

ESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DEL MODELO DE FRANQUICIAS PARA “EMPANADAS LA CATEDRAL”

Santiago A. Tobón Cadavid

stobonc@eafit.edu.co

Stephania Salazar Meneses

ssalaz15@eafit.edu.co

Asesor

Diego Alexander Restrepo

drestr16@eafit.edu.co

Resumen

El crecimiento o la expansión de pequeñas y medianas empresas usualmente se hace mediante capital propio de los accionistas o mediante la inclusión de nuevos accionistas en el negocio, para ambos casos la decisión se toma de manera empírica, según el criterio de los propietarios y no se basa en un método financiero el cual incluya aspectos macroeconómicos, financieros y de mercado que afecten el desempeño del negocio y por ende su valor. El objetivo de este trabajo consiste en definir la viabilidad de la estrategia de expansión para la empresa “Empanadas la Catedral”, bajo el modelo de negocio de franquicia, dicho análisis se realiza con base en un método financiero que incluye tanto aspectos macroeconómicos y de mercado, como variables particulares de este modelo de negocio, como lo son: el canon de entrada y las regalías que inciden en la rentabilidad del mismo. Para este análisis se realizaron tres valoraciones para un punto de venta, el escenario del franquiciado, el del franquiciador y el de capital propio; donde si bien logramos concluir que el modelo de franquicia es viable dado que genera rentabilidad tanto para el franquiciador como para el franquiciado, el modelo óptimo que permite rentabilizar el crecimiento es la integración vertical.

Palabras clave

Franquicia, Franquiciador, Franquiciando, Valoración, Expansión.

1. Introducción

Las franquicias son un modelo de negocio que estimula el desarrollo económico de los países emergentes. De acuerdo con la Comisión Económica para América Latina y Caribe (CEPAL) América Latina y el Caribe constituyen un mercado potencial para el crecimiento de la franquicia. Este modelo de negocio estimula el crecimiento organizacional y está definido como un sistema de comercialización de productos y/o servicios, basado en una colaboración entre empresas financieramente distintas e independientes (El franquiciador y sus franquiciados individuales). Los franquiciadores ceden parte del negocio mediante estos acuerdos, tanto para facilitar la expansión

como para emprender nuevos negocios que surgen y provocan la segmentación de mercados (Ayup González & Calderon Monge, 2014).

En concordancia con lo anterior, dadas mejoras importantes en la productividad de la empresa, Empanadas La Catedral busca potencializar su crecimiento mediante la implementación del modelo de franquicias, por lo cual, el principal propósito de este trabajo es definir la viabilidad de este modelo de negocio para la misma. Para esto se exponen los aspectos relacionados con este modelo de negocio, como lo son: la definición de franquicia y cómo funciona, los tipos de franquicia, las fuerzas económicas que delimitan la relación de las partes, la relevancia de los términos del contrato, la regulación de franquicias en Colombia, los métodos de valoración de una franquicia y las variables que inciden en el valor de una franquicia como el canon de entrada y las regalías. Lo anterior con el fin de identificar todos los aspectos que juegan un rol importante en el momento de la definición del modelo de negocio, que afectan el resultado y lo diferencian de otros modelos de crecimiento, como lo es la integración vertical.

Este trabajo aborda la valoración de tres escenarios mediante el método de flujo de caja descontado, donde se evalúa la rentabilidad del modelo de franquicia, tanto para el franquiciador como para el franquiciado, y posteriormente se compara el resultado del franquiciador frente al resultado de integrarse verticalmente.

Finalmente, logramos concluir que es viable implementar el modelo de franquicias para el crecimiento del negocio, sin embargo, el modelo óptimo para rentabilizar el crecimiento es mediante la integración vertical.

2. Situación en estudio – Problema

Empanadas La Catedral es una empresa del sector alimentos, la cual se dedica a la fabricación y comercialización de empanadas, a través de cuatro puntos de venta localizados en zonas peatonales con alto flujo de personas en Medellín, Itagüí y Envigado; cuenta con una planta de producción, la cual abastece las cuatro sedes con el producto listo para su cocción, con el fin de entregar de manera fácil y ágil al cliente.

Las sedes actuales han presentado excelentes resultados en niveles de ventas y rentabilidad, indicando un gran potencial para la compañía, tanto por el éxito del producto como por el *Know How* que se ha creado. A la vista de esto, hace un año se decidió dar inicio a mejoras de productividad mediante la adquisición de tecnología para ultra-congelación y una máquina que permitió automatizar, estandarizar y agilizar el proceso de producción de la empanada. Estas nuevas adquisiciones, además de mejorar la operación actual, permitieron ampliar la capacidad instalada, por lo cual se está planteando la viabilidad de crecer mediante un esquema de franquicias. De acuerdo con lo anterior, se plantea evaluar cuál sería el canon de entrada, las regalías asociadas a la propiedad de la marca, y adicionalmente, se analizará la propuesta de rentabilidad del modelo de negocio, tanto para el franquiciador como para franquiciado.

Usualmente las pequeñas y medianas empresas tienden a ser valoradas de manera empírica, es decir, según el criterio de sus propietarios, y no se basan en un método financiero el cual permita tener en cuenta todos los aspectos económicos y de potencial del negocio que afectan el valor de una empresa. De acuerdo con lo anterior, la tesis doctoral de la Universidad Politécnica de Valencia “Un modelo para la valoración de intangibles. Aplicación a las franquicias de la industria restaurantera en México” (Batres, 2009) trata de dar solución a esta situación mediante el desarrollo de un modelo econométrico, el cual busca servir como estimador del valor de una

franquicia, teniendo en cuenta aspectos contables, financieros y cualitativos. En dicha tesis se inició con un trabajo de campo el cual consistía en recolectar y analizar información de empresas franquiciadas con respecto a la actividad de la misma, la inversión inicial, ubicación, información de socios y los principales datos financieros y económicos; e incluyeron un conjunto de variables que corresponden a características particulares de la empresa a evaluar. A partir de estos datos determinaron, mediante un modelo regresión lineal múltiple, el valor de la variable dependiente: *precio de la franquicia*.

Como se evidencia anteriormente, existe una necesidad latente en las pequeñas y medianas empresas de implementar modelos de valoración que permitan incorporar la mayor cantidad de variables que afecten el valor del negocio.

La valoración de la franquicia para “Empanadas La Catedral” partirá desde el análisis de la información contable y financiera de la empresa, los aspectos propios del modelo de franquicias, el potencial de mercado de la compañía y las variables macroeconómicas que la afectan, con el fin de construir un modelo de valoración a partir de flujos de caja descontados.

3. Objetivos, general y específicos del trabajo de grado

3.1. Objetivo general

Evaluar la viabilidad de expandir el negocio “Empanadas la Catedral” mediante el modelo de franquicia, a través de la definición de los elementos propios de este modelo de negocio.

3.2. Objetivos específicos

3.2.1. Definir la metodología idónea para la valoración.

3.2.2. Identificar los aspectos diferenciadores de la valoración de franquicias.

3.2.3. Definir el canon de entrada y la tasa de regalías.

3.2.4. Determinar el costo promedio ponderado de capital.

4. Justificación del trabajo de grado en términos de la MAF

Este trabajo se relaciona ampliamente con el Maestría en Administración Financiera, en la medida que involucra la valoración de empresas y el cálculo del WACC, elementos esenciales de las finanzas corporativas. Adicionalmente, este trabajo nos permite ampliar el conocimiento adquirido en la Maestría al incorporar aspectos propios del modelo de franquicias a la valoración mediante métodos tradicionales.

5. Marco de referencia conceptual

5.1 ¿Qué es la franquicia?

La franquicia puede ser entendida como una forma de organización o de distribución de productos, la cual puede ser utilizada para incrementar capital y obtener economías de escala. La franquicia permite la expansión mediante un acuerdo o convenio entre una empresa (Franquiciador), el cual otorga a uno o varios inversionistas (Franquiciado) el derecho a usar la imagen y reconocimiento de su negocio, le transmite el conocimiento de la operación y lo soporta para garantizar el éxito de la nueva unidad de negocio (Mosquera, 2010). Esta relación se rige mediante términos y/o cláusulas, las cuales se estipulan al inicio del acuerdo y determinan cómo se cubren los pagos, participación en utilidades, limitan obligaciones y denotan la propiedad de los activos (Lutz, 1995). En la actualidad existe gran variedad de maneras de establecer una franquicia, ya que lo ideal es que estas sean flexibles y adaptables a cada negocio, a continuación presentamos las modalidades de franquicias más usadas en el mercado:

5.1.1. Franquicia de distribución

El franquiciador elabora los productos y es el único propietario de la marca, pero otorga al franquiciado el derecho de distribuir o vender únicamente los productos de la marca del franquiciador. Usualmente se usa en franquicias que se obtienen para explotar un punto de venta o mercado (Pelton, Strutton, & Lumpkin, 1999).

5.1.2. Franquicia industrial

Consiste en el derecho que otorga el franquiciador al franquiciado para producir y/o distribuir un producto bajo la marca comercial. En este tipo de franquicia, el franquiciador transfiere procesos y estrategias que permitan replicar el negocio, patentes del producto y licencias para el uso de la marca (Pelton, Strutton, & Lumpkin, 1999).

5.1.3. Franquicia de formato de negocio

Se otorga al franquiciado el derecho a hacer una réplica de un negocio, incluyendo los productos o servicios, marca comercial y modelo de operación (Pelton, Strutton, & Lumpkin, 1999).

5.1.4. Franquicia de servicio

Se entrega al franquiciado una metodología o *Know How* específico y probado de un servicio. Este tipo de franquicias implica mayor control por parte del franquiciador para garantizar una adecuada calidad del servicio y así evitar problemas que podrían perjudicar a la marca en su conjunto (Pelton, Strutton, & Lumpkin, 1999).

5.1.5. Franquicia *Corner*

Aquellas franquicias que llevan a cabo su actividad dentro de un establecimiento que ya opera. Casi siempre está relacionada con la actividad que el establecimiento franquiciado desarrolla. Una modalidad de franquicia *corner* es el *Shop in Shop* (tienda dentro de tienda) (Pelton, Strutton, & Lumpkin, 1999).

5.1.6. Franquicia Master o Principal

Es el tipo de franquicia más usado para expansión internacional, en esta el franquiciador otorga al franquiciado el derecho de explotar una franquicia en un territorio amplio con el fin de que este cierre más tarde acuerdos de franquicias con otros franquiciados individuales (Pelton, Strutton, & Lumpkin, 1999).

5.2. Economía de las franquicias

Existen fuerzas económicas que delimitan la relación de las partes en un convenio de franquicias, como lo son: los malos incentivos para un buen desempeño de las partes, los términos del contrato, la existencia de un compromiso creíble por parte del franquiciador y el valor de franquiciar versus integrarse verticalmente (Klein, 1995).

5.2.1. Diferencia en incentivos entre franquiciadores y franquiciados

Es un hecho que en los contratos de franquicias, los intereses de las partes no coinciden, y una manera de identificar esta diferencia en los incentivos es cuando el franquiciado trata de reducir el costo del producto, renunciando a una mejor calidad, si bien esta acción beneficia las utilidades del franquiciado, esto puede reducir la demanda de otros franquiciados en el futuro, y por ende la rentabilidad de largo plazo del franquiciador. De igual manera, cuando se presenta “*free riding problem*”, es decir, cuando algunos franquiciados se aprovechan de recursos comunes sin contribuir a estos, como lucrarse de esfuerzos comerciales que hacen otros franquiciados. Este tipo de diferencias también se pueden generar al otorgar al franquiciado poder sobre el establecimiento de precios, donde esto puede jugar en doble sentido, ya sea porque un franquiciado canibalice la demanda de un territorio específico por tener precios más bajos que las demás franquicias de la misma marca, o que por el contrario, con el fin de obtener mayor rentabilidad el franquiciado incurra en una doble marginación (Klein, 1995).

En términos de mercadeo, este debe ser abordado preferiblemente por el franquiciador, quien tiene una visión amplia del negocio, ya que si se deja en manos de cada franquiciado, este hará el esfuerzo que considere necesario para maximizar el beneficio en su unidad de negocio, sin tener en cuenta los beneficios de otros franquiciados, ni el incremento en ventas y utilidades para el franquiciador (Klein, 1995).

Finalmente, los intereses de los franquiciadores no coinciden con los franquiciados cuando se busca incrementar el número de unidades de negocio, ya que esto incrementa la demanda de su producto y rentabilidad; esta práctica, por el contrario, canibaliza la demanda de los franquiciados previamente establecidos reduciendo su rentabilidad (Klein, 1995).

5.2.2. Relevancia de los términos del contrato

Los términos de los contratos de franquicia son establecidos por los franquiciadores, con el fin de asegurar directa o indirectamente, el desempeño deseado de los franquiciados, tales como lo son: el nivel esperado de mercadeo a implementar en cada unidad de negocio, la productividad por vendedor, el alcance de ventas en determinados territorios, entre otros (Klein, 1995).

En los contratos de franquicia es usual que existan cláusulas que validen la terminación del contrato por parte del franquiciador, en caso que el franquiciado no se desempeñe como se estableció en el contrato, esto busca incentivar, monitorear y controlar el trabajo del franquiciado; dado que este puede identificar utilidades al no desempeñarse como lo espera el franquiciador (Ocultar o duplicar información, entre otros) (Klein, 1995).

Los términos del contrato de franquicias deben ser estructurados de tal manera, que creen incentivos para el franquiciado y generen flujos de dinero en el futuro, para que al ser

acompañados de la cláusula de terminación de contrato, encaminen al franquiciado al comportamiento, y por ende al desempeño esperado (Klein, 1995).

5.2.3. Compromisos creíbles

El modelo de franquicias tiene lugar, siempre y cuando el franquiciador pueda garantizar al franquiciado rentas futuras a cambio de un desempeño deseado. Esta garantía existe cuando al franquiciador le resulta menos costoso el incentivar, monitorear y controlar unidades de negocio franquiciadas, en lugar de operar unidades de negocio propias a través de sus empleados, es decir, cuando el valor presente de los flujos de caja generados por unidades de negocio franquiciadas, es superior al valor presente de los flujos de caja generados por la operación propia (Klein, 1995).

5.2.4. Integración vertical

Cuando una compañía se está planteando crecer mediante nuevas unidades de negocio, se debe entender que el éxito depende de diversos factores, como las decisiones del administrador de la unidad de negocio, la coordinación y el control que se tenga sobre las mismas. Con base en estos factores, la compañía puede decidir entre expandirse mediante integración vertical o mediante franquicias (Lutz, 1995). Esta decisión debe basarse en la alternativa que menor costo represente para la compañía, es decir, cuando exista un compromiso creíble por parte del franquiciador. Cuando el valor presente de la prima que debe pagarse al franquiciado por su desempeño es mayor que el costo de emplear personal para la gestión de una unidad de negocio propia, se debe hacer integración vertical, de lo contrario, se debe optar por franquiciar.

Cuando no se establecen los incentivos adecuados por parte del franquiciador, los cuales permitan inducir el desempeño deseado del franquiciado, ni entregar una garantía por este, lo mejor para el franquiciador es la integración vertical (Klein, 1995).

5.3. Regulación de Franquicias en Colombia

En Colombia, las franquicias son contratos atípicos, los cuales no están regulados directamente por la ley, y se dan en un acuerdo de voluntades entre dos partes, donde ambas manifiestan estar de acuerdo con las cláusulas que regirán el negocio. Sin embargo, la doctrina y la jurisprudencia sostienen que a estos contratos son aplicables las normas de carácter general, primero del Código de Comercio, por ser un contrato mercantil, y de manera subsiguiente, por el Código Civil. Principios como la buena fe y la autonomía de la voluntad permiten que los contratantes puedan hacer valer sus derechos y puedan acordar reglas que se vuelvan ley para las partes (Gonzalez Mulett, 2010).

Es importante no confundir un contrato de franquicia con otras figuras jurídicas que cumplen una función económica similar, como lo son el contrato de distribución, el contrato de concesión comercial, el contrato de agencia comercial y el de licencia de marca. Con base en lo anterior, *“para que un convenio se derive en una franquicia comercial debe tener los siguientes elementos: licencia de marca, transmisión de know how, una asistencia técnica comercial y un territorio asignado (exclusividad), de otra forma podrá derivarse en otro contrato”* (Gonzalez Mulett, 2010, pág. 30).

En el contrato de franquicia, el franquiciador concede a un franquiciado la explotación de un negocio exitoso y previamente probado para una zona y tiempo determinado. En este contrato el franquiciador se compromete a entregar todo el conocimiento de la operación del negocio (*Know How*), brindar ayuda y acompañamiento permanente; esto a cambio de un canon de entrada y/o unas regalías. Es importante aclarar que la celebración de este tipo de contratos permite a las partes mantener su autonomía e independencia económica y jurídica (Gonzalez Mulett, 2010).

El contrato de franquías debe estar acompañado por otros contratos, los cuales avalen la cesión de los derechos de propiedad. Con base en lo anterior, encontramos que un contrato de franquicias puede estar acompañado por licencias de derechos de propiedad industrial, licencias de derechos sobre las marcas, licencias sobre patentes, contratos de transferencia de *Know How*, contrato de suministro, contratos de asistencia técnica o un contrato de ingeniería. El tipo de licencias o contratos dependerá del tipo de franquicia a implementar (Gonzalez Mulett, 2010).

Existe una etapa preliminar a la firma del contrato, en la cual la revelación de información por parte del franquiciador juega un papel decisivo, ya que este debe entregar al posible franquiciado la información relacionada con los antecedentes del negocio que pueden interesarle para la decisión de invertir en la franquicia; si se oculta información que pueda influir en la decisión del franquiciado, se estaría atentando contra el deber de la buena fe. Por su lado, el franquiciador debe proteger la información que brinda al franquiciado, mediante un contrato de confidencialidad (Gonzalez Mulett, 2010).

El contrato de franquicia es una herramienta muy importante que permite establecer los compromisos de las partes en una relación de negocio, y resuelve o mitiga a través de cláusulas contractuales problemas derivados del comportamiento oportunista de las partes. Es por esto que un buen diseño del contrato de franquicia es fundamental para la supervivencia del modelo de negocio (Solís Rodríguez & González Díaz, 2016).

En términos del plazo del contrato, este puede estar afectado principalmente por tres factores, en primer lugar: el nivel de inversiones en activos específicos, ya que a mayor nivel de inversión por parte del franquiciado, el contrato debe tener mayor plazo para recuperarla. En segundo lugar, a mayor grado de experiencia del franquiciador, mayor se espera sea la duración del contrato, ya que no implica un alto grado de incertidumbre en lo que concierne a la estructuración del contrato y el

éxito del negocio. Finalmente, cuando existe una alta probabilidad de comportamiento oportunista del franquiciado, el contrato deber tener menor duración para blindar al franquiciador de este tipo de comportamientos (Vázquez, 2007). Adicionalmente, se contempla la opción de renovación del contrato, pues brinda un incentivo al franquiciado, al ofrecerle la posibilidad de continuar explotando la marca con los beneficios económicos que esto trae para él.

En general, la fórmula más utilizada es un contrato a 5 años, con la opción de renovación por un periodo igual (Brickley, Misra, & Van Horn, 2016).

Tabla 1. Responsabilidades de las partes

Franquiciador	Franquiciado
Entrega del manual operativo de la franquicia (<i>Know How</i>)	Cumplir con el manual operativo de la franquicia
Brindar asistencia técnica permanente	Pagar las contraprestaciones pactadas
Otorgar las licencias para la operación del negocio	Obtener las licencias para operar, y velar por la seguridad de la información
Respetar las cláusulas de exclusividad geográfica	Cumplir con las cláusulas de exclusividad geográfica y producto
Garantizar el abastecimiento de productos y/o materias primas	Permitir control y gestión por parte del franquiciador

Fuente: Elaboración propia.

5.4. Valoración de una franquicia

En la determinación de valor de una franquicia no existen métodos específicos para estimar el valor de este modelo de negocio, la practica comúnmente implementada son los modelos de valoración de empresas, los cuales son ajustados con elementos propios de franquicias, como lo son el canon de entrada, las regalías, el fondo de publicidad, entre otros; los cuales afectan el valor de la franquicia. De acuerdo con esto se pueden implementar métodos contables o de rentabilidad futura, los cuales se mencionan a continuación:

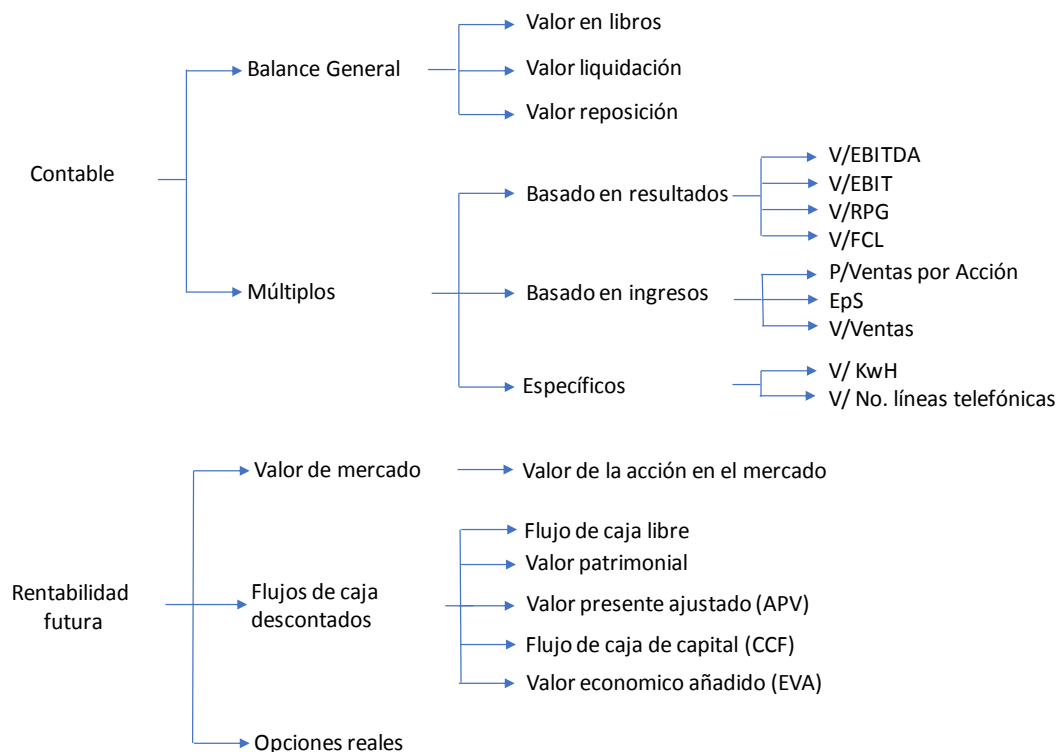
5.4.1. Métodos de valoración contable

Estos son métodos tradicionales de valoración de empresas, en los cuales se estima el valor de la empresa con base en el valor de los activos o en el balance. De acuerdo con esto, mide los resultados económicos, administrativos y comerciales de la compañía en el pasado; esto resulta limitante ya que no permite integrar en el valor de la empresa el desempeño futuro del negocio, los cambios estimados de la economía y del sector en el que se desempeña (Valor Suárez, 2015).

5.4.2. Métodos de valoración basados en rentabilidad futura

Estos métodos de valoración se basan en la estimación de los flujos de fondos futuros, generados por un activo al considerar los aspectos macroeconómicos, sectoriales e inherentes del negocio que pueden afectar el rendimiento futuro del mismo; esto lo hace un método más atractivo y confiable desde el punto de vista financiero (Parra Barrios, 2013).

Figura 1. Métodos de valoración de empresas



Fuente: (Forero Castillo, 2010).

De acuerdo con la economía de las franquicias, para que un modelo de franquicias realmente funcione es necesario determinar un compromiso creíble por parte del franquiciador, el cual existe cuando el valor de los flujos de caja futuros descontado de franquiciar son superiores a los flujos de caja descontados de expandirse mediante capital propio. De acuerdo con esto se concluye que la mejor metodología para valorar franquicias consiste en flujo de caja libre descontado, el cual se describe a continuación.

El flujo de caja libre descontado consiste en la proyección de los posibles ingresos, costos, gastos, inversiones, capital de trabajo entre otros aspectos, que permiten estimar los flujos de efectivo que puede generar la compañía en el futuro, considerando el crecimiento de la compañía, indicadores macroeconómicos e industriales. Estos flujos deben descontarse a una tasa de costo promedio ponderado de capital (WACC), la cual permita garantizar que los flujos futuros del negocio a valor presente, sean positivos o iguales a cero, de tal manera que garanticen la rentabilidad esperada del negocio (Parra Barrios, 2013).

5.5. Variables que inciden en el valor de una franquicia

Existen costos o inversiones específicas que deben tenerse en cuenta en el momento de la valoración de las franquicias tales como:

5.5.1. Canon de entrada

Es una comisión o contraprestación inicial que hace el franquiciado al franquiciador a cambio de su conocimiento del negocio (*Know How*), el riesgo comercial asumido al inicio, el éxito que respalda el negocio (Marca), formación inicial al franquiciado, el soporte y acompañamiento continuo. En los casos que la franquicia tiene una fecha límite de uso, en muchas ocasiones se debe pagar de nuevo el canon de entrada al término de este para continuar con la franquicia (Forero Castillo, 2010).

El canon de entrada puede ser cero en el caso que el franquiciador lo considere, pero comúnmente este tiene un valor, el cual puede ser un monto fijo para todos los franquiciados interesados; un monto variable, cuando se establece como un porcentaje de la inversión inicial (Se acostumbra que sea un 20%) o un monto establecido, de acuerdo a una zona específica o tamaño del mercado a abarcar (Pelton, Strutton, & Lumpkin, 1999).

5.5.2. Regalías

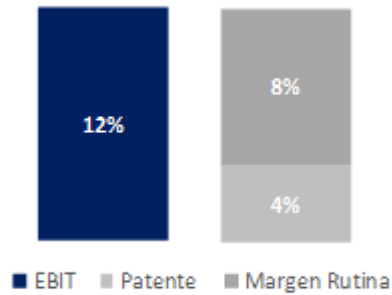
Es un monto con pago periódico establecido por el franquiciador, este puede ser un monto fijo mensual, un porcentaje de las ventas o de la utilidad. El fin de las regalías es el mismo que el de canon de entrada, donde se busca retribuir al franquiciador respecto al acompañamiento y capacitación constante, la investigación y desarrollo para nuevos productos, entre otros. Las regalías pueden implementarse o no en una franquicia, en ocasiones este reemplaza el canon de entrada y en otras ocasiones el franquiciado exige ambos elementos para compensar las inversiones realizadas.

Las regalías pueden calcularse de diferentes maneras, a continuación, se describirán las más usadas:

5.5.2.1. Regalías basadas en ingresos

Mediante esta metodología las regalías se establecen con base en el exceso de ganancias (EBIT o EBITDA) derivadas de la explotación de un intangible; se deben separar las ganancias del negocio entre el margen de rutina obtenido de la industria, el cual puede extraerse con base en la rentabilidad de empresas comparables, que no poseen activos intangibles; y el margen derivado del activo intangible, de acuerdo a su contribución económica (Heberden, 2011).

Grafica 1. Cálculo de regalías basadas en ingresos



Fuente: Elaboración propia con base en (Heberden, 2011).

En la Gráfica 1 se muestra un ejemplo de una compañía cuyo margen EBIT es del 12%, y cómo este puede fraccionarse entre el margen de rutina y el valor de la regalía (patente). El margen de rutina se halla comparando compañías de la misma industria sin propiedad intelectual, y el valor de la regalía corresponde a la diferencia entre el EBIT total y el Margen de Rutina.

5.5.2.2. Enfoque transaccional

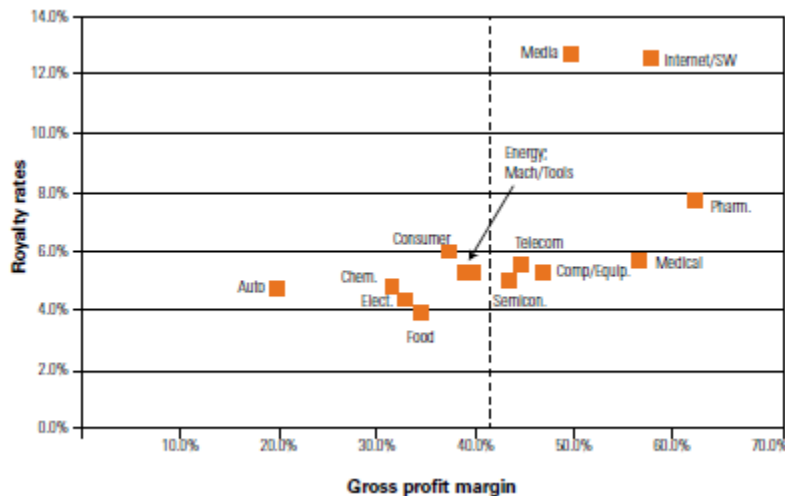
Este método sugiere que las regalías deben calcularse con base en uno o más activos comparables, es decir, que se encuentren en mercados y/o circunstancias similares; es por esto que este método es muy acertado para determinar regalías de compañías, las cuales se encuentran en mercados altamente competidos. Sin embargo, es importante tener en cuentas los siguientes aspectos al implementar esta metodología:

- Identificar las similitudes y diferencias entre el activo a evaluar y el/los activos de referencia, tales como vida útil, fase de desarrollo, la naturaleza del activo, etc.
- Dimensionar el número de mercados cubiertos por cada uno de los negocios.
- Diferenciar el potencial de ingresos entre las compañías, de acuerdo con el dimensionamiento del mercado en el que se encuentre.
- El impacto de los términos y condiciones establecidos en el contrato.

La regalía puede ser más alta cuando presenta mayor exclusividad y duración del derecho de uso del activo (Heberden, 2011).

Según el estudio *“Profitability and royalty rates across industries: Some preliminary evidence”* el cual se basa en el análisis de 3,015 transacciones con regalías clasificadas en 15 industrias, se logra identificar un porcentaje de regalías como referencia, de acuerdo a la industria en la cual se realice la transacción, como se muestra en la gráfica 2.

Grafica 2. Relación entre regalías, margen bruto y sector.



Fuente: (Courtois, McPhee, & Rerolle, 2012).

De acuerdo con la gráfica anterior se logra identificar que la industria de alimentos maneja en promedio una regalía del 4% sobre las ventas.

5.5.2.3. Retorno sobre I+D (Investigación y Desarrollo)

Este método de cálculo de regalías consiste en cobrar una regalía, que logre cubrir los costos de I+D en los que se debió incurrir en la creación del activo intangible. Cuando la brecha entre la inversión de I+D y el valor de mercado es bastante amplia, la inversión en I+D no serviría como

punto de referencia. Este tipo de cálculo de regalía se utilizaría en casos como el de una tecnología replicable, donde quien la implementará puede elegir entre desarrollarla por sí mismo o pagar un derecho de uso de una ya existe. Adicionalmente, este método también puede ser válido en aquellos casos en los cuales el potencial de ingresos del activo es difícil de medir porque está en una etapa temprana (Heberden, 2011).

5.5.2.4. Retorno sobre valor de mercado

Cuando el valor de mercado de un activo está establecido, este puede utilizarse como base para el cálculo de las regalías, ya que el valor de mercado incorpora atributos como las características únicas del activo, la facilidad que este tenga para ser replicado y el potencial de ingresos. El retorno obtenido por el propietario del intangible a través de las regalías, estará influenciado por la vida útil económica del activo y los términos del acuerdo de licencia (Heberden, 2011).

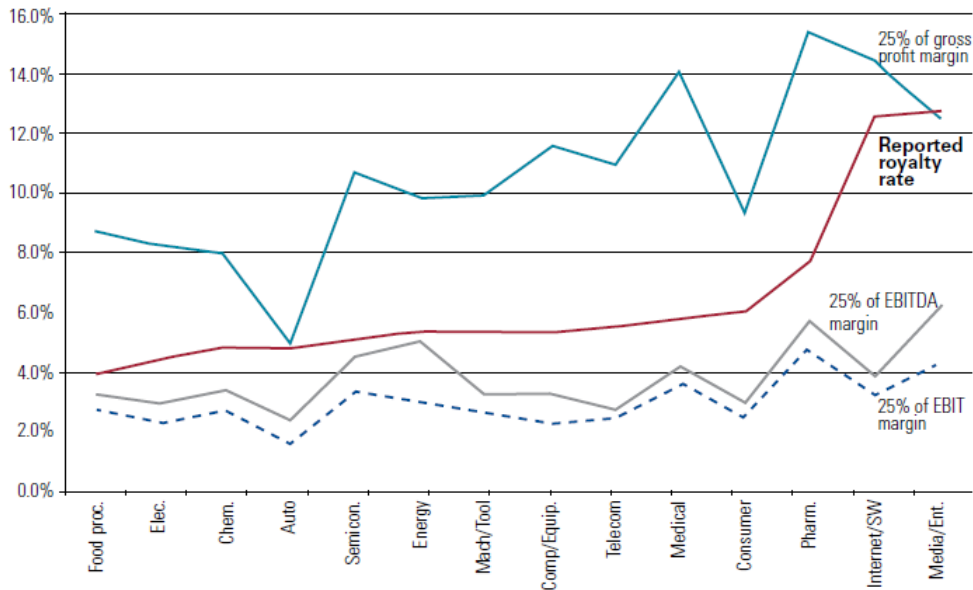
5.5.2.5. Regla del 25%

Consiste en establecer el pago de regalías como un porcentaje fijo del 25% sobre las utilidades generadas por el activo. Este método se ha utilizado durante décadas, principalmente porque se implementa de manera simple y permite establecer una relación directa entre las regalías y la rentabilidad del activo (Heberden, 2011). Cuando se investiga respecto a este método, la información es usualmente ambigua en lo que concierne a la utilidad que se debe tener como base para cálculo del 25%. Según Parr (citado por (Goldscheider, Jarosz, & Mulhern, 2002)), la utilidad operativa es la base más acertada para el cálculo de las regalías, ya que considera los gastos generales del negocio y de esta manera permite que la regalía refleje la realidad del entorno y la industria; una regalía calculada con base en la utilidad bruta, no permite reflejar esta realidad.

En la gráfica 3 se analiza la regla del 25% sobre tres utilidades diferentes para identificar cuál es la base que mejor define el valor de la regalía, de acuerdo con las regalías reportadas en cada

industria; y con esto se concluye que la utilidad base que se debe utilizar para el cálculo de las regalías, mediante la regla del 25%, debe ser el EBITDA para la mayoría de los sectores, entre ellos el de alimentos.

Gráfica 3. Reported royalty rates vs. Rates from the 25 percent rule



Fuente: (Courtois, McPhee, & Rerolle, 2012).

5.5.3. Prima de liquidez

En la adquisición de pequeñas empresas o empresas no listadas públicamente, se presentan descuentos en el precio de adquisición, los cuales oscilan entre el 15% y 30%, relacionados con la obtención de liquidez por parte del vendedor en el momento de la venta o por la búsqueda de un valor justo de compra por parte del comprador por la adquisición de un activo de menor liquidez (Officer, 2007).

El descuento por liquidez es superior en las transacciones de pequeñas empresas, ya que estas se perciben más riesgosa que las empresas solidas o cotizadas en bolsa, dada su naturaleza de alto

potencial de crecimiento y perspectiva incierta. Adicionalmente, el descuento puede aumentar cuando existan necesidades de liquidez por parte del vendedor, al reflejar una situación financiera débil en el momento de la venta y/o cuando las alternativas de liquidez en el mercado sean difíciles de obtener o significativamente costosas (Mercado de renta variable o deuda). Lo anterior se traduce en menor poder de negociación para el vendedor (Officer, 2007).

6. Método de solución

El objetivo de este trabajo consiste en determinar la viabilidad de implementar un modelo de franquicias para la empresa “Empanadas La Catedral” teniendo en cuenta la determinación de las variables inherentes a este modelo, como el canon de entrada y las regalías, frente a un modelo de integración vertical.

Con base en la teoría económica, legal y de valoración de franquicias, se considera que la mejor manera de determinar la viabilidad de este modelo de negocio, es el método de flujo de caja descontado, ya que es el más confiable desde el punto de vista financiero, al tener en cuenta los flujos de caja futuros, tanto para el franquiciador como para el franquiciado y evidenciar si existe un compromiso creíble por parte del franquiciador.

6.1. Proyección de flujos de caja

La valoración se realizó para un horizonte de tiempo de diez años, con el fin de tomar un plazo suficientemente amplio para rentabilizar la inversión, sin incluir un valor de continuidad dada la incertidumbre en la renovación de la franquicia al término del contrato.

La valoración se realizó bajo tres escenarios, uno en el que se evalúa la rentabilidad del franquiciado al pagar el canon de entrada y las regalías respectivas; otro para el franquiciador,

donde no opera el negocio directamente y solo percibe ingresos por canon y regalías; y finalmente un escenario donde se evalúa la operación de un punto de venta mediante capital propio o integración vertical, con el fin de confrontar los resultados del modelo del franquiciador.

6.1.1. Ingresos

6.1.1.1. Estimación de la demanda

Se recopilaron los datos de las ventas diarias de las tres sedes de mayor antigüedad en el mercado (Itagüí, Envigado y La 70), ya que estas tres sedes presentan diferentes niveles de demanda, de acuerdo con su ubicación, siendo Envigado la de mayor nivel de demanda, con el 42% de las unidades vendidas durante los últimos cinco años, Itagüí el 39% y La 70 el 19%. Se estableció la demanda de una sede con base en el promedio ponderado de cada una de estas sedes para un periodo de cinco años, teniendo en cuenta la evolución de las ventas a partir del inicio de cada una. Con base en este dato, se halló una demanda promedio de un punto de venta para el primer año y una tasa de crecimiento anual compuesto (TCAC o CAGR) equivalente a 9,1% E.A., con base en la cual se calculan las unidades vendidas para los primeros cinco años de operación, dado que es el crecimiento conocido del negocio para este horizonte de tiempo. Para el crecimiento de las unidades de los cinco años restantes, se tuvo en cuenta una disminución paulatina de la tasa de crecimiento con el fin de normalizar hacia 3,7%, el cual corresponde a la última estimación del PIB esperado para 2021 de acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de Bancolombia.

6.1.1.2. Precios

Se toman como base los precios vigentes para 2017 y se incrementa cada año de acuerdo con la inflación estimada en las proyecciones financieras de Bancolombia.

6.1.2. Costo directo

Se estableció un costo variable unitario para cada una de las referencias (Empanada de tradicional y carne desmechada), en los cuales se incluyeron únicamente los costos incrementales por unidad vendida, como lo son la materia prima y el costo unitario de empleados de producción, con su respectivo factor prestacional; para finalmente tener un costo directo total, de acuerdo con las unidades estimadas en la demanda.

6.1.3. Gastos fijos

Se identificaron los rubros del gasto, los cuales son similares para cada punto de venta, ya que se maneja el mismo esquema de negocio, estos son la nómina de ventas, servicios públicos, arriendo, mantenimiento preventivo, gastos de aseo, publicidad, legales y contables. Los datos de nómina se actualizan anualmente con la proyección del incremento salarial y los demás gastos con la proyección del IPC, de acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de Bancolombia.

6.1.4. Regalía

La tasa de regalía se definió con base en el método de enfoque transaccional, el cual sugiere que la tasa de regalía se debe establecer con base en uno o más activos comparables que se encuentren en mercados y/o circunstancias similares. Adicionalmente, logramos acotar el porcentaje de regalía con base en el estudio “*Profitability and royalty rates across industries: Some preliminary evidence*”, el cual logra identificar un porcentaje de regalías del 4% como referencia en la industria de alimentos.

6.1.5. Canon de entrada

Se calculó con base en el valor presente de los flujos de caja generados por la unidad de negocio franquiciada a la cual se le aplicó un descuento por liquidez correspondiente al 30%, dada la restricción de cesión del contrato por parte del franquiciado.

6.1.6. Inversión inicial

Contiene los equipos necesarios para la operación del negocio: freidoras, congeladores y adecuaciones del establecimiento, los cuales ascienden a 20.000.000 de pesos. De acuerdo con la experiencia del negocio, la vida útil de estos elementos es aproximadamente 10 años, la cual se aplicará para el cálculo de la depreciación con base en el método de línea recta.

6.2. Estimación de la tasa de descuento - Costo promedio ponderado de capital

El costo promedio ponderado de capital se calculó de la siguiente manera:

Ecuación 1. Costo promedio ponderado de capital

$$WACC = Rd * \frac{D}{D + E} + Re * \frac{E}{D + E}$$

Donde

- Rd: Costo de la Deuda.
- D: Deuda
- E: Patrimonio
- Re: Costo del Capital Propio.

6.2.1. El costo del capital propio

El costo del capital propio es el rendimiento que los inversionistas esperan del nuevo punto de venta, este es el costo de oportunidad con respecto al rendimiento que podrían obtener al hacer otras inversiones. Este se calculó con base en el modelo CAPM:

Ecuación 2. Costo del capital propio

$$CAPM \rightarrow Ru = Rf + Bu * (Rm - Rf)$$

Donde

- Rf: Tasa Libre de Riesgo.
- BL: Beta Desapalancada
- Rm-Rf: Prima de Riesgo del Mercado.

6.2.2. Beta (Bu)

Para el cálculo del Beta se consultó en Bloomberg el Beta Bruto (Raw Bruta), tasa efectiva de impuestos, y el ratio deuda-patrimonio de diez compañías de comidas rápidas que funcionan bajo el esquema de franquicias en Estados Unidos, con el fin de calcular el beta mediante comparables válidos. Los Betas de estas empresas están apalancados, por lo tanto, se debe acudir al Teorema II de M&M para desapalancarlos.

Ecuación 3. Beta desapalacado

$$Bu = \frac{Be}{[1 + \frac{D}{E}]}$$

Donde

- Bu: Beta Desapalancada
- Be: Beta Apalancada
- D/E: Relación Deuda Patrimonio

Después de obtener el beta desapalancado de cada compañía, se obtiene un beta desapalancado del sector, calculando la mediana de los betas de estas compañías, el cual es de 0,231.

Posteriormente, este beta del mercado se vuelve a apalancar con base en el ratio deuda-patrimonio promedio en Colombia de 33,33%, obteniendo un beta de 0,308.

6.2.3. Prima de Riesgo

La prima de riesgo se define como la diferencia entre el rendimiento del mercado y la tasa libre de riesgo. Esta prima se refiere a un valor adicional que se recibe por asumir un mayor riesgo en una inversión determinada, diferente a la de los bonos del tesoro que se asumen como libres de riesgo crediticio.

La prima de riesgo a utilizar es la “*Implied ERP Cash Yield*” de 5,29%, publicada por Aswath Damodaran el 1 de junio de 2017.

6.2.4. Tasa libre de riesgo

La tasa libre de riesgo se refiere al rendimiento ofrecido por los bonos del tesoro, esta tasa es utilizada como referencia en el mercado, ya que es una tasa libre de riesgo crediticio, donde el riesgo de incumplimiento es casi nulo. Se tomó la curva de rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos a 10 años, al 8 de junio de 2017, equivalente a 2,188%.

Finalmente, se aplicó el modelo CAPM con base en la tasa libre de riesgo de 2,188%, una prima de riesgo de 5,29%, un beta apalancado de 0,308 y un riesgo país de 2,7% para un Re en dólares de 6,53%. Posteriormente se indexó este Re al diferencial de inflación entre Colombia y Estados Unidos para obtener un Re en pesos de 8,87%.

Como costo de la deuda se utilizó la tasa de interés de un crédito para una persona natural, la cual corresponde al 19,56%E.A.

Para el cálculo del WACC (Costo promedio ponderado de capital) se utilizaron la deuda y el patrimonio promedio de una empresa en Colombia, y con base en esto, el costo de la deuda y el capital, se obtuvo un WACC de 9,93%.

7. Presentación y análisis de resultados

Con base en la estimación de los flujos de caja y el costo promedio ponderado de capital que se definió anteriormente, obtuvimos los siguientes resultados:

Tabla 2. Resultados financieros

Comparativo	Franquiciado	Franquiador	Capital propio
EBITDA	215,221,343	265,507,287	1,084,796,862
Impuesto Renta	(81,731,404)	(87,617,405)	(349,732,964)
CAPEX	(25,000,000)	-	(25,000,000)
Canon	(13,000,000)	13,000,000	-
FCF	95,489,940	190,889,883	710,063,898
VPN	5,477,167	112,618,328	367,397,406
Payback Años	8.1	N/A	1.2

Fuente: Elaboración propia.

Encontramos viable implementar el modelo de franquicias para la empresa “Empanadas La Catedral” utilizando un canon de entrada de 13.000.000 y regalías equivalentes al 4% de los ingresos, dado que el franquiciador obtiene un VPN positivo de 112.618.328, sin incurrir en una nueva inversión. Esto es reforzado por el resultado del escenario del franquiciado, el cual obtiene un VPN positivo 5.477.167 y logra recuperar la inversión en 8,1 años, lo que indica que ambos obtienen beneficios de implementar este modelo. Sin embargo, consideramos que los resultados para el franquiciado no son significativamente atractivos para atraer inversionistas, dado que, si

bien el VPN es positivo, este es muy bajo y el periodo de recuperación de la inversión demasiado largo y corresponde al 81% del horizonte de la inversión. Este resultado, menos favorable en el franquiciado, se debe principalmente al efecto que tiene la reforma tributaria de 2016 en el modelo de franquicias, en el que se establece que los negocios de alimentos preparados para venta al consumidor final, deben cobrar el impuesto al consumo correspondiente al 8% del valor de la venta, no deducible del impuesto IVA del 19%, con el cual están gravadas las compras al franquiciador y por ende este IVA representa un mayor valor del costo y un menor margen.

Si comparamos la alternativa de franquiciar frente a invertir con capital propio, encontramos que es más rentable expandirse mediante capital propio, ya que se obtuvo un mayor VPN de 367.397.406 y un menor retorno de la inversión de 1,2 años. El principal inductor de este resultado, es que al ser productor, las compras de materias primas están gravadas a una tarifa ponderada del 4,3%, mientras que en el escenario de franquicia, el franquiciador se ve impactado por el efecto que tiene la reforma tributaria sobre el franquiciado de no poder compensar impuestos y tener una mayor carga tributaria en el costo, lo cual obliga al franquiciado a aplicar una tasa de regalía del 4% determinada, con base en la industria y no mediante otras metodología como la del 25% del EBITDA, la cual equivaldría al 5% del ingreso, es decir, un 25% más de ingresos para el franquiciador, en cuyo escenario sería casi indiferente utilizar la expansión mediante capital propio o mediante franquicias.

8. Conclusiones

- La valoración del modelo de franquicia es una valoración convencional, pero implica un esfuerzo en investigación respecto a variables adicionales que se deben incorporar al modelo, entre estas están las regalías y el canon de entrada.

- El modelo de franquicia es viable para “Empanadas La Catedral”, dado que presenta resultados positivos, tanto para el franquiciador como para el franquiciado, sin embargo, dada la mayor rentabilidad de la alternativa de expandirse mediante capital propio, esta sería la alternativa óptima de crecimiento.
- La reforma tributaria de 2016 es un aspecto macroeconómico, el cual impacta fuertemente el resultado de esta valoración, ya que hace menos viable el modelo de franquicias en Colombia, al restringir la deducción del IVA pagado en las compras del impuesto al consumo recaudado al cliente, generando así una mayor carga tributaria en la estructura de costos.

Referencias

- Aldave , C. A. (2005). *Franquicias: Una perspectiva mundial*. México, D.F: Fondo Editorial F.C.A.
- Andersen, S. (2014). Choice of Data Is Critical in Valuing Franchises. *Business Valuation Update*, 4. Obtenido de bvresources.com: www.bvresources.com
- Ayup González, J., & Calderon Monge, E. (2014). Señales de valor de marca de las franquicias en México. Su efecto en el crecimiento del sistema franquiciador. *Elsevier Doyma*, 11.
- Batres, D. A. (2009). *Un modelo para la valoración de intangibles. Aplicación a las franquicias de la industria restaurantera en México*. Universidad Politécnica de Valencia, Valencia.
- Baumol, W. J., & Malkiel, B. G. (1967). The firm's optimal debt-equity combination and the cost of capital. *The quarterly journal of economics*, 33.
- Brickley, J. A., Misra, S., & Van Horn, R. L. (2016). Contract Duration: Evidence from Franchising. *The Journal of Law & Economics*, 173-196.
- Courtois, Y., McPhee, D., & Rerolle, J. (2012). *Profitability and royalty rates across industries: Some preliminary evidence*. KPMG International: GVI Global Valuation Institute.
- Cruz Aké, S., Venegas Martínez, F., & Sánchez Daza, A. (2009). Un modelo de optimización estocástica para la valuación de una franquicia: un enfoque de opciones reales. *Análisis Económico*, 24.
- Forero Castillo, J. (2010). Variables que inciden en el valor de una franquicia. *Revista Nacional de Investigación*, 8(13), 130-144.
- Goldscheider, R., Jarosz, J., & Mulhern, C. (2002). Use of the 25 per cent rule in valuing IP. *Les Nouvelles*, 123-133.
- Gonzalez Mulett, R. (2010). Análisis sobre la necesidad de adoptar una regulación específica para la franquicia comercial en Colombia (Tesis). Bogotá: Universidad Pontificia Javeriana.
- Heberden, T. (2011). Intellectual Property Valuation and Royalty Determination. *International Licensing and Technology Transfer: Practice and the Law*. Wolters Kluwer Law & Business.
- Klein, B. (1995). The economics of franchise contracts. *Journal of Corporate Finance*, 9-37.
- Lutz, N. A. (1995). Ownership rights and incentives in franchising. *Journal of Corporate Finance*, 103-131.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. 37.

- Mosquera, F. (2010). La franquicia: Una estrategia de crecimiento empresarial. *MBA EAFIT*, 70-85.
- Officer, M. S. (2007). The Price of Corporate liquidity: Acquisition discounts for unlisted targets. *Journal of Financial Economics*, 571-598.
- Parra Barrios, A. (2013). Valoración de Empresas: Métodos de Valoración. *Contexto*, 2, 87-100.
- Pelton, L. E., Strutton, D., & Lumpkin, J. R. (1999). *Canales de marketing y distribución comercial*. Columbia: Irwin/McGraw Hill.
- Scott, F. A. (1995). Franchising vs. Company Ownership as a Decision Variable of the Firm. *Review of Industrial Organization*, 69-81.
- Solís Rodríguez, V., & González Díaz, M. (2016). Provisions to be negotiated in franchise contracts: The Case of Spanish Chains. *Journal of Business Administration Research*, 66-80.
- Valor Suárez, A. (2015). *Análisis de los diferentes métodos de valoración financiera aplicados al caso de Ferrovial S.A.* Madrid: Universidad Pontificia ICAI ICADE Comillas.
- Vázquez, L. (2007). Determinants of contract length in franchise contracts. *Economics Letters*, 145-150.
- Zuluaga Alvarez, W., & Carmona Correa, H. (2008). *Evaluación financiera de las franquicias en Pereira bajo condiciones de incertidumbre*. Pereira.