca-Cola	Genèric	Diferència	Coca-Cola	Genèric	Diferència
NOPAT / V	14,08%	6,72%	7,36%	BFO / V	14,40%	12,00%	2,40%	18,56%	7,50%	11,06%
(AF+NOF) / V	0,00%	0,00%	0,00%	V/Evc	3,364	1,366	2,00	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
Vendes 1994 (\$ milions)	6.562			Vendes 1992 (\$ milions)	13.074			Vendes 1997	18.868	
Valor de la marca (\$ milions)	15.027			Valor de la marca (\$ milions)	24.579			Valor de la marca	102.642	
Valor de l'empresa (\$ milions)	22.270			Valor de les accions (\$ milions)	40.156			Valor de les accions	115.697	
Valor de la marca / valor empresa	67,5%			Valor de la marca / valor accions	61,2%			Marca / Accions	88,7%	

6. Anàlisi de les valoracions de Damodaran

1. A la valoració de Kellogg, considera que $(NOF+AF)/V$ és zero. No obstant això, en els últims anys, la ràtio $(NOF+AF)/V$ de Kellogg ha estat al voltant del 50%. Utilitzant aquesta ràtio, el valor de la marca resulta \$5.118 milions. La figura 2 mostra la sensibilitat del valor de la marca (segons la metodologia de Damodaran) a la ràtio $(NOF+AF)/V$.

Figura 2. Sensibilitat del valor de la marca Kellogg a la ràtio (NOF+AF)/Vendes



2. Dificultat per a estimar els paràmetres que caracteritzen una marca genèrica o marca blanca. La taula 8 mostra la sensibilitat del valor de la marca (segons la metodologia de Damodaran) a dues de les especificacions del producte genèric: la ràtio NOPAT/V i al creixement. Noteu que, augmentant el creixement i la ràtio NOPAT/V del genèric, el valor de la marca disminueix notablement.

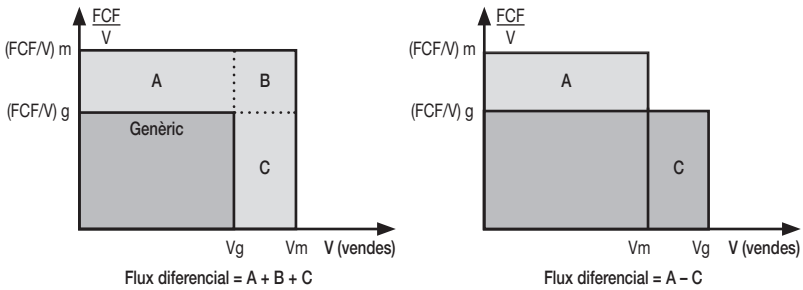
Taula 8. Sensibilitat del valor de la marca Kellogg a la ràtio NOPAT/Vendes i al creixement del genèric

NOPAT/V	Creixement del genèric							
	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. Suposa que les vendes actuals de l'empresa amb marca genèrica són idèntiques a les de l'empresa amb marca. La figura 3 mostra esquemàticament dues situacions. La de l'esquerra mostra una empresa amb marca i amb major flux i major volum que l'empresa amb producte genèric (exemples d'aquesta situació serien Kellogg, Coca-cola, Pepsi-Cola, Marlboro...). La de la dreta mostra una empresa amb marca i amb major flux però menor volum que l'empresa amb producte genèric (exemples d'aquesta situació serien Mercedes, Rolex, Moët&Chandon...). A més hi ha una altra

tercera situació: una empresa amb marca i amb menor flux, però major volum que l'empresa amb producte genèric (exemples d'aquesta situació serien Amazon, Ikea, Bic, WalMart,...). No obstant això, Damodaran suposa en les seves valoracions que les vendes de partida de Coca-cola i de les empreses amb producte genèric són idèntiques.

Figura 3. Fluxos diferencials de l'empresa amb marca (m) respecte a l'empresa amb producte genèric (g)



Per a tenir en compte els diferents volums, la fórmula (9) hauria de ser substituïda per la (10)

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

4. Les hipòtesis sobre l'evolució futura de l'empresa amb marca i de l'empresa amb producte genèric són poques i molt rígides. La figura 4 mostra les vendes i els fluxos previstos en el model de Damodaran per a les marques Kellogg i Coca-Cola. La figura 5 mostra la diferència entre les previsions i la realitat posterior. És evident que les hipòtesis sobre el creixement de les marques foren molt optimistes. En el període 1992-2000, el creixement mitjà de les vendes de Coca-cola va ser el 5,71% i el del benefici va ser el 3,45%, mentre que el creixement previst per a ambdós paràmetres era del 20,16%. En el cas de Kellogg, en el període 1994-2000, el creixement mitjà de les vendes va ser del 0,97% i el del benefici va ser el -3%, mentre que el creixement previst per a ambdós paràmetres era del 15,94%. Noteu que, en ambdós casos, els creixements de vendes i beneficis van ser inferiors als previstos per als genèrics a la taula 5. Aquesta evolució explica l'evolució de les cotitzacions de Kellogg i Coca-cola,

que es presenten a la figura 6. A la figura 7 es pot observar que a partir de 1998 l'evolució de Pepsico va ser substancialment millor que la de Coca-cola. La taula 9 mostra la capitalització borsària i la rendibilitat per als accionistes de Coca-cola, Kellogg i Pepsico des de 1989 fins a 2006.

Figura 4. Vendes i fluxos previstos a la valoració de Damodaran

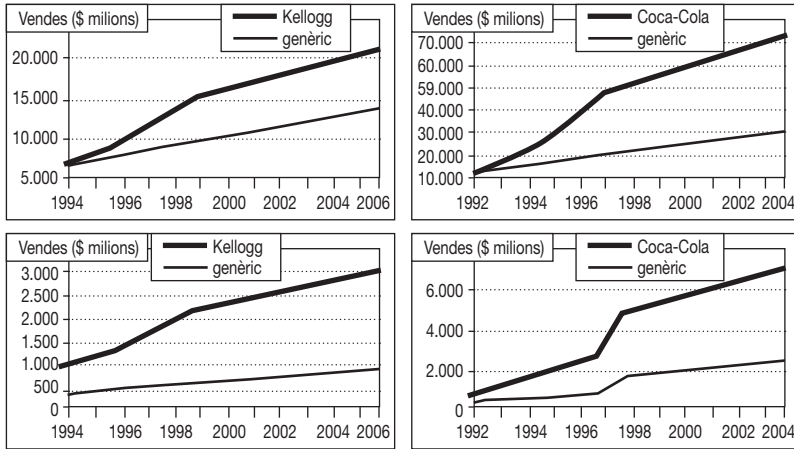


Figura 5. Vendes i beneficis reals i previstos a les valoracions de Damodaran

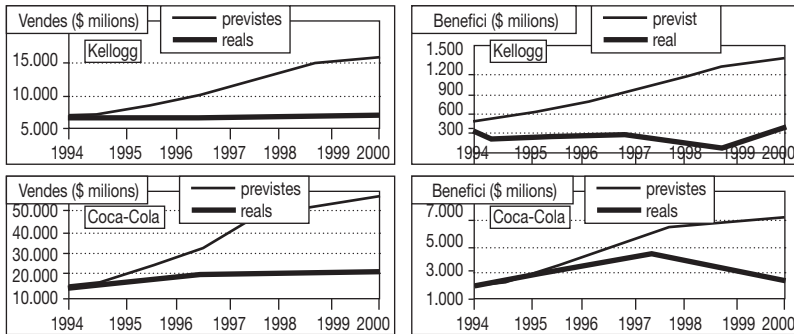


Figura 6. Evolució de la rendibilitat per als accionistes de Kellogg (K) i Coca-Cola (KO) des de gener de 1995

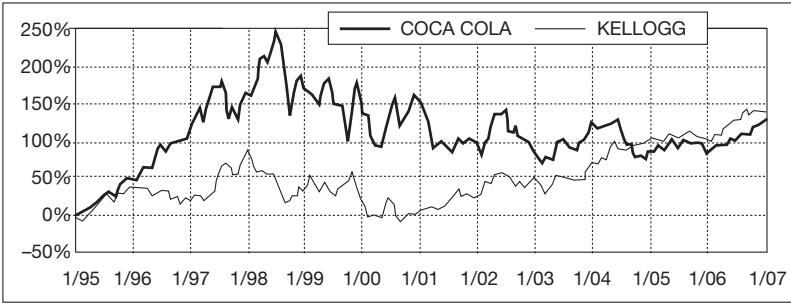
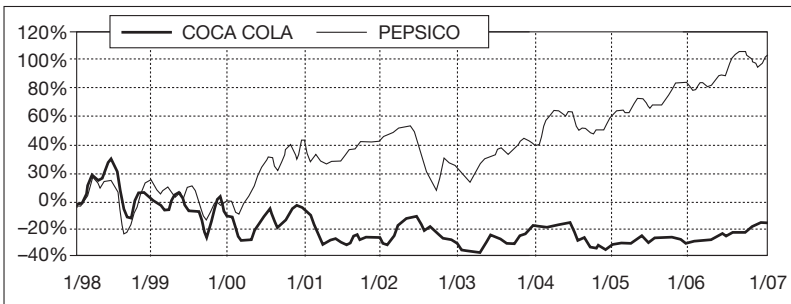


Figura 7. Evolució de la rendibilitat per als accionistes de Pepsico (PEP) i Coca-Cola (KO) des de gener de 1998



Taula 9. Evolució de Coca-Cola, Kellogg i Pepsico

	Capitalització (miliards de dòlars)																	
	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

	Rendibilitat per als accionistes (%)																	
	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

Noteu que Damodaran (2006, pg. 421) esmenta que: «Fernández (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». Malgrat tot, unes pàgines abans presenta les valoracions de la marca Coca-Cola que es presenten a la taula 10. Són valoracions molt similars a les de la seva primera edició (que hem vist abans). Compara Coca-Cola amb Cott, una empresa canadenca que fabrica marques blanques de refrescos. La taula 10 presenta unes deficiències similars a les de la taula 7.

Taula 10. Valoracions de la marca Coca Cola segons Damodaran (2006)
Dades en \$milions. Font: Damodaran (2006, pg. 416, 417 i 420)

	Valor de Coca Cola amb el marge de:		Valor de Coca Cola amb el ROA de:		Dades de les dues empreses		
	Coca Cola	Cott	Coca Cola	Cott		Coca Cola	Cott
Taxa d'impostos T	40%	40%	40%	40%	E	98.160	949
Vendes	21.962	21.962			Deute	7.178	345
D + Evc			16.406	16.406	Caixa	6.707	27
<i>Període de gran creixement</i>					D net	471	318
Durada (n anys)	10	10	10	10	E+D	98.631	1.267
Taxa de reinversió (TR)	50%	50%	50%	50%	Vendes	21.962	1.646
Marge = EBIT (1-T) / Vendes	15,57%	5,28%			EBITDA	7.760	186
Vendes / (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)/Vendes	4,49	0,77
Creixement	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>Període de creixement estable</i>							
Creixement	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%			
EBIT (1-T) / (D+Evc)	7,65%	7,65%	7,65%	7,65%			
Taxa de reinversió	52,28%	52,28%	52,28%	52,28%			
WACC	7,65%	7,65%	7,65%	7,65%			
EBIT (1-T) / Vendes	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				
$FCF = \text{Vendes} \times \text{Marge} (1 - TR)$			$FCF = (D+Evc) \times \text{ROA} (1 - TR)$				

7. Mètode de valoració d'Interbrand⁹

A la taula 2 hem vist un resum del rànquing publicat per Interbrand el 2006 de les 100 marques més valuoses (el rànquing complet és a l'annex 1). Interbrand valora la marca multiplicant el benefici diferencial de la marca per un múltiple. Aquest múltiple es determina quantificant els factors que, segons Interbrand, determinen la fortalesa de la marca. La taula 11 inclou un exemple en què es detallen els passos que seguia el mètode d'Interbrand el 2000 per a calcular el benefici diferencial de la marca.

Acostuma a partir d'una mitjana ponderada¹⁰ del benefici històric diferencial abans d'interessos i impostos (EBIT) dels últims tres anys (restant l'EBIT corresponent a un producte genèric, sense marca o marca blanca¹¹) i eliminant l'EBIT de les activitats que no siguin resultat de la identitat de la marca. Quan la mitjana ponderada dels EBIT històrics és superior a la previsió de l'EBIT de la marca per als anys futurs, es realitza una provisió per a reflectir aquesta reducció. Per a arribar al benefici diferencial de la marca, es dedueix la remuneració dels recursos i els impostos.

A l'Expansió de 19/12/03 (pg. 20) es pot llegir: «A partir de l'estudi exhaustiu dels informes anuals de les empreses, Interbrand intenta aïllar el percentatge d'ingressos que l'empresa té exclusivament gràcies al poder de la seva marca. Per a això, intenta separar quin percentatge d'ingressos procedeix dels actius materials de l'empresa i quin percentatge es deu als actius intangibles, entre els quals està la marca. En aquest punt és en el que entren les anàlisis de mercats, sondejos i enquestes publicades».

9. Interbrand és una empresa multinacional especialitzada en creació, estratègia, investigació, disseny, dret i valoració de marques. www.interbrand.com.

10. En molts casos s'aplica una ponderació simple de tres vegades per a l'any actual, dues per a l'any anterior i una per a l'anterior a aquest. També s'ajusten els EBIT històrics per la inflació.

11. Per a quantificar l'EBIT relatiu al producte sense marca Interbrand recomana tenir en compte que:

- Un producte sense marca generalment no té ni el volum ni l'estabilitat de la demanda d'un producte amb marca.
- La marca proporciona economies d'escala gràcies al major volum de producció i a l'estabilitat de la demanda.
- Un producte amb marca es pot vendre a un preu superior al d'un producte equivalent sense marca.

Taula 11. Un exemple de determinació del benefici diferencial de la marca segons Interbrand

(milions de dòlars)	any -2	any -1	any 0	previsió any +1
Benefici abans d'interessos i impostos (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 inflació	1,10	1,05	1,00	
Valor actual de l'EBIT diferencial de la marca	572	630	484	
Factor de ponderació	1	2	3	

EBIT diferencial ponderat de la marca	547
Provisió per reducció futura de l'EBIT	-
Remuneració dels recursos	-162
Benefici diferencial de la marca abans d'impostos	385
Impostos	135
Benefici diferencial de la marca	250

Per a calcular el múltiple que s'ha d'aplicar al benefici diferencial de la marca, Interbrand calcula la «fortalesa de la marca», que és una ponderació de set factors, que són:

1. *Lideratge.* Una marca capdavantera és més estable i té més valor que una altra marca amb una quota de mercat menor perquè el lideratge proporciona influència en el mercat, poder per a establir preus, domini en la distribució, major resistència als competidors, etc.
2. *Estabilitat.* Obtenen altes puntuacions en aquest factor les marques establertes fa temps, que compten amb la lleialtat dels consumidors.
3. *Mercat.* Una marca en un mercat estable i creixent amb elevades barreres d'entrada puntuarà molt alt.
4. *Internacionalitat.* Marques que operen en mercats internacionals tenen més valor que marques nacionals o regionals. Per altra banda, totes les marques no són capaces de travessar les barreres culturals i nacionals.
5. *Trajectòria de la marca.* La tendència d'una marca a mantenir-se actualitzada i rellevant per al consumidor incrementa el seu valor.
6. *Suport.* Marques que han rebut inversions i suport han de considerar-se més valuoses que aquelles que no n'han rebut. Es té en compte la quantitat despesa i la qualitat d'aquest suport.
7. *Protecció legal.* La robustesa i l'amplitud de la protecció de la marca («monopoli legal») és un factor crític en la seva valoració.

La taula 12 conté un exemple que il·lustra com es puntuen quatre marques pertanyents a mercats diferents¹².

Taula 12. Exemples de càlcul de la fortalesa de la marca segons Interbrand

Marca A. Marca internacional en el sector d'articles de bany fundada fa molts anys. La marca fou i és la número u o la número dos, en funció dels països.

Marca B. Marca nacional líder en el sector de l'alimentació. Opera en un mercat tradicional i estable, però en què els gustos estan canviant des dels productes tradicionals cap a altres de menjar preparat o fàcil preparació. La marca té limitades les seves vendes per a l'exportació, i la protecció legal es basa en el dret legal comú més que en drets de registre forts.

Marca C. Marca nacional de begudes secundària, però amb bones possibilitats de creixement, que fou llançada fa cinc anys. El mercat és molt dinàmic i creixent. La marca ha estat fortament recolzada però encara és aviat perquè aquesta actuació tingui resultats visibles. La marca no té quasi problemes de registre en el seu país d'origen. La marca està sent desenvolupada per a aconseguir un posicionament internacional.

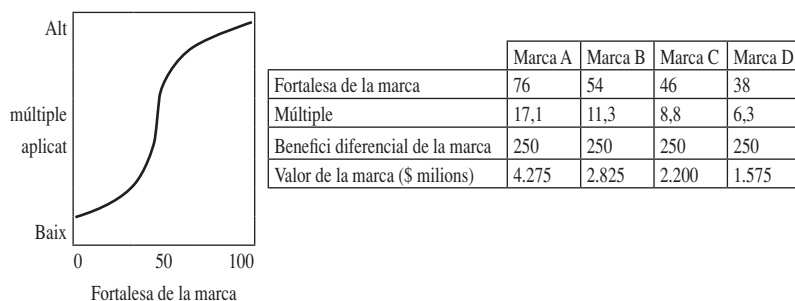
Marca D. Marca regional minoritària, però estable que opera en un mercat fragmentat però també estable.

<i>Factors de fortalesa</i>	Puntuació màxima	Marca A	Marca B	Marca C	Marca D
Lideratge	25	19	19	10	7
Estabilitat	15	12	9	7	11
Mercat	10	7	6	8	6
Internacionalitat	25	18	5	2	0
Tendència	10	7	5	7	6
Recolzament	10	8	7	8	5
Protecció	5	5	3	4	3
Fortalesa de la marca	100	76	54	46	38

Com mostra la figura 8, la fortalesa de la marca es tradueix en un múltiple segons una corba amb forma de «S». La magnitud màxima del múltiple es fixa, principalment, a partir del PER del mercat¹³. El múltiple màxim varia d'un sector a un altre i també varia al llarg del temps. En l'exemple de la figura 8, el múltiple màxim és 20. En els quatre casos suposem que el benefici diferencial de la marca és 250 milions de dòlars.

12. Per a puntuar cada factor de fortalesa es requereix un meticulós estudi de la marca, del seu posicionament en els mercats en què opera, de les activitats realitzades en el passat, dels plans futurs, dels riscos de la marca, etc. S'examina l'empaquetat i els anuncis de TV i premsa a més de realitzar visites d'inspecció als majoristes i minoristes.

13. Interbrand fa una afirmació més que opinable: «el múltiple més alt en l'escala de fortalesa de la marca hauria de ser clarament major que la mitjana del PER del sector en el qual l'empresa opera.»

Figura 8. Valoració de les quatre marques segons Interbrand

8. Comentari al mètode d'Interbrand

La quantificació del benefici diferencial de la marca (fonamentalment per l'estimació de l'EBIT de la marca blanca), de la fortalesa de la marca i del múltiple són molt subjectives. D'altra banda, marques com Coca-Cola o Pepsi-Cola no són igualment fortes en tots els mercats ni en tots els productes (coneixeu el nom de la tònica de Coca-Cola?). Pepsi, per exemple, té quotes de mercat que van des de 1% fins a 100%, depenent dels països. Fins i tot a Espanya, la quota de mercat a Canàries és propera al 50%, mentre que a la Península no arriba al 15%.

La valoració de qualsevol marca per aquest mètode és molt subjectiva, no només pels paràmetres utilitzats, sinó també per la pròpia metodologia. No obstant això, l'anàlisi dels factors de fortalesa per a cada marca/regió geogràfica/format, permet realitzar comparacions i pot proporcionar als directius pautes per a identificar els principals *value drivers* de la marca i de l'empresa i augmentar la fortalesa de la marca i, per tant, el seu valor.

Al març de 2007, la web d'Interbrand contenia un mètode diferent per a valorar les marques: el següent exemple i els següents paràgrafs estan presos del capítol 2 (titulat *The Financial Value of Brands* i escrit per Jan Lindemann, d'Interbrand) del llibre *Brands and Branding, An Economist Book*, publicat a l'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 operates. Split the brand's markets into non-overlapping and homoge-*

neous 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 continuació, presenten l'exemple de la taula següent (*a hypothetical valuation of a brand in one market segment*):

Taula 13. Valoració d'una marca segons Interbrand (2004)

		any 1	any 2	any 3	any 4	any 5
Vendes (\$ milions)		375,00	450,87	531,98	621,34	625,33
Cost de vendes		150,00	180,35	212,79	248,54	250,13
Marge brut		225,00	270,52	319,19	372,80	375,20
Màrqueting		67,50	81,16	95,76	111,84	112,56
Amortització		2,81	3,38	3,99	4,66	4,69
Altres despeses		22,50	27,05	31,92	37,28	37,52
NOPBT		132,19	158,93	187,52	219,02	220,43
Impostos (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 Actius utilitzats		131,25	157,81	186,19	217,47	218,86
3 Actius utilitzats 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%	(% dels <i>Intangible earnings</i> generats per la marca)				
6 <i>Brand Earnings</i>		59,58	71,64	84,53	98,72	99,36
7 <i>Brand Strength Score</i>	66	Creixement després any 5				2,50%
8 <i>Brand Discount Rate</i>	7,4%					
				després anys 1-5	any 5	Total
9	Valor de la marca = Valor actual de Brand Earnings	329,55	1.454,48			1.784,02

9. Mètode de valoració de Financial World

Un dels rànquings de marques més conegut és l'elaborat per Financial World. Per a valorar i classificar les marques, FW utilitza una versió simplificada del mètode d'Interbrand. Es tracta d'obtenir la diferència entre els beneficis d'una marca i els beneficis que hauria de produir una versió bàsica d'aquest producte sense marca. A aquesta diferència la denomina «beneficis nets relatius a la marca». Finalment, FW també aplica un múltiple calculat en funció de la fortalesa de la marca. El resultat és el valor de la marca. Aquest model estableix la fortalesa de la marca analitzant cinc components: lideratge, estabilitat (lleialtat dels consumidors), internacionalitat, continuïtat de la importància de la marca dintre del seu sector, i seguretat de la propietat legal de la marca. Les limitacions d'aquest model són idèntiques a les del model d'Interbrand.

Taula 14. Les marques més valuoses el 1996 segons Financial World (milions de dòlars)

	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. Mètode de Houlihan Valuation Advisors

Segons aquest mètode, el valor de la marca és el valor actual del *free cash flow* de l'empresa menys els actius utilitzats per la rendibilitat exigida. Un exemple proporcionat per l'empresa Houlihan Valuation Advisors¹⁴ (i corregit) s'exposa a la taula 15.

Taula 15. Valoració de la marca segons Houlihan Valuation Advisors (\$ milions)

Actius utilitzats	Rendibilitat exigida	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Circulant net (NOF)	6%	90,0	91,8	93,6	95,5	97,4	99,4
Immobilitzat	9%	225,0	229,5	234,1	238,8	243,5	248,4
Actius intangibles	14%	75,0	76,5	78,0	79,6	81,2	82,8
Patents	15%	10,0	10,2	10,4	10,6	10,8	11,0
Tecnologia pròpia	20%	15,0	15,3	15,6	15,9	16,2	16,6

<i>Free cash flow</i> de l'empresa	44,080	44,887	46,956	49,112	51,361	53,705
- Actius utilitzats x rendibilitat exigida	-40,645	-41,458	-42,291	-43,133	-43,995	-44,875
<i>Free cash flow</i> atribuïble a la marca	3,435	3,429	4,665	5,979	7,366	8,830
Valor de la marca	50,34	= Valor actual (<i>Free cash flow</i> marca, 16%). Creixement després 2005 = 4%				

Noteu que el *free cash flow* atribuïble a la marca s'assembla lleugerament a l'EVA. Aquest mètode no té gaire sentit. Substueix el flux atribuïble a una empresa amb producte genèric pels actius utilitzats per l'em-

14. Vegeu www.houlihan.com/services/brandarticle/brandarticle.htm. El valor de la marca segons aquest article de la consultora és 49,13 milions, en lloc de 50,34 que és el correcte segons les seves hipòtesis. L'error de Houlihan està en el càlcul del valor residual: la consultora mostra un valor residual de 73,581 milions quan és 76,524 milions.

presa amb marca per la rendibilitat exigida a aquests actius. Troba el lector alguna justificació a això?

11. Altres mètodes proposats per diverses consultores

L'empresa de Chicago *Market Facts* ha desenvolupat un curiós mètode que denomina «model de conversió» i pretén mesurar la força del compromís psicològic entre una marca i els consumidors. Segons la consultora, la base d'aquest model està inspirada en els estudis sobre conversió religiosa. El model divideix els usuaris d'una marca en quatre grups tenint en compte la força del seu compromís: l'inamovible, el mitjà, el superficial i el convertible. També classifica els no usuaris basant-se en la seva disposició per a provar la marca en: assequibles, ambivalents, feblement inassequibles i fortament inassequibles. *Market Facts* afirma que la diferència entre la grandària del segment convertible i l'assequible és un gran indicador de la salut futura de la marca.

Young & Rubicam, utilitza el *brand asset valuator* (BAV), que descompon la vinculació entre la marca i el consumidor en dos àmbits: vitalitat i talla. Per la seva banda, la vitalitat de la marca pot desagregar-se en rellevància i diferenciació; i la talla de la marca en estima i familiaritat. Segons *Young & Rubicam* el fet que una marca sigui diferenciada no significa que els consumidors tinguin el desig de comprar-la; cal que sigui també rellevant. Una marca posseeix estima quan el consumidor valora la seva qualitat. La familiaritat consisteix que el consumidor conegui la marca. Ambdós factors s'han de donar junts perquè la marca posseeixi una talla elevada. Aquest mètode només permet una valoració qualitativa de la marca.

CDB Research & Consulting va realitzar una enquesta telefònica a 1.191 analistes i gestors de fons de pensions per a valorar mil empreses segons vuit factors: possibilitat de reduir costos, innovació, absència de problemes de regulació, propietat de marca, fidelitat del client, capacitat d'incrementar les vendes, relacions amb els empleats, i potencial de millora de la productivitat. Se'ls va demanar que qualificuessin les empreses de l'1 al 10 per a cadascun dels vuit factors esmentats. Amb les seves puntuacions es va elaborar un índex (*hidden value index*) per a cada empresa i un rànquing amb les 389 empreses de les que va obtenir respostes suficients.

A la pàgina web de FutureBrand pot llegir-se «La ciència i l'art de mesurar. La nostra metodologia de valoració de marques reflecteix les millors pràctiques en els aspectes financers de les marques i està aprovada

pels comitès de normes de comptabilitat i recolzada per *business schools* de tot el món».

12. *Brand value drivers*. Paràmetres que influeixen en el valor de la marca

La taula 16 és una adaptació de la taula 1.13 de Fernández (2004) pel valor de la marca. Lògicament suposa que el valor de la marca està inclòs dins del valor de l'empresa. La taula 15 suposa que el valor de l'empresa és la suma del valor d'una empresa amb producte genèric més el valor de la marca. El producte (genèric) aporta una part del valor de l'empresa i la marca l'altra.

La utilitat de la valoració de les marques és entendre com aquestes creen valor per a l'empresa i mesurar aquesta creació de valor correctament, de manera que no incorrem en més subjectivitats que les necessàries per a valorar l'empresa. La dificultat principal rau en mesurar «diferencials» (de rendibilitat, de creixement de fluxos, de risc operatiu, etc.). En el cas d'una empresa la principal activitat de la qual és la gestió d'un nom (una marca) que cedeix a altres empreses (franquícies) a canvi del pagament d'uns cànon, aquesta dificultat desapareix perquè l'única activitat de l'empresa és la gestió de la marca. Però si l'empresa a més fabrica i comercialitza els productes, la dificultat rau en determinar quina part dels fluxos correspon a la marca i quina part al producte genèric.

Taula 16. Valor de la marca i principals factors que l'afecten (*brand value drivers*)

VALOR DE LA MARCA						
Expectatives de Fluxos diferencials		Rendibilitat exigida diferencial				Comunicació
Expectatives de rendibilitat diferencial	Expectatives de creixement diferencial	Interès sense risc	Prima de risc del mercat	Risc operatiu diferencial	Risc financer diferencial	Qualitat oferida i percebuda

Els principals factors que afecten les expectatives de rendibilitat diferencial són: període d'avantatge competitiu; actius utilitzats diferencials; marge sobre vendes diferencial, això és, la diferència entre preus i costos diferencials; regulació (protecció de la marca); lleialtat dels consumidors; beneficis emocionals.

Els principals factors que afecten les expectatives de creixement diferencial són: relacions marca-client; barreres d'entrada¹⁵; adquisicions / desinversions; lideratge; estructura competitiva del sector; nous negocis / productes; desenvolupament tecnològic; opcions reals de creixement.

Els principals factors que afecten el risc operatiu diferencial són: legislació; internacionalitat de la marca; marca compradora / comprable; risc percebut pel mercat; finançament de l'empresa.

Els principals factors que afecten el risc financer diferencial són: liquiditat de la marca/empresa; grandària de la marca; control de riscos.

13. Per a què serveix valorar les marques?

Afirmar que la marca Reial Madrid val 155 milions de dòlars o que la marca Coca-Cola val 70.500 milions de dòlars no serveix per a res. Això es deu, com ja hem comentat en apartats anteriors, a les deficiències dels mètodes de valoració utilitzats i a la dificultat de definir quins fluxos es deuen a la marca i quins no. No obstant això, sí que és molt útil el procés de valoració de la marca, que ajuda a la identificació i l'avaluació dels *brand value drivers*. Aquesta avaluació dels *brand value drivers* consisteix a comparar-los amb altres marques/empreses, amb els *drivers* anteriors de la pròpia marca i amb els objectius proposats.

El procés de valoració de la marca augmenta la informació que té l'empresa sobre la pròpia marca i ha d'estar desenvolupat per a servir com una eina gerencial per a crear valor. Un bon procés de valoració de la marca és una eina que ajuda a mantenir una estratègia coherent al llarg del temps i a assignar els recursos de màrqueting de manera consistent.

Algunes vegades es valoren les marques per a transferir-les a una societat instrumental situada en un estat on la taxa impositiva és menor. Posteriorment es carrega un cànon per la utilització de la marca a la subsidiària des de l'estat impositivament més benigne i d'aquesta manera, l'empresa estalvia impostos globalment.

Altres vegades, les marques es transfereixen a una societat instrumental (*special purpose entity*) per a utilitzar-les com a garantia en operacions de préstec. Es transfereixen en aquest cas a una societat instrumental perquè quedin «separades i protegides» del seu propietari. Mentre estiguin en aquesta societat, queden fora de l'abast del seu propietari i actuen com ga-

15. Com ressalta Aaker, «és molt més fàcil copiar un producte que una organització amb valors, persones i programes diferenciats».

rantia del préstec. Els bancs solen documentar l'operació amb una valoració de la marca.

També es realitzen valoracions de marques per a justificar preus de transferència interns de les empreses, i per a determinar quina part del que antigament es comptabilitzava com fons de comerç, correspon a marca, patents o altres actius intangibles.

En processos judicials es realitzen valoracions de marques per a quantificar el dany que s'ha ocasionat a la marca per una de les parts.

Recentment, Banyan Tree i EasyJet van incorporar una valoració de la marca en el seu opuscle d'IPO.

Resumint, la valoració de les marques s'utilitza com una justificació davant hisenda per a pagar menys impostos, com una justificació davant els comitès de crèdits dels bancs per a l'obtenció de crèdits i com una justificació davant els jutges per a quantificar danys i perjudicis.

14. El valor de la marca com a un conjunt d'opcions reals

Una marca es pot considerar com un actiu que proporciona en el moment actual uns marges per unitat superiors als del producte sense marca i un volum diferencial, i que, a més, proporciona a l'empresa posseïdora opcions reals de creixement futur. Aquestes opcions reals poden ser de creixement geogràfic, de creixement per utilització de nous canals de distribució, de creixement per diferenciació addicional, de creixement per utilització de nous formats, de creixement per possibilitat d'accés a altres segments del mercat, d'abandó facilitat per la utilització de franquícies...

Per a una adequada gestió de la marca és important tenir presents les opcions reals que la marca proporciona per a prendre decisions que incrementin (i que no disminueixin) el valor d'aquestes opcions. Això només pot fer-se amb una correcta anàlisi a llarg termini perquè les decisions que afecten el valor de les opcions reals han de prendre's abans (a vegades uns quants anys abans) de l'exercici de les opcions.

15. Comptabilització de les marques

Haurien d'aparèixer les marques a l'actiu de les empreses? Els defensors de l'activació de les marques assenyalen que les marques d'una empresa són sovint els actius més importants, fins i tot més importants que els

maons, el ciment i les màquines, els valors dels quals sí que figuren a les comptabilitats. «Un no pot ignorar les marques o els actius intangibles», insisteix Chris Pearce, Director Financer de Rentokil, així com President del Grup 100, comitè tècnic de directors financers. «Hi ha coses que tenen un valor real i són tractades entre les empreses sobre unes bases relativament regulars. Les empreses paguen fortes sumes de diners per elles i, per tant, haurien d'estar reflectides a l'actiu».

Els oponents mantenen que és impossible (o almenys molt difícil) assignar valors a les marques separatament de les empreses que les creen. És fàcil assignar un valor a una marca que ha estat comprada recentment (el preu), però la inclusió de marques «crescudes a casa» és especialment arriscat, perquè no hi ha un mètode de valoració generalment acceptat i perquè fer això desvirtuaria la comptabilitat.

D'altra banda, l'activació de marques milloraria el benefici de les empreses a canvi d'empitjorar el seu *cash flow* (per major pagament d'impostos), cosa que des d'un punt de vista financer no té cap sentit.

Tractament comptable de les marques i dels actius immaterials als EE.UU.

Reconeixement del fons de comerç: només en la compra de negocis, i com a diferència entre el preu pagat i el valor comptable de l'empresa adquirida. Amortització del fons de comerç: sobre la seva vida útil no excedint de 40 anys. En cas de deterioració o pèrdua de valor pot ser cancel·lat. Definició d'actius immaterials: drets identificables per separat que té utilitat i valor. Amortització dels actius immaterials: sobre la seva vida útil. En cas de deterioració poden ser immediatament amortitzats.

16. Valoració del Capital Intel·lectual

En els últims anys s'ha parlat molt del valor del capital intel·lectual de les empreses. No obstant això, la gairebé totalitat dels treballs sobre el tema són molt descriptius i estan molt lluny d'arribar a una valoració en euros.

Johan Ross i Göram Ross van publicar a l'abril de 1997 l'article *A second Generation of IC-Practices*¹⁶. A la primera part de l'article es descriu i analitza la pràctica del capital intel·lectual de «primera generació», la visualització sistemàtica i el mesurament de les diferents formes de capital intel·lectual. La pràctica de capital intel·lectual de «segona generació» amplia la «primera generació» en consolidar les mesures en un índex agregat de capital intel·lectual. Segons els autors citats el «*capital intel·lectual*»

16. Basat en el llibre de Roos i Roos, Edvinsson i Dragonnetti: *Intellectual Capital; Navigating in the New Business Landscape*, Macmillan, 1997.

(CI) pot ser descrit com la diferència entre el valor de mercat i el valor comptable d'una empresa.

Segons Skandia, una gran empresa sueca d'assegurances i serveis financers, el CI està compost per capital humà i per capital estructural. El *capital humà* representa el coneixement, l'habilitat, i la capacitat dels empleats per a donar solucions satisfactòries als clients. El *capital estructural* és allò que roman quan els empleats se'n van a casa: bases de dades, arxius de clients, programari, manuals, marques, estructures organitzatives, etc. Aquest últim es divideix en tres focus de CI: focus de renovació i desenvolupament, focus de clients i focus del procés. La taula 16 mostra l'aplicació del model *Navigator* per a una de les divisions: American Skandia¹⁷. Segons Skandia, aquest tipus d'informe proporciona una descripció més sistemàtica de la capacitat i del potencial de l'empresa per a transformar el capital intel·lectual en capital financer. Però a nosaltres ens sembla simplement un conjunt de dades sobre el volum d'operacions amanides amb unes quantes ràtios d'eficiència. És capaç el lector de «visualitzar» o valorar el capital intel·lectual observant la taula 17?

17. American Skandia garanteix anualitats variables (segur unit linked) en el mercat americà. L'assegurança de vida Unit-Linked és un segur de vida les provisions del qual es materialitzen en una combinació de fons d'inversió nacionals i internacionals i en el que el client decideix quin fons invertirà les seves aportacions, assumint així el risc de la inversió, en triar la combinació rendibilitat /risc més adequada per al seu perfil.

Taula 17. American Skandia. Informe sobre el potencial de l'empresa per a transformar el capital intel·lectual en capital financer.

FOCUS FINANCER	1997 (6)	1995	FOCUS HUMÀ	1997 (6)	1995
Rendibilitat del capital utilitzat (%)	12,8	28,7	Nombre d'empleats, jornada completa	509	300
Marge operatiu (MSEK)	516	355	Nombre de directius	87	81
Valor afegit/utilitzat (SEK 000s)	1.477	1904	Dones directives	42	28
FOCUS CLIENT			Despeses formació /empleat (SEK 000s)	8,3	2,5
Nombre de contractes	160.087	87.836	FOCUS PROCÉS		
Estalvis /contracte (SEK 000s)	480	360	Nombre de contractes/empleat	315	293
Ràtio de rescat (%)	4,3	4,1	D. administratives / primes brutes (%)	3,1	3,3
Punts de venda	40.063	18.012	D. Tecnologia Informació/d. adm. (%)	5,7	13,1
FOCUS RENOVACIÓ I DESENVOLUPAMENT			Temps de processar nous contractes (dies)	7	8
Augment de primes netes (%)	35	29,9			
D. Desenvolupament/ D. administratives (%)	8,7	10,1			
% de personal de menys de 40 anys	71	81			

Font: Skandia

La fórmula que proporcionen Roos i Roos per a valorar el capital intel·lectual és la següent:

$$\text{Valor de les accions} = \text{Nivell d'utilització} \times (\text{valor de reposició} + \text{capital intel·lectual}) + \varepsilon$$

Segons els autors, ε és el valor de l'empresa que no té explicació racional i el nivell d'utilització és el percentatge entre el valor de les accions i el seu valor «potencial». Aquesta fórmula suposa un avanç respecte a suposar que el capital intel·lectual és la diferència entre el valor de mercat i el valor comptable de les accions, però ens agradaria preguntar als autors com calculen el nivell d'utilització i ε . Suposem que no saben com calcular ε , perquè no ens consta que els autors posseeixin la fortuna més gran del món.

Incloem aquest apartat per a fer notar que la valoració del capital intel·lectual és un tema encara poc treballat. Més encara, no està gens clar què és el capital intel·lectual de l'empresa. I menys encara si pretenem valorar per separat la marca i el capital intel·lectual de l'empresa.

ANNEX 1. Valor de les marques segons 1999, 2000, 2002, 2003 i 2006. Dades en miliards de dòlars

Valor de les marques en 1999, 2000, 2002, 2003 i 2006. Interbrand

Rn.	País	Valor de la marca (VM)												Rànquing	valor marca			VM/CAP	Deute	CAP-VC			VM/(CAP-VC)			VM/(CAP+D)					
		2006			2003			2000			2002				2006					2003			2006								
		2006			2003			2000			2002				2006					2003			2006								
		2006	2003	2000	2006	2003	2000	2006	2003	2000	2006	2003	2000		2006	2003	2000			2006	2003	2000	2006	2003	2000						
06	Empresa	67,0	70,5	69,6	72,5	83,8	99	100	116	68%	70%	62%	1	-20%	-8%	174	92	17	11	4,6	5,4	82	89	0,81	0,79	65%	67%				
1	Coca-Cola	56,9	65,2	64,1	70,2	56,7	281	259	553	20%	25%	13%	2	2	0%	19%	615	219	40	65	0,0	0,0	241	194	0,24	0,34	20%	25%			
2	Microsoft	36,2	51,8	51,2	53,2	43,8	128	136	212	44%	38%	25%	3	3	28%	6%	250	93	29	24	42,7	23,6	99	111	0,57	0,46	37%	33%			
3	IBM	48,9	47,3	41,3	38,1	33,5	362	355	513	14%	17%	7%	4	8	46%	28%	594	249	112	65	43,0	304,9	249	190	0,20	0,22	69%	8%			
4	General Electric	32,3	31,1	30,9	39,0	30,0	123	66	247	24%	26%	27%	5	6	46%	-22%	290	51	16	2,0	1,2	86	86	0,38	0,56	26%	29%				
5	Intel	30,1	29,4	30,0	38,5	20,7	92	67	144	33%	45%	16%	6	7	46%	-22%	290	51	16	2,0	1,2	86	86	0,38	0,56	26%	29%				
6	Nokia	27,9	20,8	19,5	18,9	12,3	197	80	196	14%	26%	10%	11	18	127%	48%	223	74	89	55	88,1	61,3	108	26	0,26	0,81	10%	15%			
7	Disney	27,8	28,0	29,3	33,6	32,3	54	35	85	52%	61%	39%	7	11	-14%	-17%	108	28	32	19	12,7	13,4	22	15	1,27	1,83	41%	58%			
8	McDonald's	21,5	24,7	26,4	27,9	26,2	43	18	50	64%	134%	55%	8	2	5%	-1%	66	16	15	7	8,4	9,7	27	11	1,01	2,17	54%	88%			
9	Mercedes	21,8	21,4	21,0	21,1	17,8	44	6	48			44%	10	15	23%	3%															
10	Alemanya	21,5	18,6	18,1	18,9	9,1	235	177	201	9%	10%	9%	3	9	135%	14%	286	113	119	69	67,82	408,5	116	109	0,18	0,17	2%	3%			
11	Citibank	11,2	22,2	24,2	22,1	21,0		112	112		20%	20%	9	14	-3%		154	28	38	27	5,2	7,6	55	21	0,37	0,95	21%	36%			
12	Marlboro	20,4	19,9	16,8	20,6	17,1	93	47	133	29%	42%	16%	12	16	19%	-1%															
13	Hewlett-Packard	19,6	16,8	16,3	16,1	12,6		35	35		45%	15	22	56%	22%																
14	BMW	19,6	15,1	14,4	13,0	11,3	34	17	20	57%	88%	66%	19	28	74%	51%	35	14	20	11	30,0	14	6	1,41	2,50	57%	32%				
15	Alemanya	19,6	16,0	15,0	17,4	15,9	58	32	40	34%	49%	44%	16	20	23%	13%	12	7	0,4	0											
16	Gillette	17,6	6,7	7,1	6,9	4,1	10	12			58%	45	17	17	-13%	-2%	548	63	24	15	6,3	0,0	109	78	0,16	0,20	13%	17%			
17	Louis Vuitton	17,5	15,8	16,2	20,0		133	92	529	13%	17%	4%	17	13	32%	155%	12	7	0,4	0											
18	Cisco	17,0	15,6	15,1	15,2	11,1	57	32	40	30%	48%	38%	18	23	54%		69	27	35	21	27,4	19,6	22	12	0,77	1,34	20%	30%			
19	Honda	16,2	10,9	8,3	5,2							25	48		211%		6														
20	Samsung	13,0	10,3	11,2																											
21	Merrill Lynch	12,7	11,8	11,1	6,6	5,9	96	69	50	13%	17%	13%	23	40	114%	9%	109	44	15	12	2,8	2,3	80	57	0,16	0,21	13%	17%			
22	Pepsi-Cola	12,5	12,3	12,8	13,7	17,6		77			18%	21	26	299%	-9%																
23	Nestlé	12,4					81			15%							114	3	17	0	0,0	0,0	64	0	0,19		15%				
24	Goole	12,3	10,4	9,2	9,5	9,0	69	70	138	8%	15%	7%	29	33	36%	29%	149	43	4	5	0,5	0,5	65	65	0,19	0,16	18%	32%			
25	Dell	11,7	13,2	13,9	16,4	14,2	46	33	128	25%	40%	13%	20	21	-18%	-29%	137	21	27	23	9,3	8,1	19	10	0,60	1,32	21%	32%			
26	Sony	11,7	11,9	11,4	10,7	8,5		26			41%	27	31	37%	9%																
27	Budweiser	11,6	7,6				190	98	99	66%	8%		32				225	43	108	42	380,2	255,6	82	56	0,14	0,14	2%				
28	HBSBC	11,5	11,3	11,5			71	57	220	16%	20%	0%	24				263	31	15	7	83	0,3	56	30	0,21	0,22	15%	20%			
29	Oracle	11,1	17,1	20,4	36,4	33,2	14	13	52	77%	130%	70%	14	10	-67%	-70%															
30	Ford	10,9	8,2	7,7	8,0	8,2	17	9	7	66%	96%	115%	33	35	21%																
31	Nike	10,7																													
32	UPS	10,2	9,1	9,7			145	47	71	7%	19%	31				168	31	116	29	182,5	191,5	29	19	0,35	0,48	3%	4%				
33	JPMorgan	10,0	7,7	6,8	6,1																										
34	SAP	10,0	7,2	6,8			59	24	34	15%	33%	18%	35	44	26%																
35	Alemanya	10,0	7,2	6,8			59	31	38	17%	23%	39	39			75	17	22	13	0,0	0,0	37	18	0,27	0,41	17%	23%				
36	Canon	9,8	10,7	11,2			67	42	94	15%	26%	41				124	32	34	19	487,3	244,5	33	23	0,30	0,46	2%	4%				
37	Morgan Stanley	9,6	5,0	7,2																											
38	Goldman Sachs	9,6	10,5	9,8			183	192	141	5%	5%	28				308	118	71	46	8,0	14,6	112	146	0,09	0,07	5%	5%				
39	Pfizer	9,1	8,6	5,3	6,6	4,3	53	5	22	17%	109%	30%	50	41	-16%																
40	Apple	8,8	7,4	7,2	7,4	7,1	17	13	10	51%	59%	71%	38	38	0,5%																
41	Kelloggs	8,8	6,9	6,6	6,0	3,5											43	45	15,3%												
42	IKEA	8,7					119	53	57	7%							134	43	41	21	530,2										
43	UBS	7,9					14	13	11								109	28	39	17	18,8	14,4	44	11	0,72		38%				
44	Novartis	7,8					83	37	86	9%							17	10	3	3	6,8	5,5	11	11	0,18						
45	Siemens	7,8					14	12	12	55%	56%		44				20	7	3	2	1,7	1,0	11	10	0,68	0,71	49%	52%			
46	Harley-Davidson	7,7	6,8	6,3																											

Dades en milers de milions de dòlars

ANNEX 2. *Extret d'Interbrand: Frequently Asked Questions. World's Most Valuable Brands 2002*

S'han subratllat les afirmacions més discutibles. Animem al lector a que es posicioni (almenys d'acord o no) amb respecte a les següents respostes.

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 ever 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.

ANNEX 3. Cites de llibres i articles sobre el valor de les marques i el valor dels clients

A **Brand Equity Excellence, BBDO, November 2001** es pot llegir: «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?»

A les conclusions (pg. 29) reconeix que «*There is a need for a new, integrated approach to brand valuation*»

Villanueva i Hanssens (2007) conté un magnífic resum de la literatura sobre valor dels clients (customer equity) i de la seva relació amb la valoració 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 i Hanssens (2007) també aclareixen algunes definicions, per exemple, 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 i Hanssens (2007) diferencien entre Brand Equity (BE) i 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.»*

Bibliografia

- 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», descarregable a <http://ssrn.com/abstract=270688>. També és el capítol 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.

ACCID

Associació
Catalana de
Comptabilitat i
Direcció

Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció

Edif. Col·legi d'Economistes de Catalunya
Pl.- Gal·la Plàcida 32, 4ª planta - 08006 Barcelona
Tel. 93 416 16 04 extensió 2019

info@accid.org - www.accid.org - @Associacio ACCID