

ОЦЕНКА НА ПРИЗНАВАНЕТО НА БРЕНДА – ПОДХОДИ И ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА

През последните двадесет години се създава ново поколение компании, чиято стойност се формира от нематериалните им активи. Брендът е стратегически актив, чиято стойност е силно корелирана с тази на компанията. Ето защо оптимизацията на пазарния портфейл и стратегическото позициониране, определянето на цената на сделки по сливане и придобиване, както и на процента на роялти отчисленията за бизнеса поражда необходимостта от оценка на финансовата стойност на брeнда. Въпреки че съществува многообразие от методологии в тази област, повечето от тях са предимно качествени и не дават количествена оценка. Няма и консенсус относно стандартна оценителска практика. Във връзка с това са систематизирани и анализирани главните финансови подходи за оценка на стойността на брeнда и са класифицирани основните методи в рамките на разгледаните подходи. Открити са предимствата и недостатъците на всеки от тях и са изведени предизвикателствата пред оценката на този нематериален актив.¹

JEL: G12; G31

Ключови думи: брeнд, търговска марка, оценка, финансова стойност на брeнд, стойност компания

В днешно време сме свидетели на драматична промяна в стойността на компаниите - разрив между балансовата стойност и пазарната капитализация в резултат от изместването на фокуса от материалните към нематериалните активи на бизнеса. В началото на 80-те години на XX век средният мултипликатор „пазарна към балансова стойност“ на индекса S&P 500 възлиза на 1,4, а в началото на 2003 г. нараства на 4,7 (вж. Haigh et al., 2004). Или материалните активи на бизнеса (земя, оборудване, запаси, оборотен капитал и др.) отговарят за по-малко от 25% от пазарната стойност на компанията, а останалите 75% се формират от нематериалните активи - патенти, бизнес-системи, права на дистрибу-

* Нов български университет, департамент „Икономика“, rdimitrova@nbu.bg

¹ Chief Assist. Prof. Ralitsa Dimitrova, PhD. ASSESSMENT OF RECOGNITION OF THE BRAND - APPROACHES AND CHALLENGES. *Summary:* In the past twenty years new generation of companies emerged, with value, generated out of their intangible assets. The brand is a strategic asset with a value highly correlated with the company value. Due to the optimization of the market portfolio and strategic positioning, pricing of mergers and acquisitions, as well as determining the percentage of royalty deductions for businesses the financial value of brands should be assessed. Although there is a variety of methodologies in this area, most of them are primarily qualitative and do not provide quantitative assessment. There is no consensus on the standard valuation practices. In this regard the key financial approaches to assessing the value of the brand are systematized and analyzed and the basic methods within the discussed approaches are classified. The advantages and disadvantages of each one are specified and the challenges to the assessment of this intangible asset are deducted. *Keywords:* brand trade mark, assessment, financial value of brand, corporate value

ция, брeнд, клиентска база, качество на мениджмънта. Изследване на консултантската компания „Interbrand“ показва, че този феномен се проявява и при сделките по сливания и придобивания (цит. в Ghosh Ray, 2013, p. 179). Данните в него сочат, че през 1981 г. нетните материални активи съставляват около 82% от офертните цени за компаниите, а няколко години по-късно - през 1988 г., делът им в стойността е едва 56%. Leh et al. (1999) затвърждават значението на нематериалните активи, като обясняват намаляващата корелация между печалбата и цената на акциите на американски компании с пропуските при счетоводното им отчитане. То подценява или игнорира нематериалните активи, което изкривява счетоводните измерители за ефективност като рентабилност на капитала. Във връзка с посочените факти въпросът относно оценката на стойността на нематериалните активи и в частност - на финансовата стойност на брeнда, придобива особена актуалност.

Основни понятия и зависимости

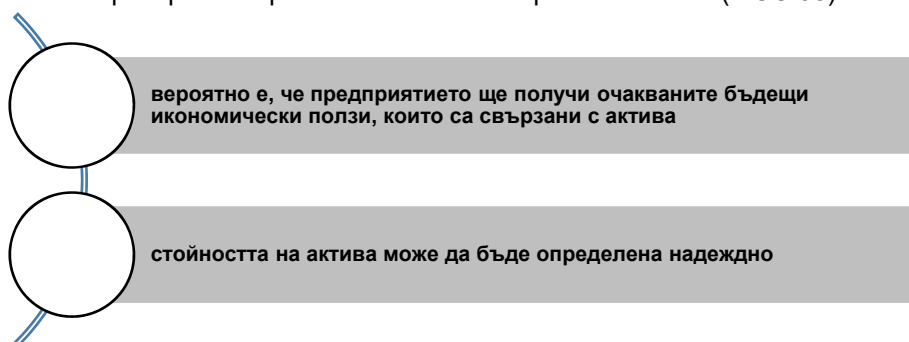
Качествено новият подход за организация на бизнеса превръща нематериалните активи и по-специално интелектуалната собственост в главен фактор на стратегическото управление на компаниите в различните сектори на икономиката. Ето защо коректното и своевременно признаване на нематериалните активи способства за получаването на допълнителен доход за бизнеса посредством лицензиране, повишаване на цената на акциите и печалбата на акционерите, увеличаване на възвръщаемостта от вложените в научноизследователска и развойна дейност (НИРД) ресурси, осигуряване на непрекъснатост на иновативния процес, използване на активи като валута при сливания и придобивания и т.н. (вж. Георгиева, 2011). Независимо от актуалността на въпроса обаче в литературните източници няма единство в терминологията, което се дължи на различните гледни точки върху проблематиката - счетоводна, пазарна, правна, маркетингова. Ето защо по-нататък ще се опитаме да систематизираме основните понятия, използвани в това изследване.

Нематериалните активи са разграничими непарични активи без физическа субстанция, които компанията контролира и от които очаква икономически ползи. Дефиницията на МСС 38 изисква нематериалният актив да бъде разграничим (идентифицируем), за да се разграничи от репутацията (неидентифицируем). Репутацията, призната в бизнес-комбинация, е актив, представляващ бъдещите икономически ползи, произтичащи от други активи, придобити в бизнес-комбинация, които не са индивидуално идентифицирани и отделно признати.² Според чл. 21 на МСС 38 един нематериален актив може да се признае, ако и само ако са спазени представените на фиг. 1 критерии.

² Ползи, отразени като репутация, може да бъдат: синергии, които са резултат от бизнес-комбинация, възможности за растеж, организационен капитал и др. В общия случай стойността на репутацията е остатъчна величина, или сумата, която остава, след като от стойността на предприятието се приспадат всички идентифицируеми материални, нематериални и парични активи след корекция за реални или потенциални задължения.

Фигура 1

Критерии за признаване на нематериални активи (МСС 38)



Коментарите към Международните стандарти за оценяване (МСО 210) описват четири класа идентифицируеми нематериални активи свързани с:

- *маркетинг* (търговски марки, търговски наименования, уникални търговски дизайни, имена на интернет-домейни и др.);
- *клиенти или доставчици* (договор за франчайз, споразумения за лицензиране и предоставяне на авторски права, списъци с клиенти и др.);
- *технологии* (патентовани технологии, формула или рецептура, компютърен софтуер и др.)
- *художествено творчество* (права върху ползи от художествени произведения).

Интересът в нашето изследване е насочен към нематериалните активи, свързани с маркетинга, и по-конкретно към дискусията за определяне на финансовата стойност на търговската марка/бренда като ключов елемент за развитието на компаниите наред с капиталовите инвестиции и иновациите.

От направения аналитичен преглед на специализираната литература се установява, че двата термина „*търговска марка*“ и „*бренд*“ се използват като взаимно заменяеми, но между тях се проявява определена същностна разлика. Като обект на интелектуалната (в частност на индустриалната) собственост, *търговската марка* е обект и на правото. В чл. 9, ал.1 от Закона за марките и географските означения (ЗМГО) законодателят е определил марката като „знак, който е способен да отличава стоките или услугите на едно лице от тези на други лица и може да бъде представен графично“. Или търговската марка е маркетингов инструмент, който изгражда имидж на съответния продукт, тя е гарант на неговото качество, отличавайки го останалите аналогични продукти. Освен това търговската марка влиза в имуществото на компанията, а нейното добро име в буквален смисъл е част от фирмения капитал (вж. Борисов, 2006).

При дефинирането на *бренда* е добре да се отчете перспективата както на потребителите, така и на компанията. Според Keller (1993, р. 2) той е разликата в реакцията на потребителите към елемент от маркетинг-микса на компа-

нията с брeнд, съпоставена с реакцията им към същия елемент от маркетингмикса на ненаименувана версия на продукта или услугата. Ако брeндът отговори или надхвърли очакванията, се появява благосклонна нагласа към него и склонност да се купува и в бъдеще (Желев, 2010). От гледна точка на компанията брeндът е актив (ресурс), който генерира прираст на паричния поток (Брестничка, 2004), подобрява финансовите резултати на компанията (Kim et al., 2003), способства за понижаване на инвестиционните рискове (Rego et al., 2009) и за повишаване на акционерната стойност (Madden et al., 2002).

Според Балева (2008) терминът „брeнд“ трябва да се разглежда като по-широк от понятието „търговска марка“, доколкото второто има главно юридически смисъл като предпоставка за правната закрила на марката. Търговската марка е тесният смисъл на понятието „брeнд“ (Дъбева, 2012), един от неговите елементи (Любенев, 2015). Аналогична е и позицията на Трендафилов (2010), който отбелязва, че брeндът е натоварен с много повече символи (социални, културни и личностни), той носи послания за споделени ценности и обещания за придадена стойност.

Въз основа на изложеното дотук приемаме, че търговската марка е механизъм за правна защита на брeнда, потвърждаващ правото на компанията на собственост върху този нематериален актив, поради което трябва да се разглежда в по-широк смисъл от търговската марка. Той е ирационална категория, отразяваща определени социално-психологически особености на потребителите, които създават конкурентно предимство и добавена стойност за компанията³. Именно като такъв брeндът представлява интерес за финансовото управление на компанията.

Брeндът като фактор за ръст на стойността на компанията

Оценката на финансовата стойност на брeнда е необходима на компанията с оглед постигането на редица различни цели:

Първо, законодателството на много страни позволява признаването на нематериалните активи в счетоводния баланс на фирмата, т.е. тяхното амортизиране би създало ръст на данъчния щит. Доколкото брeндът е един от основните нематериалните активи, то оценката на стойността му е от ключово значение, защото допринася за повишаване на качеството на направените анализи и оценки на финансовото състояние на компанията, както и за яснота по въпроса къде се създава стойност в организацията.

Второ, процесът на оценка осигурява по-точна представа за силата на брeнда, което на свой ред може да помогне при определяне на бъдещата маркетингова стратегия и за подсилване на продуктовото портфолио.

³ Потребителите разглеждат две разновидности на брeнда: 1) *движени от разходите* (cost driven brands) – когато стойността на продукта на дадената компания е по-ниска от тази на конкурентите при идентичен продукт; 2) *движени от стойността* (value added brands) – когато продуктът притежава повече полезни свойства за потребителите, което позволява добавянето на ценова премия при запазване на нивото на разходите.

Трето, стойността на брейнда може да се използва за измерване на ефективността на инвестициите. Оценяването на брейнда, проведено съвместно с анализ на инвестициите, спомага за по-ефективното разпределяне на ресурсите и за коригиране на инвестиционната политика на компанията в краткосрочен и дългосрочен план.

Четвърто, акуратното измерване на стойността на брейнда е много важно в случай на бизнес-комбинации, доколкото именно достъпът до нематериалните активи е водещият мотив зад редица сделки по сливане и придобиване (вж. Kumar et al., 2004). Познаването на подходите за разчет на стойността на брейнда помага на акционерите на компанията-мишена да предотвратят цялостно подценяване на стойността на сделката и показва дали предложената оферта се нуждае от корекции.

Пето, стойността на брейнда може да се използва в качеството на обезпечение за получаване на финансиране и за привличането на нови инвестиции, което да допринесе за създаването на конкурентно предимство в сектора.

Шесто, откриват се възможности за лицензионни споразумения, като по този начин компаниите реализират плановете си за международна експанзия.

За да се изясни ролята на брейнда като фактор за ръст на стойността на компанията, ще бъде разгледана неговата ценност (brand equity). Според Keller (1998) субективната ценност на брейнда се обуславя от натрупването на информация за марката, контакта с нея, опита с продуктите и емоциите, които тя предизвиква. Брейндът се свързва с перцепциите на потребителя за полезност⁴ и ценност, подтиква към непрекъснатост на връзките, формира познание и така нараства неговата ценност. Както отбелязва Абаджимаринова (2006, с. 235), само брейндове, които съумеят най-пълно и точно да изразят важни за своите потребители ценности се превръщат в силни брейндове. Борисов (2006, с. 244) допълва и трите елемента, върху които трябва да се въздейства, за да се увеличи ценността на брейнда: марковата известност, марковите асоциации и марковата лоялност. Концепцията за ценността на брейнда обаче се ограничава до измерване на неговата важност за клиентите на компанията и не превръща абстрактните показатели в парична стойност.

Интерес тук представлява именно релацията между ценността на брейнда и стойността на компанията, и по-конкретно финансовото проявление на ценността на брейнда, което го материализира в стойност.⁵ Финансовата стойност

⁴ Полезността е отношението на индивида към отделното благо или към съвкупност от блага като към нещо, способно да задоволява неговите потребности. Ценността изразява стремежа на хората да притежават нещата, които са полезни за тях, но са ограничени (вж. Минчев, 2012).

⁵ Стойността е икономическа категория, изразяваща определен обем разходи за производството на продукта, с отчитането на които се осъществява еквивалентен обмен на потребителската му ценност. Логическата верига в случая е следната: Носител на стойност е продуктът, съдържащ качествения признак полезност, поради което той притежава конкретна ценност за потребителя (вж. Касърова, 2008). От своя страна цената е сумата пари, която купувачът трябва да заплати на продавача, за да придобие даден актив, отнасяща се към определен момент от времето. Тази стойност се повлиява от конкретните пазарни настроения. В зависимост от финансовите възможности,

на бренда (brand valuation) го разглежда като финансов актив, който компанията може да признае в счетоводния си отчет. Според Beckmeier-Feuerhahn (1998, цит. в Zimmermann et al., 2001, p. 11) стойността на бренда е „икономически полезният и стойностно измерим ръст в настоящата и бъдещата стойност на услугите спрямо клиентите“. В допълнение Simon et al. (1992, p. 29) я определят като „сбор от настоящата стойност на всички бъдещи печалби, дължащи се само на бренда“. С други думи, може да се направи изводът, че ценността на бренда е ключов фактор за формиране на неговата финансова стойност, която от своя страна води до повишаване на стойността на предприятието за акционерите му (фиг. 2). Последната е водещата цел на компанията (Ненков, 2016).

Фигура 2

Верига на създаване на акционерна стойност
посредством бренд



Doyle (2001) идентифицира четири способа, чрез които брандът може да повиши стойността на компанията:

- *Увеличаване на паричните потоци в прогнозния период.* Паричният поток, създаван от бренда, зависи от четири фактора: цена, ръст, разходи и инвестиции. Повечето брандове реализират ценова премия спрямо цената на генерични продукти и по-високи темпове на растеж чрез създаване на нови продукти и разширяване на кръга от брандове. Освен това те имат по-ниски разходи благодарение на голямата покупателна способност и икономии от мащаба. Не на последно място, силните брандове са с малки инвестиционни нужди, доколкото икономии от мащаба понижават разходите за постоянен и оборотен капитал поради по-бързия оборот на запасите от готова продукция.

- *Увеличаване на паричните потоци в терминалния период.* Сред уникалните характеристики на бренда е и неограниченият период на съществуване, който удължава жизнения цикъл на продуктите. Допълнителна възможност за повишаване на паричните потоци на компанията е разширяването на асор-

мотиви или от особени интереси на конкретния купувач и продавач заплатената цена може да не съответства на стойността, приписвана на обекта от други заинтересувани страни.

тимента, а нивото на лоялност на потребителите към брeнда позволява да се предскаже вероятността за успех.

- *Ускоряване на паричните потоци чрез реализирането им по-рано във времето.* Предвид стойността на парите във времето, по-ранното постъпване на парични потоци повишава стойността на брeнда за акционерите. Особено забележим е този процес при провеждането на маркетингови кампании и внедряването на нови продукти на пазара, когато се наблюдава по-бърза потребителска реакция.

- *Намаляване на риска от бъдещите парични потоци (нормата на дисконтиране).* Силният брeнд носи гаранция за относителна стабилност на бизнеса, което редуцира нивото на риска (изискуемата норма на доходност) и увеличава стойността на брeнда. Стабилността осигурява устойчива пазарна позиция на брeнда, предвид трудностите по копирането, защитната функция като бариера за навлизането на нови конкуренти и високите разходи за преминаване на лоялните потребители към други марки.

Подходи за оценка на стойността на брeнда

Въпросът за управление и признаване на брeнда е широко дискутиран както в академичните среди, така и сред практиците. Това резултира в появата на редица методологии за оценката на ценността на брeнда и на финансовата му стойност, които намират израз в създаването на финансови, поведенчески, интегрирани и портфолио модели (Zimmermann et al., 2001). Обект на това изследване са финансовите модели, чието усъвършенстване според Salinas et al. (2009, p. 3) е движено от фактори като потвърждаване на цените на акциите, измерване на ефективността от маркетинговата дейност, търговията с брeндове и управлението на данъците. Сред предимствата на тези модели е, че не изискват скъпи и времеемки усилия по събиране на външни данни, както и че са лесни за приложение. Като недостатък могат да се посочат счетоводната им перспектива, игнорирането на ролята на потребителите при генерирането на стойността на брeнда, а в отделни случаи - и неотчитането на конкурентната среда.

Според Fernandez (2015) определящи при оценката на стойността на брeнда са два ключови въпроса: за кого се извършва оценката и каква е нейната цел. Брeндът възприема различна стойност за компанията, която го притежава, за предприятие с конкурентен брeнд или за фирма, чийто брeнд не се конкурира директно с оценявания. Освен това от изключителна важност е да се определи целта на оценката на финансовата стойност на брeнда – дали е неговата продажба, събиране на роялти отчисления, признаването му в счетоводния баланс на компанията или нещо друго. Двата въпроса са взаимосвързани, тъй като компанията-купувач на активите и брeнда би могла да ги използва по различен начин от мениджмънта на компанията-продавач, респ. да резултира в различна стойност на акциите и брeнда.

Подходите за оценка на стойността на брeнда, описани от Damodaran (2006), Cravens et al. (1999), Seetharaman et al. (2001) и Горанова (2015), са вариации на трите основни подхода за оценка на стойността на компанията:⁶ разходен, пазарен и доходен. По-нататък в рамките на всеки подход ще бъдат класифицирани методите за оценка, които ще бъдат критично разгледани. Целта на оценката на стойността на брeнда, както и неговите характеристики идентифицират подходящите подходи и методи при всяка конкретна оценка.

Разходен подход

Подходът на разходите се базира върху идеята за нетна настояща стойност на активите, а стойността на оценяваната компания се изчислява като разлика между стойностите на активите и на задълженията. Този подход се реализира посредством два метода в зависимост от избраната времева перспектива:

- *Метод на историческите разходи*, при който разходите се оценяват по тяхната историческа стойност. Признават се всички разходи за създаване и популяризиране на брeнда или на негов еквивалент - за научноизследователска и развойна дейност, за реклама и развитие, за артистичен дизайн и опаковка, за съдебна регистрация и защита. Damodaran (2006) определя този метод като най-лесен за приложение, доколкото изчисленията се извършват по стандартите на счетоводна отчетност, но отбелязва, че фактическите разходи рядко отразяват реалната пазарна стойност на актива. Във връзка с това се препоръчва коригиране на разходите по формирането на брeнда с нормата на инфлация (Reilly et al., 1999). Някои недостатъци при използването на този метод провокират въпроси, засягащи периода, за който ще се признават разходите, както и структурата на съставляващите разходи и изчисляването на съответната норма на дисконтиране. Друга фундаментална слабост е погрешното схващане за наличието на права зависимост между средствата, инвестирани в брeнда, и неговата сила. Опасенията на Sander (1994, цит. в Zimmermann et al., 2001, p. 34) се отнасят до някои силни брeндове с относително по-малки инвестиции, което неимуеемо ще подцени стойността им.

- *Метод на заместващите разходи*, който се фокусира върху настоящата стойност, или какво би било струвало сега създаването на еквивалентен брeнд (Aaker, 1991). Предимство на този метод е, че той се опитва да преодолее недостатъците на метода на историческите разходи и отразява по-добре истинската стойност на брeнда. Един от критичните му аспекти, предвид уникалността на оценявания брeнд, е невъзможността за намиране на идентичен брeнд за целите на установяване на заместващите разходи. Изследване на Andersen (1992, цит. в Bouteiller et al., 2010, p. 86) посочва, че на практика

⁶ Източниците реферират и четвърта група подходи, наречени „формулни“, които стъпват на многокритериална оценка за определяне на стойността на брeнда (посредством оценка на неговите атрибути). Предвид силно комерсиалната им употреба от консултантски компании, тук те не са взети под внимание.

някои брандове може да са незаменими. Съмнения в достоверността на метода предизвикват също липсата на прозрачност и субективната експертна оценка на разходите.

Основният недостатък на разходния подход е, че пренебрегва потенциала за развитие на бранда. Освен това е по-целесъобразно оценяването на стойността на бранда да се извършва от гледна точка не на онова, което се потребява, а на онова, което се произвежда. В тази връзка е уместно твърдението на Карфегер (1998, р. 398), че печалбата възниква не от вложенията, а от доминиращата пазарна позиция. Ето защо резултатът от приложението на разходния подход обикновено се използва в качеството му на *долна граница на диапазона на стойността*. Това се дължи на факта, че значителна част от дългосрочните инвестиции, например ангажираността на служителите, повишените мерки за контрол на качеството, придобитите специализирани знания и опит, нямат парично изражение. Следователно методите на разходния подход не трябва да се прилагат като основни, а само в случаите на неотдавна възникнал вътрешногенериран бранд.

Пазарен подход

Този подход се основава на сумата, срещу която определен бранд може да бъде продаден. Продавачът ще продаде актива, ако стойността, която купувачът е склонен да плати, надвишава настоящите ползи от бранда. Стойността, определена с помощта на този подход, отразява в максимална степен цената, която един добре информиран купувач би бил склонен да заплати за придобиването на бранда въз основа на предлагането на подобни активи в същата индустрия. Пазарната стойност на съпоставимите активи (аналогични, но не идентични) е само отправна точка, предвид осъществяването на корекции за отчитане на специфичните особености на оценявания актив.

Пазарният подход се реализира посредством два метода:

- *Метод на сравнителните сделки*, който определя стойността на бранда в сравнение с действителни пазарни транзакции, засягащи подобни брандове. Предимството на този подход е използването на достъпна и надеждна информация за скорошни транзакции. Оценката на стойността на бранда по такъв начин ще бъде по-точна, колкото по-голямо е сходството между оценяваната компания и аналога по отношение на показатели като структура на активите, финансови индикатори и сила на бранда. За успешното прилагане на този метод са необходими следните предпоставки: съществуващ и активен пазар, яснота за времето на осъществяване на транзакцията, наличие на достатъчен брой транзакции с аналогични активи и независимост на участниците (Hangelin, 2002, цит. в Nitu, 2012, р. 254). Трудности при прилагането на метода провокират индивидуалните характеристики на всеки бранд, поради което намирането на аналози е сложна задача. Освен това пазарната цена на подобни сделки включва материални активи, синергийни ефекти, както и специфичните цели на купувача. В допълнение Salinas et al. (2009, р. 5) отбелязват, че сделки с нематериалните активи не се извършват често, а информацията за стойността им почти винаги е

поверителна. Ето защо резултатите от приложението на пазарния подход се смятат за приблизителни (Sander, 1994, цит. в Zimmermann et al., 2001, p. 33).

• *Метод на сравнителен мултипликатор*, който се основава на предположението, че брeнд-компанията и генеричният ѝ аналог са публично търгувани. Предвид възможната разлика в мащаба между двете компании, не се съпоставят пазарните им стойности, а пазарни мултипликатори. За целите на оценката на стойността на брeнда се използва определен финансов индикатор (FI) и съответният пазарен мултипликатор, който най-често представлява съотношението между стойността на компанията и нетната печалба (EV/E), стойността на компанията към приходите от продажба (EV/S) и стойността на компанията към балансовата стойност на собствения капитал (E/BV). Едно от предимствата на силния брeнд е, че предприятията могат да постигнат по-висока цена за същия продукт, което води до по-големи маржове на печалбата, по-високи пазарни мултипликатори и пазарна стойност (Ghosh Ray, 2013). Ако брeндът е единствената разлика между две фирми, то пазарният мултипликатор на брeнд-компанията ще бъде по-висок, отколкото на генеричната, а стойността на брeнда ще се изчислява по следния начин (Damodaran, 2006):

$$V_{Brand} = [(EV/FI)_{Brand Company} - (EV/FI)_{Generic Company}] * FI_{Brand Company} \quad (1)$$

Или, ако се използва пазарният мултипликатор „стойност на компанията към приходи от продажба“ (EV/S), записът добива вида:

$$V_{Brand} = [(EV/S)_{Brand Company} - (EV/S)_{Generic Company}] * S_{Brand Company} \quad (2)$$

Методът на сравнителният мултипликатор нагледно демонстрира икономическата същност на предимствата от притежаването на брeнд. Разликата между доходността на брeнд-компанията и генеричната фирма говори за по-ефективната работа на ресурсите на първата, съответно и за по-високата добавена стойност за акционерите. Методът има няколко ценни предимства. *Първо*, той интегрира пазарния и доходния подход, което отчасти решава проблема с неточната оценка, изготвена въз основа на исторически данни. *Второ*, методът прилага финансови индикатори, което го прави достъпен за външни ползватели. *Трето*, той е по-малко трудоемък в сравнение с доходния подход, тъй като използва пазарни стойности наготово. В същото време оценката, изготвена в съответствие с този метод, е силно зависима от параметрите на външната среда (финансови индикатори, пазарни флуктуации, съответствие на жизнения цикъл на сравняваните компании и др.). Използвайки разликата в мултипликаторите на две компании, Salinas (2011, p. 26), предполага еднакъв обем продажби. Вероятността това да е така в действителност е малка. Не на последно място, изчислена по този начин, стойността на брeнда не дава информация за ключовите фактори на стойността.

Доходен подход

Това е основният и смятан за най-точен при оценката на финансовата стойност на брeнда подход. Той предполага оценка на очакваните парични

потоци след плащане на данъци, получени от брeнда през остатъка от полезния му живот и дисконтирането им до настоящия момент. Този подход е един от най-трудоемките, предвид високите изисквания за качеството на входните данни. Приложението му изисква да се отчитат редица икономически променливи, свързани с нематериалните активи (Reilly & Schweih, 1999), като способност за генериране на доход, очакван полезен живот на активите и цена на капитала, отразяваща риска, асоцииран с инвестициите в нематериални активи. Всички тези променливи се отчитат косвено в другите разгледани методи, но тук те се адресират директно. При съпоставка на получената стойност с пазарната, собственикът на брeнда може да оцени очакваните ползи от предприетите действия. Като трудност Damodaran (2006, p. 12) посочва отделянето на приноса на брeнда от другите фактори, които влияят върху паричния поток на компанията, например пазарната сила, репутацията или качеството на предлаганите услуги. Това е сложна задача и всяка неточност би довела до изкривяване на крайната стойност. Необходимо е да се отчита и фактът, че пазарът не е еднороден и отделните индустрии може силно да се различават по доходност. На някои пазари дори силен брeнд не гарантира висока печалба, а на други е възможно слаб брeнд да постигне прилична печалба.

Сред методите за реализиране на доходния подход са:

- *Метод на ценова премия* – база на презумпцията, че някои от характеристиките на брeнда като качество, разпознаваемост и сила ще позволят на компанията да наложи ценова премия. Калкулира стойността на брeнда като произведение между ценовата разлика на брeндирания и генеричния продукт (Price Premium) и обема на продажбите на брeнд-компанията (S_{Brand}).

$$V_{Brand} = Price\ Premium * S_{Brand} \quad (3)$$

В редките случаи, когато отсъства ценова разлика, стойността на брeнда се определя на основата на разликата в обема продажби в парично изражение. Методът използва конджойнт анализ, целящ да установи относителната значимост, която потребителите отдават на отделните продуктови характеристики (в т.ч. на брeнда), и склонността им да заплатят за тях (Горанова, 2015). Предимството на статистическите методи е намаляването на степента на субективност при оценката, но такава все пак присъства при подбора на продуктовите характеристики. Не бива да се пренебрегва и фактът, че конджойнт анализът се основава на схващането за отсъствие на взаимно влияние между брeнда и останалите продуктови характеристики (Zimmermann, 2001). Методът на ценовата премия може да се окаже неприложим при компании с пакетни продукти поради трудности при съпоставянето с конкурентите. Освен това той игнорира брeнд-продукти, които генерират печалба за сметка на оптимизиране на разходите и обема на производството. Cravens et al. (1999, p. 59) отбелязват, че методът може да доведе до надценяване на малки брeндове с висока ценова надценка и да подцени големи по обем брeндове, но с по-ниска ценова надценка.

• *Метод на сравнение на брутния марж и др.* В тази категория попадат няколко метода. Те се базират на разликите между брутния марж на печалбата, оперативната печалба (*EBIT*), възвръщаемостта на инвестициите (*ROI*), възвръщаемостта на активите (*ROA*) и икономическата добавена стойност (*EVA*). Основното схващане тук е, че брeнд-продуктите осигуряват по-висока доходност, респ., оценявайки „излишната“ бъдеща доходност, може да се оцени финансовата стойност на брeнда (Aaker, 1991). Тя се изчислява като произведение от разликата на съответния финансов индикатор между брeнд-компанията и средната му стойност за сравними конкурентни компании със съответния финансов индикатор на брeнд-компанията. Като положителна страна на метода Salinas et al. (2009, p. 10) посочват отчитането на повече конкурентни предимства - не само икономии от мащаба и ценовата премия, но и по-ниските промоционални, административни и други разходи (извън себестойността на продажбите). Освен това тази категория методи работят с достъпна информация и са лесни за приложение. Предвид счетоводната природа на индикаторите обаче, при оценката е необходимо да се потвърди сходство в третирането и класифицирането на позициите. Остава и трудността с намирането на компании-аналози от същата индустрия, с близки стойности на активите или капиталова структура.

• *Метод на спестените роялти (Royalty Relief)*, който е най-популярен в практиката⁷. Smith et al. (2000, p. 222) дефинират стойността на брeнда като транзакционната сума, която би била платена по лицензионно споразумение за получаването на права върху (подобен) брeнд, ако компанията не притежава съответния брeнд. Методологията се базира на оценката на вероятните бъдещи доходи (3 - 5 години), подходяща ставка на роялти за трансфер на аналогичен брeнд, очакван темп на растеж, икономически полезен живот и дисконтовата норма. Чрез дисконтиране на потока от лицензионните такси към настоящия момент се определя стойността на брeнда. Ключов момент при възприемането на този метод е определянето на размера на периодичните отчисления (роялти) (Борисов, 2006, с. 346). Той зависи от силата на брeнда, жизнения цикъл на продукта, екзлузивитета, продължителността на споразумението и съответните маржове на националния пазар. Според правилото на Goldscheider et al. (2002, цит. в KPMG, 2012, p. 8) нормата на периодичните отчисления може да се определи на 25% от очакваната оперативна печалба на лицензианта. Стойността на брeнда, изчислена посредством този метод, е обвързана със специфичните характеристики на индустрията и текущите лицензионни практики. Освен това методът е далеч по-малко субективен и е по-лесен за приложение в сравнение с предишната категория, поради което е възприет от редица финансови институции. Същевременно той не е лишен и от някои недостатъци, тъй като получената величина не отчита добавената стойност от притежаването на съответния

⁷ Методът е рефериран в Международните оценителски стандарти (МСО 211) като метод на спестените роялти, понякога наричан „метод на облекчението от роялти“. Борисов (2006) го реферира като метод на лицензионните такси.

бренд. На практика по-голям дял в оценката посредством този метод има стойността от следпрогнозния период (терминалната стойност). Salinas et al. (2009) изтъкват и проблема с разграничаването на частта от транзакционната сума, която се дължи на използване на брeнда, и тази, която е за използването на патенти, авторски права, ноу-хау и др.

В табл. 1 са обобщени някои ключови характеристики на разгледаните подходи и методи за оценка на финансовата стойност на брeнда.

Таблица 1

Сравнителна характеристика на подходите за оценка на стойността на брeнд

Подход	Метод	Трудност	Субективност	Времева перспектива	Надеждност
Разходен	Метод на историческите разходи	Висока	Средна	Минало	Средна/Ниска
	Метод на заместващите разходи	Висока	Средна	Настояще	Средна
Пазарен	Метод на сравнителните сделки	Висока	Ниска	Настояще	Средна/Висока
	Метод на сравнителен мултипликатор	Ниска	Ниска	Настояще	Средна
Доходен	Метод на ценова премия	Средна	Средна	Бъдеще	Средна/Висока
	Метод на сравнение на брутният марж и др.	Ниска	Ниска	Бъдеще	Средна/Висока
	Метод на спестените роялти	Средна	Ниска	Бъдеще	Висока

Изборът на конкретен метод(и) за оценка на стойността на брeнда зависи от няколко фактора: достъпа до информация, конкретната цел на оценката, приемливата степен на субективност и желаната времева перспектива. *Подходът на разходите* е най-консервативният и осигурява най-малко ориентирана към бъдещето информация, която да е полезна в процеса на управление на брeнда. Методите на *пазарния подход* предполагат пазарни данни за транзакции с аналози, които на практика отсъстват, а стойността им включва синергията и конкретните стратегически планове на купувача. Имайки предвид, че брeндът генерира бъдещи икономически ползи и вземайки под внимание неопределения му полезен живот, смятаме, че най-подходящ за определяне на стойността му е *доходният подход*. Той използва стойността на парите във времето, парични потоци, които не са изложени в такава степен на счетоводни аномалии, и гледайки към бъдещето, избягва много от проблемите, асоциирани със зависимостта от разходите.

Предизвикателства пред оценката на стойността на брeнда

Широкото разнообразие от алтернативни методи за определяне на финансовата стойност на брeнда и разнородните им резултати затрудняват избора на най-подходящ от гледна точка на управленския процес. При отсъствието на активен пазар за брeндове оценката на достоверността на моделите не

може да бъде емпирично проверена, а много от практическите модели остават търговска тайна и не са отворени за академичен дебат. Все още няма консенсус за единна оценителна методология и нито един метод не може да се смята за напълно теоретично валиден или емпирично потвърден (вж. Barwise et al., 1989). Дискусия предизвикват въпросите относно нематериалното естество на брeнда, разграничаването на приноса му, прогнозите за бъдещата доходност на компанията и субективизма, който е елемент от всеки етап на процеса по оценката.

Въз основа на сравнителната характеристика на разгледаните методи могат да се изведат следните предизвикателства пред оценката на финансовата стойност на брeнда:

- *Определяне на приноса на брeнда в стойността* – икономическата печалба на компанията се генерира съвкупно от всички материални и нематериални активи. Разграничаването на приноса на брeнда най-често се прави на базата на оценките на потребителите за неговата сила.⁸ За да се редуцира субективността, избраният способ трябва да е логичен, прозрачен и до известна степен статистически валиден.

- *Определяне на очаквания полезен живот на актива* – анализаторът трябва да моделира полезния икономически живот на брeнда, през който той ще създава стойност за компанията (Salinas et al., 2009). Това обикновено се извършва чрез фиксиран период на дисконтирани парични потоци плюс перпетюитет или приложението на мултипликатор към дела на икономическата печалба, създадена от брeнда. Необходимо е да бъдат взети предвид фактори като жизнения цикъл на продукта, риска от технологично, културно и функционално остаряване и др.

- *Оценка на влиянието на външната среда* – отчита се въздействието върху ефективността на брeнда на факторите извън контрола на компанията - правителствени регулации, лицензионни споразумения, неочаквана конкурентна реакция, политически събития и др. Те трябва да бъдат взети под внимание при цялостната оценка на риска.

- *Определяне на подходяща дисконтова норма* – най-често в практиката се използва среднопретеглената цена на капитала (*WACC*). В случай обаче, че рискът на активите е по-висок или по-нисък от цялостния риск на компанията, *WACC* ще надцени/подцени изискуемата доходност на брeнда. Имайки предвид, че повечето нематериални активи са финансирани със собствени средства, Smith et al. (2000) предлагат използването на финансово независима цена на собствен капитал. Алтернативен подход на заместване на *WACC* със среднопретеглената възвръщаемост на активите (*WARA*) е предложен от Smith et al. (2005, цит. в Schauten, 2008, p. 159). Преработената от Schauten версия на

⁸ Съществува многообразие от подходи за оценка на силата (качествата) на брeнда, например методологията на „Interbrand“, A. C. Nielsen, McKinsey и др.

WARA използва WACC преди данъци и разделя активите на компанията на четири категории: парични активи (MA), дълготрайни материални активи (TFA), нематериални активи (IA) и данъчен щит (PVTS). Записът е следният:

$$WACC = r_{Equity} * \frac{E}{E+D} + r_{Debt} * \frac{D}{E+D} = WARA = r_{MA} * \frac{MA}{V_L} + r_{TFA} * \frac{TFA}{V_L} + r_{IA} * \frac{IA}{V_L} + r_{PVTS} * \frac{PVTS}{V_L}, \quad (4)$$

където: r_{debt} е лихвеният процент по дълга; r_{equity} - изискуемата доходност от акционерите; D - стойността на дълга; E - стойността на акционерния капитал; V_L - стойността на обединената компания; r_{MA} - изискуемата доходност на паричните активи; r_{TFA} - изискуемата доходност на ДМА; r_{IA} - изискуемата доходност на нематериалните активи; r_{PVTS} - изискуемата доходност на данъчния щит.

Или изискуемата възвръщаемост на нематериалните активи може да бъде изведена от формула (4), както следва:

$$r_{IA} = \frac{WACC - r_{MA} * \frac{MA}{V_L} - r_{TFA} * \frac{TFA}{V_L} - r_{PVTS} * \frac{PVTS}{V_L}}{\frac{IA}{V_L}} \quad (5)$$

Изчислената по този начин изискуема доходност на нематериалните активи ги разглежда като придобити само със собствен капитал. Който и от подходите за определяне на дисконтовата норма да се избере, той трябва да бъде добре аргументиран. Не на последно място, трябва да се избягва двойното отчитане на специфичния риск за бренда както в паричните потоци, така и в дисконтовата норма.

- *Определяне на темпа на растеж* – допустимо е краткосрочният темп на ръст на компанията да надвишава средния за последните няколко години само ако има надеждна обосновка. По правило дългосрочните темпове на растеж не са особено надеждни, поради което, за да се избегне свръхпозитивизъм, е необходимо да се придържаме към темпа на растеж на БВП, коригиран с нормата на инфлацията.

- *Определяне на стойността на множество брендове* – оценката на стойността на бренда е най-лесна за компании с една продуктова линия и едно конкурентно предимство (Damodaran, 2006). При фирми, опериращи на множество пазари, сектори, с портфолио от брендове, тя значително се усложнява. Възможно решение е оценката на извадка от представителни пазари, сектори и брендове и екстраполирането на обща стойност на бренда.

Можем да обобщим предизвикателствата при приложението на подходите за оценка на стойността на бренда в три основни категории: управленски, технически и интерпретационни грешки.

Управленските грешки могат да повлияят негативно върху достоверността на оценката на финансовата стойност на бренда, още преди тя фактически да се реализира. Най-често липсва ясна дефиниция за същността на бренда, което размива границите на използвания метод за оценка. Друг пропуск, провокиран от желанието за секретност, е непознаването на целта на оценката. Когато тя се извършва за потенциален купувач, който ще използва бренда в нови сектори и за

нови продукти, това неименуемо оказва влияние върху очакваните печалби, респ. върху стойността му. Към управленските предизвикателства можем да посочим и negliжирането на ролята на маркетинговия отдел в хода на оценката. Често оценката на стойността на бренда погрешно се възприема като прерогатив на финансовия отдел на компанията, което не позволява добро разбиране за корпоративната стратегия, правния статус на бренда и факторите, влияещи върху него.

Техническите грешки се базират върху концептуални пропуски в използваните подходи и методи за оценка на стойността на бренда. Пример за такава е погрешното схващане, че свръхпечалбата на компанията се дължи единствено на бренда. Правилният подход тук е да се разграничи ясно приносът на материалните и нематериалните активи и на бренда като елемент на вторите. Сред пропуските е и пренебрегването на факта, че стойността на бренда е силно свързана с тази на съответния бизнес. Като част от него лимитът на стойността на бренда се определя от стойността на бизнеса, т.е. тя не може да бъде по-висока от стойността на дадения бизнес. Често технически грешки се наблюдават и при разграничаване на стойностите на продуктивния и на корпоративния бранд (особено в случаите на монолитна архитектура на бренда). Не на последно място, значителни изкривявания в стойността на бренда могат да настъпят при осредняването на стойностите от приложението на няколко метода. Оптималният вариант би бил прилагането на най-подходящия метод с оглед конкретната цел на оценката и избягването на осредняването на твърде различни заключения за стойността.

Наред с управленските и концептуалните грешки, които повлияват върху точността на оценката на стойността на бренда, грешки могат да настъпят и при *интерпретацията на резултатите*. Най-честата такава е твърдението, че оценката отразява фактичката стойност на актива, а не просто експертно мнение за стойността му към даден момент, базирано на серия от хипотези, отчитащи конкретните цели и потребители на крайния резултат. Объркване поражда и разграничението между оценката на финансовата стойност на бренда (brand valuation) и оценката на ценността му (brand equity). Както беше отбелязано, първата визира финансовата (икономическата) стойност на бренда, а втората засяга субективната оценка за неговата сила, основана на набор от характеристики, свързани с потребителското възприятие. Аналогично, погрешно е и схващането, че брандът е най-стабилният актив на бизнеса, чиято волатилност е по-ниска от тази на цените на акциите. Това е трудно доказуемо емпирично, предвид отсъствието на активен пазар на брандове, липсата на консенсусна методология за оценка и зависимостта от волатилността на конкретния бизнес.

Въпреки изброените предизвикателства избраният метод за оценка на финансовата стойност на бренда трябва да бъде репликиран достатъчно често във времето и да позволява осъществяването на мониторинг на стойността. Промени в метода (методите) трябва да се прилагат само ако приближават

стойността на брейнда до справедливата му пазарна стойност. За целите на стратегическото управление на компанията е необходимо избраната методология за оценка да спомага за идентифицирането на ключовите фактори на стойността.

Практическо приложение на метода на спестените роялти

С цел практическо онагледяване на оценката на финансовата стойност на брейнда по-нататък ще приложим един от методите на доходния подход, посочен като най-предпочитан в практиката - метода на спестените роялти. Обект на оценката е „Арома“ АД, водещ европейски производител на козметика и парфюмерия с дългогодишни традиции. Компанията се отличава с успешно управление на широк продуктов асортимент в различни продуктови категории и с висока степен на разпознаваемост на търговските ѝ марки както в България, така и в чужбина.

Таблица 2

Основни финансови показатели на „Арома“ АД (хил. лв.)

Показател	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Общо активи	41635	38 252	38 648	36 244	37 313
Нетекущи активи	19 550	21 914	22 628	23 052	23 423
Нематериални активи	769	618	629	525	559
Собствен капитал	25 363	21 048	22 400	23 840	25 047
Акционерен капитал	15 492	15 492	15 492	15 492	15 492
Приходи от продажби	30 923	27 423	26 602	28 233	28 902
Печалба от дейността	598	1084	1407	1647	2100
Нетна печалба	465	968	1315	1467	1694

В табл. 2 са представени някои основни финансови индикатори на оценяваната компания за периода 2011-2015 г. на базата на консолидиран финансов отчет. Данните показват спад в активите на компанията с 10,38%. Известно намаление се наблюдава и при нетните приходи от продажби, но за сметка на това дружеството ефективно управлява разходите си и успява да отбележи ръст на печалбата от дейността през 2015 г. с 3,51 пъти спрямо тази в началото на периода. Тук интерес представлява делът на нематериалните активи, представени от програмни продукти, търговски марки и други неклассифицирани нематериални активи. Той е незначителен и се колебае между 2 и 4% от нетекущите активи, или около 1,5% от сумата на всички активи на компанията. Твърде ниските стойности се обясняват с наличието на разходи, които не са част от цената на придобиване на нематериалния актив, а са предмет на текущите разходи на компанията.

Настоящата оценка на финансовата стойност на брейнда на „Арома“ АД има редица *ограничения*, доколкото се основава на много ключови допускания за бъдещото развитие на компанията. Ето защо относно нейната точност

трябва да бъде приложена известна толерантност. Тъй като специфичната политиката на компанията по отношение на търговските ѝ марки, конкретните планове за растеж на дейността, данните за цената на капитала и др. не може да се отчете, използвайки само официална информация за дружеството, те ще бъдат заменени с показатели на база средноотраслови данни.

Приложението на метода освобождение от роялти предполага, че финансовата стойност на брeнда (V_{Brand}) е сбор от настоящата стойност на периодичните отчисления през прогнозния период⁹ и настоящата стойност на отчисленията от следпрогнозния период (терминална стойност). Или стойността на брeнда добива следния математически запис:

$$V_{Brand} = \frac{R_1}{(1+r_{Equity})} + \frac{R_2}{(1+r_{Equity})^2} + \dots + \frac{R_{End\ of\ explicit\ period}}{(1+r_{Equity})^n} + \frac{R_{End\ of\ explicit\ period} * (1+g)}{(1+r_{Equity})^n * (r_{Equity} - g)} \quad (6)$$

където: $R_{1,2}$ е периодичното отчисление (роялти) през първата, втората и т.н. години; $R_{End\ of\ explicit\ period}$ - периодичното отчисление през последната година от прогнозния период; r_{equity} - изискуемата доходност на собствения капитал; g - очакваният темп на ръст в следпрогнозен период; n - брой години.

За целите на оценката прогнозният период е фиксиран на пет години (най-често използван в практиката). Имайки предвид, че към момента на оценката годишният финансов отчет за 2016 г. на дружеството не е наличен, то годината се приема за първа от петгодишния прогнозен период. Очакваните стойности на печалбата от дейността през прогнозния период са изчислени на базата на очакван фундаментален темп на ръст на печалбата от дейността за европейски компании, опериращи в сектор „продукти за здраве“, от 6,59% (Damodaran, 2016a). За изчисляване на терминалната стойност на периодичните отчисления е използван редуциран темп на ръст 2%. Паричният размер на периодичните отчисления е разчетен с приложението на универсалната норма на Goldscheider et al. на 25% от очакваната печалба от дейността на компанията.

В качеството на дисконтова норма е използвана изискуемата доходност на собствения капитал (R_{Equity}), следвайки логиката, че нематериалните активи на компанията са придобити именно със собствени финансови ресурси. Конкретният подход за изчисляване на R_{Equity} се базира на изискуемата доходност на собствения капитал в съответния сектор на един развит пазар (Западна Европа) и прибавянето на две допълнителни премии, отчитащи страновия и специфичния риск на инвестицията. Или:

$$r_{Equity} = r_{Equity(Europe)} + CRP_{BG} + SRP \quad (7)$$

където: r_{Equity} е изискуемата доходност на собствения капитал (Европа, сектор „продукти за здраве“); CRP_{BG} - премията за странови риск (България) и SRP - премията за специфичен риск.

⁹ Хипотетичните разходи за роялти в прогнозния период се коригират за данъчни цели и се дисконтират към настоящата им стойност.

Изчислена по този начин, изискуемата доходност на собствения капитал възлиза на 15,23%.¹⁰ Разчетът на финансовата стойност на брeнда на „Арома“ АД е представен в табл. 3. Така получената оценка на финансовата стойност на брeнда съставлява приблизително 24% от пазарната капитализация на компанията (17 815 603 лв. към декември 2016 г.).¹¹

Таблица 3

Приложение на метода на спестените роялти
върху „Арома“ АД (хил. лв.)

Показател	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
Печалба от дейността	2238	2386	2543	2711	2889
Периодични отчисления (роялти)	560	596	636	678	722
Данък (10%)	56	60	64	68	72
Нетно периодично отчисление	504	537	572	610	650
Настояща стойност на периодичните отчисления	437	404	374	346	320
Сума на настоящата стойност на периодичните отчисления	1881				
Терминална стойност	2467				
Стойност на брeнда	4348				

Както е известно, разликата между балансовата стойност на акционерния капитал и пазарната капитализация на компанията се дължи на стойността на всички нематериални активи и репутацията на бизнеса, т.е. стойността на брeнда е само един от компонентите на тази разлика. В конкретния пример за „Арома“ АД се вижда, че изчислената финансова стойност на брeнда превишава 1,87 пъти разликата между пазарната и балансовата стойност на капитала на компанията. Според нас причината за това, от една страна, е отсъствието на брeнда от счетоводните отчети на компанията, доколкото в тях е призната само стойността на търговските марки (разходи, отговарящи на критериите за признаване), а от друга, подценяването на пазарната стойност на акциите на дружеството, дължащо се на цялостната нагласа на инвеститорите за избягване на инвестиции в български акции.

Верифицирането на изчислената стойност на брeнда на „Арома“ АД няма как да бъде проведено, доколкото отсъства реална финансова транзакция. Освен това брeндовете се търгуват като част от активите на целия бизнес, а

¹⁰ Изискуемата доходност на собствения капитал за европейски компании, опериращи в сектор „продукти за здраве“, за 2016 г. възлиза на 9,52% (вж. Damodaran, 2016b). Премията за странови риск за България е в размер на 2,71% (вж. Damodaran, 2016c). Премията за специфичен риск се налага поради малкия размер на българските компании и за целите на настоящата оценка приемаме, че тя е 3% (вж. Ненков, 2016, с. 63).

¹¹ За сравнение средната стойност на дела на стойността на брeнда в пазарната капитализация на топ 10 компанията в класацията на „Interbrand“ за 2013 г. е 30,5% (вж. WIPO Economics & Statistics Series, 2013).

независими продажби на брeнд се реализират много рядко. Дори и в тези случаи стойността на брeнда не се определя от пазара, а от неговата ценност за конкретния купувач. Ето защо изчислената от нас стойност на брeнда е само едно мнение за стойността му, основано на редица допускания и малко или много е приблизителна.

В обобщение при практическото приложение на метода на спестените роялти се сблъскахме с някои предизвикателства.

Първо, предвид външния характер на оценката в качеството на норма за изчисляване на периодичните отчисления (роялти) на бизнеса, беше приложена универсална норма, която не позволява да се отчетат спецификите на лицензионните споразумения в съответната индустрия.

Второ, поради многообразието от подходи за изчисляване на цената на капитала, в частност на изискуемата доходност на собствения капитал, е налице субективизъм при избора на дисконтовата норма, с която се сконтират очакваните периодични отчисления. Високата волатилност на цените на акциите на формирацията се български капиталов пазар налага използването на данни за зрял, развит пазар след известни корекции.

Трето, значителен дял (57%) от финансовата стойност на брeнда на „Арома“ АД се дължи на терминалната стойност на периодичните отчисления, което е фундаментална слабост на избрания метод. Тя се основава на виждането на маркетолозите за безкраен живот на брeнда. От счетоводна гледна точка обаче търговската марка е актив с ограничен полезен живот, което поставя под съмнение проектирането на периодичните роялти отчисления до безкрайност. Компромисният вариант тук е възможността за неограничен брой пъти подновяване на правната закрила (респ. и счетоводното признаване) на търговската марка.

*

Нарастващата роля на брeнда определя широк кръг от области, използващи оценката на финансовата му стойност като един от най-важните активи на компанията. Тя се прилага при планирането на сделки по сливания и придобивания, в процеса на стратегическото управление на дружеството, в хода на данъчното облагане, счетоводството, дейности по лицензиране и франчайзинг, в отношенията с инвеститори и кредитори.

Трудностите по определяне на финансовата стойност на брeнда започват още с дефиницията за брeнд. Формално всяка компания може да регистрира запазена марка, но този акт не създава автоматично брeнд. Той е адресант на обещание за придобиване на ползи и принадлежна стойност и като такъв представлява ценен актив за компаниите, формиращ значителен дял от пазарната им стойност. Поради това е още по-важно брeндът да бъде ключов обект на внимание от страна на мениджърите, доколкото наличието и ефективното му използване създава добавена стойност за компанията, ускорявайки или намалявайки риска на бъдещите парични потоци.

Съществуващото многообразие от методи за оценка на финансовата стойност на брейнда често води до разнородни резултати, предвид серията от субективни параметри и преценки. Ето защо изборът на конкретен метод(и) зависи от целите на дадената оценка, специфичните характеристики на брейнда, както и от разполагаемата информация и перспективата, от която се извършва оценката.

Използвана литература

- Ададжимаринова, Р.* (2006). Търговска марка - брейнд. С.: „Сиела“.
- Балева, В.* (2008). Търговска марка и/или брейнд (brand). - Икономически алтернативи, N 2, с. 15-23.
- Борисов, Б.* (2006). Интелектуалната собственост на индустриалната фирма. С.: УИ „Стопанство“.
- Брестничка, Р.* (2004). Управление на търговските марки. С.: УИ „Стопанство“.
- Георгиева, Р.* (2011). Патентните и лицензионните стратегии в управлението на индустриалните фирми. - Икономическа мисъл, N 6, с. 39-65.
- Горанова, П.* (2015). Анализ на методите за оценяване на стойността на марката. - Бизнес управление, N 2, с. 5-34.
- Дъбева, Т.* (2012). Някои особености на брейнда и брейндига в хотелиерството. - Култура и образование, N 4, с. 33-47.
- Желев, С.* (2010). Сегментация на потребителите според привързаността им към брейнда и склонността им за превключване към конкурентни брейндове (Концептуална и методическа рамка). - Икономически алтернативи, N 2, с.11-18.
- Касърова, В.* (2008). Управление на стойността - Нова управленска концепция, Финансови иновации: Изследвания и практики. С.: НБУ, с. 29-62.
- Любенов, Л.* (2015). Брейндиране на земеделски продукти. - Икономически изследвания, N 4, с. 138-159.
- Минчев, Д.* (2012). Ценността като единство на полезност и стойност. - Икономически изследвания, N 4, с. 47-78.
- Ненков, Д.* (2016). Политика на растеж и създаване на стойност в компаниите. - Икономически изследвания, N 4, с. 36-65.
- Трендафилов, Д.* (2010). Търговската марка като икономическа стойност и знак. Позиционирането като инструмент за създаване на отличимост. *Studia Semiotika*, НБУ: Център за семиотични изследвания, http://ebox.nbu.bg/semiotika10/view_lesson.php?id=171udia (последно посетен на 10 януари 2017).
- Международен счетоводен стандарт 38 Нематериални активи, приет с Регламент (ЕО) №1126/2008 от 03.11.2008 г., последно изм. Регламент (ЕС) N 2016 / 1905 от 22.09.2016 г.
- Съвет за международни стандарти за оценяване (2011). Международни стандарти за оценяване, <http://private.ciab-bg.com/uploads/common/961fh8s023zbyctd.pdf> (последно посетен на 19 януари 2017).

Aaker, D. A. (1991). *Managing Brand Value: Capitalizing on the Value of a Brand Name*. New York: The Free Press.

Barwise, P., C. Higson, A. Likieman, P. Marsh (1989). *Accounting for Brands*. The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, <http://faculty.london.edu/chigson/profile/pdfs/accounti.pdf> (последно посетен на 13 юни 2016).

Bouteiller, C., C. Karyotis (2010). The evaluation of intangibles: introducing the optional capital. - *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 7, Issue 4, p. 85-92.

Cravens, K., C. Guilding (1999). Strategic brand valuation: A cross-functional perspective. - *Business Horizons*, Vol. 42, Issue 4, p. 53-62.

Damodaran, A. (2016a). Fundamental Growth Rate in EBIT by Industry, Europe, http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/data.html (последно посетен на 12 декември 2016).

Damodaran, A. (2016b). Costs of Capital by Industry Sector, Europe, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html (последно посетен на 12 декември 2016).

Damodaran, A. (2016c). Risk Premiums for Other Markets, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html (последно посетен на 12 декември 2016).

Damodaran, A. (2006). *Dealing with Intangibles: Valuing Brand Names, Flexibility and Patents*, Stern School of Business, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/intangibles.pdf> (последно посетен на 13 юни 2016).

Doyle, P. (2001). Shareholder-value-based Brand Strategies. - *Brand Management*, Vol. 9, N 1, September, p. 20-30.

Fernandez, P. (2015). Valuation of Brands and Intellectual Capital, <http://ssrn.com/abstract=270688> (последно посетен на 14 юни 2016).

Ghosh Ray, K. (2013). *Mergers and Acquisitions: Strategy, Valuation and Integration*. PHI Learning Private Limited.

Haigh, D., J. Knowles (2004). How to define your brand and determine its value. - *Marketing Management*, May/June, Vol. 13, Issue 3, p. 22-28.

Kapferer, J. N. (1998). *Strategic Brand Management* (2nd ed.). London: Kogan Page.

Keller, K. L. (1998). *Strategic Brand Management. Building, Measuring, and Managing Brand Equity*. New Jersey: Prentice Hall, Inc.

Keller, K. L. (1993). Conceptualizing, measuring and managing customer-based brand equity. - *Journal of Marketing*, Vol. 57, January, p. 1-22.

Kim, H., W. G. Kim, J. A. An (2003). The effect of consumer based brand equity on firms' financial performance. - *Journal of Consumer Marketing*, Vol. 20 Issue 4, p. 335-351.

Kumar, S., and K. Blomqvist (2004). Making brand equity a key factor in M&A decision making. - *Strategy & Leadership*, Vol. 32, N 2, p. 20-27.

Lev, B., and P. Zarowin (1999). The Boundaries of financial reporting and how to extend them. - *Journal of Accounting Research*, Autumn, p. 353-385.

Madden, T. J., F. Frank, F. Susan (2002). Brands Matter: An Empirical Demonstration of the Creation of Shareholder Value Through Brands, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=346953 (последно посетен на 12 юни 2016).

Nitu, V. (2012). The Evaluation Of Intellectual Property Using Quantitative Methods. Academy of Economic Studies Bucharest, <http://www.oeconomica.uab.ro/upload/lucrari/1420121/22.pdf> (последно посетен на 17 юни 2016).

Rego, L. L., M. T. Billett, N. A. Morgan (2009). Consumer-Based Brand Equity and Firm Risk. - *Journal of Marketing*, Vol. 73, November, N 6, p. 47-60.

*Reilly, R. F. and R. P. Schweih*s (1999). Valuing Intangible Assets. New York: McGraw-Hill

Salinas, G. (2011). The Brand Valuation Minefield – avoiding the most common mistakes. - *World Trademark Review*, April/May, p. 24-30.

Salinas, G., T. Ambler (2009). A taxonomy of brand valuation practice: Methodologies and purposes, <http://link.springer.com/article/10.1057/bm.2009.14> (последно посетен на 12 юни 2016)

Seetharaman, A., Zainal Azlan Bin Mohd Nadzir, S. Gunalan. (2001). A conceptual study on brand valuation. - *Journal of Product & Brand Management*, Vol. 10, Issue 4, p.243-256.

Shauten, M. (2008). Valuation, Capital Structure Decisions and The Cost of Capital, ERIM Ph.D. Series Research in Management, Erasmus Research Institute of Management, <http://repub.eur.nl/pub/13480/> (последно посетен на 18 юни 2016).

Simon, C. J., and M. W. Sulliban (1993). The Measurement and Determinants of Brand Equity: A Financial Approach. - *Marketing Science*, Vol. 12, N 1, p. 28-52.

Smith, G. V., R. L. Parr (2000) Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets, third edition. New York: John Wiley & Sons, Inc.

Zimmermann, R., U. Klein-Bölting, B. Sander, T. Murad-Aga (2001). Brand equity excellence, Vol. 1. - Brand equity review, BBDO Group Germany, http://guvenborca.com/dosyalar/files/Brand_Equity.pdf (последно посетен на 7 юни 2016).

KPMG (2010). Profitability and royalty rates across industries: Some preliminary evidence. KPMG International, <https://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/gvi-profitability-v6.pdf> (последно посетен на 5 юни 2016).

WIPO Economics & Statistics Series, 2013, World intellectual Property Report, http://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/intproperty/944/wipo_pub_944_2013.pdf (последно посетен на 13 юни 2016).

13. IX.2016 г.