

**REFORMA TRIBUTARIA A LOS LICORES EN COLOMBIA  
ANÁLISIS DETALLADO DE RIESGOS Y OPORTUNIDADES  
EN LA INDUSTRIA NACIONAL DE LICORES**

**Raúl Eduardo Lancheros Serrano  
Juan Camilo Ruiz Sánchez**

**Colegio de Estudios Superiores de Administración –CESA-  
Maestría en Finanzas Corporativas  
Bogotá  
2015**

**REFORMA TRIBUTARIA A LOS LICORES EN COLOMBIA  
ANÁLISIS DETALLADO DE RIESGOS Y OPORTUNIDADES  
EN LA INDUSTRIA NACIONAL DE LICORES**

**Raúl Eduardo Lancheros Serrano  
Juan Camilo Ruiz Sánchez**

**Director:  
Edgardo Cayón Fallón  
Juan Santiago Correa**

**Colegio de Estudios Superiores de Administración –CESA-  
Maestría en Finanzas Corporativas  
Bogotá  
2015**

## Contenido

Tablas e ilustraciones .....	4
1. Resumen .....	5
2. Introducción .....	6
2.1 Planteamiento del problema .....	6
2.2 Pregunta de investigación.....	7
2.3 Hipótesis.....	7
2.4 Objetivos .....	8
2.5 Estado del Arte .....	8
2.6 Metodología .....	13
2.7 Resultados esperados.....	14
3. Marco Teórico .....	14
3.1 Impuestos e ilegalidad.....	14
3.2 Apertura económica y tratados de libre comercio.....	17
3.3 Privatización de empresas públicas.....	18
4. Contexto de mercado.....	19
5. Impactos de la reforma.....	24
6. Situación actual de la industria nacional .....	27
6.1 Situación financiera de la industria .....	27
6.2 Supuestos de valoración .....	31
6.2.1 Situación actual de mercado .....	31
6.2.2 Definición del WACC.....	33
6.3 Resultados de valoración.....	35
6.3.1 Escenario actual de la industria.....	35
6.3.2 Escenario de reforma tributaria a los licores .....	37
7. Propuestas para la industria nacional .....	39
7.1 Fusión de licoreras nacionales.....	39
7.2 Tercerización de la producción de licores .....	41
7.3 Estructura mixta .....	42

8. Conclusiones .....	44
Bibliografía .....	46

## Tablas e ilustraciones

Tabla 1: Participación de consumo de cerveza por país.....	22
Tabla 2: Análisis DOFA Gobierno Nacional .....	24
Tabla 3: Análisis DOFA Gobierno Departamental .....	25
Tabla 4: Análisis DOFA Industria Nacional .....	25
Tabla 5: Análisis DOFA Distribuidores nacionales .....	26
Tabla 6: Análisis DOFA Importadores .....	26
Tabla 7: Análisis DOFA Consumidor .....	27
Tabla 8: Detalle gastos de la industria nacional .....	30
Tabla 9: Flujo de caja anual proyectado a 10 años (Situación actual) .....	37
Tabla 10: Flujo de caja anual proyectado a 10 años (Reforma tributaria).....	38
Ilustración 1: Consumo de bebidas alcohólicas en Colombia .....	19
Ilustración 2: Participación en el mercado de bebidas en Colombia – Excluyendo Cerveza.....	20
Ilustración 3: Preferencias de consumo en Colombia .....	20
Ilustración 4: Preferencias de consumo en Colombia - Excluyendo Cerveza.....	21
Ilustración 5: Proyección de crecimiento de bebidas en Colombia.....	21
Ilustración 6: Comparativo de consumo de bebidas alcohólicas.....	22
Ilustración 7: Comparativo de consumo de bebidas alcohólicas - Excluyendo Cerveza .....	23
Ilustración 8: Evolución ventas importadores de bebidas alcohólicas en Colombia.....	23
Ilustración 9: Evolución de utilidad neta de la industria nacional.....	29
Ilustración 10: Márgenes de la industria nacional.....	29
Ilustración 11: Costos y gastos sobre ingresos de la industria nacional.....	30
Ilustración 12: Participación sobre el mercado de espirituosos en Colombia .....	31
Ilustración 13: Participación sobre el mercado de espirituosos en Colombia (Consolidado).....	32
Ilustración 14: Evolución de ventas de la muestra seleccionada.....	35
Ilustración 15: Evolución de ratios de costos y gastos operativos de la muestra seleccionada.....	36
Ilustración 16: Evolución de indicadores de capital de trabajo de la muestra seleccionada .....	36

## **1. Resumen**

El mercado de los licores en Colombia va mucho más allá de la oferta de bebidas alcohólicas, tiene enormes efectos en el recaudo departamental y nacional, en la salud pública, en la industria nacional, en las empresas multinacionales e incluso en la perspectiva de globalización del país. Por estas razones una reforma tributaria a los licores en Colombia debe ser estudiada desde una perspectiva integral. Este estudio tiene como objetivo determinar el potencial impacto de una reforma tributaria a los licores en Colombia mientras se evalúa y se determina la mejor manera de maximizar el beneficio para cada uno de los actores relevantes en este contexto. Por medio de una fuerte caracterización teórica y cuantitativa de la situación actual, se busca brindar al lector herramientas robustas para juzgar los resultados que se construirán a partir de análisis de valoración financiera y herramientas estadísticas con las que se buscará demostrar si el escenario actual es sostenible o no en el tiempo para la industria nacional de licores, y que bajo las condiciones de una posible reforma tributaria, se requeriría de cambios profundos en la industria para maximizar su beneficio. En caso de que sea inviable se analizarán a profundidad las razones que llevan a esta inviabilidad y de igual manera se realizará una valoración financiera detallada de los posibles cambios profundos recién mencionados. Mediante una construcción de escenarios y análisis de sensibilidad se buscará medir los posibles impactos de estos cambios estructurales de la industria nacional y determinar cuál de estos lograría maximizar el beneficio para los diferentes actores del mercado.

### **Palabras clave**

Industria de licores, mercado de licores, impuestos a los licores, reforma tributaria, tratados de libre comercio, privatización de empresas públicas, salud pública.

## 2. Introducción

El mercado de licores en Colombia ha estado marcado por constantes cambios en las condiciones bajo las cuales se produce y se comercializa el producto. Los principales actores de este sector han competido en un mercado inestable y en algunos casos inequitativo que ha generado distorsiones que dificultan la transparencia y eficiencia del negocio de las bebidas alcohólicas en Colombia.

En Colombia actualmente existe un esquema de tasas impositivas diferencial sobre las bebidas alcohólicas, el cual depende del grado de alcohol que contienen las botellas. Aunque hasta la fecha parece funcionar correctamente el esquema, existen expertos que aseguran que la creación de impuestos diferenciales sobre las bebidas alcohólicas genera distorsiones en el consumo (Lloyd, 2010). Para un país como éste, donde el mercado ha presentado crecimientos significativos de un 34% en tamaño durante los últimos años tal como lo demuestran recientes estudios (Euromonitor International, 2013), establecer una política impositiva correcta sobre las bebidas alcohólicas resulta ser una tarea primordial para el estado.

### 2.1 Planteamiento del problema

Como es de esperarse el incremento en ventas mencionado, viene acompañado de un crecimiento del 90.5% en el recaudo del gobierno (Fedesarrollo, 2012), lo cual se podría ver como algo positivo para el país, sin embargo, este crecimiento ha potenciado algunos problemas íntimamente ligados a este sector como lo son el contrabando y la falsificación. Las pérdidas ocasionadas por los mencionados aspectos ascienden a 1.500 millones de dólares anuales a nivel tributario (Fedesarrollo, 2012). Lo anterior da una señal sobre las imperfecciones que existen en el modelo tributario actual.

Además de la ya complicada estructuración tributaria que una nación debe establecer, algunos expertos recalcan que el establecer impuestos sobre las bebidas alcohólicas, debe obedecer a políticas de control sobre los efectos que puede generar en la población (Fogarty & Jakeman, 2011). Sin embargo, consideramos que reducir la visión de análisis sobre la tasa impositiva a solamente este aspecto, implica riesgos sociales mayores como serian un aumento en el desempleo y una reducción en los ingresos para el estado. Adicionalmente para el caso de Colombia, existe un nuevo factor a tener en cuenta, pues en los tratados de libre comercio firmados con Estados Unidos y la Unión Europea, se contempla y al mismo tiempo se exige un escenario que ponga en igualdad de condiciones a los productores locales con las empresas importadoras de bebidas espirituosas. De

igual manera, la intención del gobierno de que Colombia haga parte de la OECD, exige modificaciones similares.

## **2.2 Pregunta de investigación**

El mercado de las bebidas alcohólicas presenta ciertas especificidades que obligan al investigador a evaluar una posible reforma tributaria desde varias perspectivas. Dentro de la literatura encontrada se mencionan tres tipos de imperfecciones dentro del mercado de bebidas alcohólicas que hacen necesaria la intervención del estado en el consumo (falta de información, problemas de auto control y externalidades) adicionalmente existe una cuarta razón la cual es estrictamente política, el paternalismo (Clarke, 2008). La tarea del estado y más específicamente del fisco se convierte en hallar un equilibrio en el control sobre cada uno de estos aspectos. Lo anterior resulta fácil de concluir pero bastante complicado de aplicar.

El paternalismo por parte del estado en este contexto ha llevado a la creación de figuras en ocasiones en contravía de un libre mercado como lo es el monopolio rentístico de empresas departamentales el cual a lo largo de los últimos años ha disminuido la competitividad del sector y ha generado ineficiencia que suele resultar en quiebras de algunas productoras durante los últimos años (Fedesarrollo, 2012). A excepción de 2 licoreras departamentales, las 7 empresas restantes de la industria local se encuentran en situaciones delicadas o al borde de la quiebra (Fedesarrollo, 2012).

Todos estos problemas nos llevan a una pregunta clave, y es ¿Cómo se podría maximizar el beneficio de una reforma tributaria sobre la industria de licores espirituosos en Colombia?

## **2.3 Hipótesis**

Las condiciones de las empresas importadoras de licores en Colombia con una reforma tributaria solo podrían mejorar su situación ya que les permitiría competir en igualdad de condiciones con la industria local. Por otro lado, el estado a partir de un análisis de impactos económicos podría buscar el esquema que le permita mantener e incluso aumentar su recaudo. Sin embargo para la industria local, la cual se encuentra en la situación que se presentó anteriormente, creemos que una privatización, el uso de estrategias de tercerización o modelos mixtos de dichas compañías, permitiría generar un impacto positivo dentro del funcionamiento del mercado en general.

La evaluación detallada del enunciado anterior nos permitirá concluir si la privatización o la búsqueda de un modelo estructural diferente en la industria local, permitiría incrementar la

competitividad en el sector de los licores en Colombia minimizando su impacto negativo e incluso llegando a una situación favorable.

## 2.4 Objetivos

El principal objetivo de este estudio es demostrar que mediante una privatización, concesión, tercerización de maquila o fusiones y adquisiciones en la industria local efectivamente se incrementaría la competitividad en el sector de los licores. Pero para poder lograr lo anterior debemos en primer lugar realizar un análisis de los posibles escenarios de una posible reforma tributaria en Colombia. Partiendo del resultado de los tipos de escenarios, es necesario verificar que los efectos de una reforma tributaria se encuentren alineados con los objetivos planteados en los Tratados de Libre Comercio (TLC), si esta condición no se cumple, sabemos que la reforma no será aprobada bajo ningún motivo. En tercer lugar buscamos identificar los efectos de la reforma en la reducción del contrabando y la falsificación. Este aspecto permitiría mostrar los posibles beneficios para el mercado. Adicional a los análisis anteriores, debemos determinar los impactos que la reforma traería para cada uno de los actores relevantes de manera profunda (Gobierno, industria local, importadores y consumidores). Este análisis nos permitirá identificar la sensibilidad de los impactos en cada jugador. Por último, se buscará identificar las causas y particularidades que generan ineficiencia en la gestión de la industria local.

## 2.5 Estado del Arte

El enfoque del estudio nos permite revisar literatura desde los siguientes cuatro aspectos: (i) relación de demanda y consumo, (ii) impacto sobre la industria local, (iii) impacto sobre los importadores y (iv) el papel del gobierno con cada uno. No se encontró un estudio que pudiera separar los impactos pues entendemos que los efectos están relacionados entre sí y en cada uno el gobierno es un común denominador.

En cuanto al papel que juega la demanda, el consumidor y el gobierno dentro de todo el sistema se puede decir que el principal enfoque de estudio es el impacto negativo que el alto consumo pueda generar sobre la salud y por lo tanto, el papel que los gobiernos deberían adoptar para mitigar los efectos negativos. (Patra, Giesbretch, Jurgen, Bekmuradov, & Popova, 2012)

Sin embargo este no ha sido el único enfoque de estudio, existen enfoques económicos y de impactos sociales, como el realizado por McLure & Thirsk (1978), en el cual se realiza un estudio sobre la inelasticidad del precio de la bebidas espirituosas y el tabaco, lo cual genera un efecto



negativo en los ingresos de la población dado un incremento en los impuestos sobre dichos artículos. Este estudio incluye el uso de una modelación de series de tiempo y de corte transversal pues aunque existen diferencias en los resultados considera conveniente presentarlos de ambas maneras. Los resultados empíricos sugieren probar con ambos para cada caso en particular.

Existen estudios que respaldan la teoría planteada por los autores anteriores y que agregan que no solo afectan a la población en general, sino que afectan en mayor proporción a la población de menores ingresos (Shah & Whalley, 1991). Dentro de este mismo estudio se realiza un análisis sobre como un mal manejo en la estructura impositiva sobre este tipo de productos puede promover la generación de mercados negros, ya que el enfoque de los modelos impositivos de un país es el factor determinante de cómo se comportara dicho mercado. El modelo planteado por los autores permite identificar los principales problemas al realizar una estimación adecuada. El primero es la dificultad para conseguir información confiable y actualizada y el segundo, la particularidad que debe ser incluida dentro del modelo dadas las condiciones socio-económicas que diferencian los tipos de mercados. Recomiendan elaborar un modelo de mayor robustez, el cual como mínimo deberá incluir los siguientes cuatro componentes: (i) la reducción de impuestos y la liberación del mercado, (ii) un marcado énfasis en la producción o los impuestos sobre el consumo, en particular el valor del impuesto sobre las ventas, (iii) reducción de los impuestos sobre las personas y consolidación de las categorías de usuarios y (iv) una disminución de los impuestos corporativos asegurando incentivos que motiven mayor inversión extranjera. El modelo que logre incorporar estos conceptos en conjunto con las particularidades de cada zona permitirá modelar adecuadamente el esquema óptimo de la relación entre el modelo impositivo y el beneficio económico como país.

Adicionalmente se debe tener claro que un análisis de tasas impositivas no debe realizarse a partir de estudios anteriores, y menos cuando se trata de un país en vía de desarrollo como Colombia. Esto es respaldado por (Meerman, 1980) quien está en total desacuerdo con la investigación realizada por (McLure & Thirsk, 1978), específicamente en tres aspectos, (i) las elasticidades en la demanda de países desarrollados es diferente a los subdesarrollados por lo que se debería incluir una diferenciación, (ii) los autores no tienen en cuenta los daños que genera el alcohol y (iii) el análisis de impactos no solo debería estar dado por precio-demanda, se deberían tener en cuenta otros aspectos. Considerando la crítica presentada por Meerman se considera de suma importancia realizar un análisis global, donde se pueda tener una perspectiva más clara sobre la relación entre los agentes y el mercado para el caso colombiano.

De acuerdo a los planteamientos anteriores podemos concluir que el efecto de los impuestos no puede ser catalogado como progresivo, pues los resultados indican que en los países desarrollados

los impuestos sobre el tabaco y las bebidas espirituosas resultan ser regresivos. Lo anterior significa que la población con menores ingresos son sobre quienes se presentan los mayores impactos. Esta población simultáneamente suele ser la que presenta un mayor consumo de este tipo de productos. ¿Sí esto sucede en los países desarrollados, como será dentro de los países en vía de desarrollo? (Shah & Whalley, 1991)

Adicional a los estudios realizados sobre impactos, consideramos importante destacar la clasificación que realizan (Shah & Whalley, 1991), donde determinan la existencia de cinco tipos de impuestos, el de ingresos, el corporativo, el de venta, el de propiedad y el de seguridad social. Cada uno de estos impuestos tiene efectos diferentes por lo que se deben usar diferentes enfoques de análisis para cada uno de ellos. Para nuestro estudio nos enfocaremos en los impuestos sobre las ventas y en los corporativos pues son los que impactaran sobre nuestros resultados.

Como segundo aspecto a revisar tenemos la eficiencia de los productores nacionales y es en este momento cuando se inicia la discusión sobre el papel del estado dentro del manejo de la industria y su eficiencia. Las razones que se presentan de lado y lado son numerosas y vienen formadas desde las escuelas económicas sobre el rol del estado en la sociedad, donde dependiendo de la situación pueden llegar a aplicar diferentes teorías en algún momento. Quienes se encuentran en contra de la participación activa del estado se han planteado identificar el beneficio de procesos como la privatización de empresas estatales, destacando los siguientes aspectos: mejoras en los servicios, reducción del gasto público, reducción de burocracia, aumento de ganancias del gobierno por medio de impuestos sobre las ventas y reducir el poder de los sindicatos. (Barnekov & Raffel, 1990)

El estudio realizado por Kikeri y Nellis (2004), presenta un dato bastante importante y es que en países desarrollados donde se han llevado a cabo procesos de privatización se calculó que las entidades manejadas por el estado presentaban perdidas de aproximadamente entre el 5% y el 6% del producto interno bruto de un país. Las principales razones de estas pérdidas son la falta de competencia, la alta cantidad de empleados y la regulación de precios.

En el mismo estudio existe un análisis sobre opiniones que no están de acuerdo con los procesos de privatización, destacándose el impacto psicológico sobre la población que puede generar anunciar un proceso de este tipo. El que se presente este miedo sobre la población está sustentado en los siguientes tres aspectos: (i) abriendo el mercado a competencia en lugar de mantener un monopolio presenta el mismo efecto que privatizar la compañía sin tener que venderla, (ii) el aumento en el desempleo al cambiar las políticas de contratación y (iii) los beneficios que una privatización pueda traer serán únicamente recibidos por los accionistas e inversionistas. Los mismos autores

incluso argumentan que la percepción sobre corrupción en estas situaciones puede aumentar la mala imagen. La clave para poder llevar a cabo un proceso de privatización exitoso, dependerá de un trabajo en conjunto entre el gobierno, la industria y la correcta divulgación a la población.

Los datos respaldan la necesidad de disminuir la participación del estado sobre la industria, en Latinoamérica y el caribe en los últimos 15 años fue la zona donde más procesos de privatización se presentaron (Kikeri & Nellis, 2004), lo cual no significa que la zona se encuentre a la vanguardia, el autor simplemente enfatiza sobre el retraso que se presentaba en la región, pues continentes como Asia, Europa y Norte América pasaron por ese boom 30 años antes. Es claro que los efectos de la privatización serán dados sobre la forma como se maneje la situación. En general los estudios realizan una evaluación del antes y el después de la privatización, y aunque han sido numerosos (La porta & Lopez-De-Silanes, 1997; Pinheiro, 1996; Tóroero & Pascó-Font, 2001; Macedo, 2000) los resultados no pueden ser generalizados, como lo prueba el estudio realizado por (McKenzie & Mookherjee, 2002) cuando decidieron llevar a cabo un estudio para identificar el beneficio general de los procesos de privatización llevados en toda la región latinoamericana. En conclusión encontraron un beneficio para las industrias privatizadas y una mejora en el servicio para los consumidores sin embargo resaltan que no existen los números exactos para determinar financieramente el valor de dichos beneficios pues obtener la información para esto no fue posible.

En la industria licorera Colombiana el tema de realizar una privatización, concesión, tercerización de maquila o incluso pensar en fusiones y adquisiciones no es un tema que se pueda manejar a la ligera pues es un negocio que aporta aproximadamente el 2% al PIB<sup>1</sup> y que dentro de nuestro estudio al buscar maximizar el beneficio económico para el estado sin que el impacto sobre la situación social termine eliminando los impactos positivos termina por convertirse en un reto.

Para poder determinar los posibles beneficios de alguna de las reformas estructurales mencionadas en el párrafo anterior seguiremos el cuestionario sugerido por los autores Barnekov y Raffel (1990), respondiendo a las siguientes tres preguntas: (i) ¿Qué procesos en particular pueden realizar con mayor eficiencia las empresas privadas?, (ii) ¿Existe suficiente evidencia que la privatización o procesos similares resultaran beneficiosos dado el sector? y (iii) ¿Cómo se pueden comparar los costos en los que incurre el estado actualmente versus los costos en los que incurrirá la entidad

---

<sup>1</sup> Información tomada de la página del banco de la república serie *producto interno bruto trimestral a precios constantes de 2005 por ramas de actividad económica - miles de millones de pesos* para el total del año 2014

siendo modificada?. Entendemos que este tema puede llegar a presentar un impacto negativo sobre el índice de empleo en un país, pero es un tema que hasta ahora no ha sido probado en ningún estudio realizado (Kikeri & Nellis, An Assessment of Privatization, 2004) y por lo tanto dentro de este estudio no será profundizado.

El último tema de análisis de literatura es el de los impactos sobre la industria importadora. En este tema los estudios no han sido numerosos, pero los pocos autores que se han interesado por incluir a este agente dentro de sus análisis destacan la importancia de mantener una igualdad de condiciones entre las tasas impositivas que tienen los agentes importadores y la industria de producción local. Claro está que esto se encuentra sujeto a la situación económica por la que atraviese el país en cada momento, además de las metas propuestas. Además de ser importante en la literatura, este tema se ha convertido para Colombia en una prioridad dado su manifiesto interés de pertenecer a la OECD donde claramente estos puntos constituyen un obstáculo para su aceptación en la comunidad (Organization for Economic Co-operation and development (OECD), 2014).

Existen teorías de proteccionismo económico, las cuales tratan sobre la industria local y como ésta deberá ser protegida frente a los competidores extranjeros, pero este tipo de ideología desconoce la mejora que un país en libre competencia puede traer a los usuarios en cuanto a calidad de producto y una mejor formación de precios.

Adicionalmente existen temas que han sido tocados por encima en varios de los estudios ya mencionados y que dentro de nuestro análisis serán tratados con sumo cuidado y atención pero limitados dado el tiempo y la información con la que disponemos, estos son la evasión de impuestos y la formación de mercados negros. Dentro del estudio de un autor ya mencionado (Shah & Whalley, 1991), destacamos la conclusión sobre la existencia de una relación directa entre el incremento de la evasión y el incremento de los impuestos. En mayor detalle, explican que al asumir una carga impositiva alta, los afectados en búsqueda de mantener un precio competitivo en el mercado, deciden mantener un presupuesto para los posibles sobornos, siendo este valor significativamente menor al que se enfrentarían si se realizara la correcta aplicación de la tasa impositiva.

Algunos autores han analizado en detalle este tipo de sucesos pero no serán sujeto de profundización sobre nuestro estudio por lo que no serán desarrollados en este documento pero vale la pena destacarlos para quienes decidan profundizar en ellos. Encontramos el estudio realizado John McLaren (1998) quien dentro de sus análisis plantea un modelo de óptima relación entre un sistema de impuestos y el correcto funcionamiento de un mercado. Relación teoría con experiencia,

el autor logra modelar una función de equilibrio entre los gastos en los que incurre un gobierno para ejercer control sobre el pago de impuestos, el valor de los impuestos, los tipos de productos y los posibles sustitos con sus respectivos precios. En conclusión el autor presenta una senda de costos donde dadas las características del mercado se deberá buscar acomodarse lo más cercano a los valores presentados.

Como podemos ver existen enfoques sobre los temas que pretendemos profundizar y enlazar en el estudio que presentamos a continuación, lo cual nos da un punto de partida más adelante del esperado. Lastimosamente no encontramos un estudio para Colombia, lo cual es negativo y al mismo tiempo es positivo, lo primero porque partimos de cero, lo segundo porque seremos pioneros en este tipo de investigación.

## 2.6 Metodología

Para este trabajo se pretende desarrollar una investigación de tipo explicativa, donde se buscará recolectar en un principio información financiera de las empresas productoras nacionales, específicamente los estados financieros, profundizando en las ventas, el consumo, las importaciones, exportaciones de licores en Colombia, los valores de tasas impositivas y la recolección de impuestos por parte del estado. Como mencionamos anteriormente la búsqueda de información corresponde a la tarea más complicada al abordar este tipo de análisis, así que el proceso de depuración de datos y la calidad de las fuentes deberá ser revisada con el mayor grado de detalle posible. Se filtrará la información de acuerdo a pruebas de estadística básica junto con los análisis de comportamiento, tendencias y correlaciones.

Buscaremos realizar una valoración de la situación financiera que viven actualmente las licoreras departamentales, buscando entender un poco más a fondo su estructura, las necesidades de capital de trabajo, los recursos que necesitan para desarrollar sus actividades, los costos de deuda y de capital propio (Metodología CAPM)<sup>2</sup>. El análisis en un principio se basará en comparar la valoración de firma dado un valor presente de sus flujos de caja operacional y la inclusión de activos y pasivos no operativos, adicional usaremos como parámetros de comparación de razones financieras de rentabilidad, de tipo operacional y de liquidez. El objetivo es poder realizar

---

2 El Capital Asset Pricing Model, o CAPM (trad. lit. Modelo de Fijación de precios de activos de capital) es un modelo frecuentemente utilizado en la economía financiera. El modelo es utilizado para determinar la tasa de rentabilidad teóricamente requerida para un cierto activo, si éste es agregado a un portafolio adecuadamente diversificado y a través de estos datos obtener la rentabilidad y el riesgo de la cartera total. El modelo toma en cuanto la sensibilidad del activo al riesgo no-diversificable (conocido también como riesgo del mercado o riesgo sistémico, representado por el símbolo de beta ( $\beta$ ), así como también el rentabilidad esperado del mercado y el rentabilidad esperado de un activo teóricamente libre de riesgo. (Fuente: <http://www.encyclopediainanciera.com/gestioncarteras/capm.htm>)

comparaciones entre dos escenarios, el primero será en el que el estado no realice una reforma tributaria mientras el segundo será bajo una reforma. Cada uno de estos escenarios tendrá variaciones y análisis de sensibilidades respecto a conceptos como reducción del contrabando, y reducción de falsificación y adulteración.

## **2.7 Resultados esperados**

Con los resultados de los dos escenarios anteriores se espera identificar si al realizar un proceso de privatización, de concesión, o de tercerización de maquila incluso un análisis sobre fusiones y adquisiciones de la industria licorera nacional permite maximizar el efecto de una reforma tributaria. El tipo de esquema resultante se basará en los análisis de beneficios económicos que cada uno incorporaría dentro del sistema. En la parte final del trabajo, herramientas como la valoración de empresas y la valoración de fusiones y adquisiciones serán determinantes para establecer de manera robusta si una privatización de la industria nacional o alguno de los modelos mencionados anteriormente permiten demostrar lo planteado. Dada la complicada situación actual de la industria nacional, las herramientas de valoración permitirán demostrar que el escenario actual no es sostenible, y también permitirá encontrar estrategias financieramente viables que le permitan a la industria nacional maximizar sus beneficios y adaptarse a un modelo viable y sostenible en el tiempo en un mercado de competencia transparente.

## **3. Marco Teórico**

Luego de analizar en detalle las corrientes que han estudiado la problemática de este proyecto, es necesario establecer algunas bases teóricas que permitan evaluar y posteriormente juzgar los resultados que se obtendrán. A continuación se buscará contextualizar tres conceptos que serán vitales para el entendimiento y posteriores juicios acerca del proyecto como lo son i) los impuestos a los licores, ii) la ilegalidad, iii) la apertura comercial y finalmente iv) distintos conceptos relacionados con la privatización u otros cambios estructurales en empresas públicas.

### **3.1 Impuestos e ilegalidad**

Comenzaremos entonces, con una definición e interpretación del centro del problema que queremos tratar que en este caso serán los impuestos, su definición, sus objetivos y las posibles consecuencias de sus cambios en el mercado, buscando también encontrar un vínculo teórico entre estos y la ilegalidad.

Según (Plazas Vega, 2005), aunque generalmente los fines de los tributos son fiscales y relacionados con el “deber de contribuir”, en ocasiones sus objetivos se centran en estimular, reducir o impedir un determinado comportamiento; basándose en esta afirmación, y teniendo en cuenta que los impuestos pueden tener objetivos diferentes, buscaremos explicar por qué en el mercado colombiano, los impuestos de licores no se limitan solo a reducir o impedir un comportamiento sino que al mismo tiempo constituye una fuente considerable de ingresos para los departamentos que se clasificarían como tributos fiscales.

Como primera aproximación evaluaremos el impuesto desde una perspectiva de control de consumo, en este campo nos basaremos en las conclusiones de (Patra, Giesbretch, Jurgen, Bekmuradov, & Popova, 2012) quienes luego de hacer una revisión exhaustiva de literatura relacionada llegan a la conclusión de que los impuestos y sus efectos sobre el precio de los licores tienen el mayor efecto de control sobre el consumo y los problemas relacionados con el consumo de alcohol en la población. De esta manera es posible concluir que a mayor impuesto, mayor impacto sobre la reducción del consumo de bebidas alcohólicas y los problemas inherentes a este, sin embargo esta premisa no implica que a mayor impuesto mayor recaudo debido a que el consumo se reduciría considerablemente o migraría a otros grupos de productos con menos graduación alcohólica como la cerveza o los derivados de la uva. Esta teoría la confirma un estudio realizado por (Gruenewald, Ponicki, Holder, & Romelsjo, 2006), donde reafirma la posición que una tasa impositiva alta sobre los licores espirituosos reduce el consumo o hace migrar el consumo hacia bebidas con niveles más bajos de alcohol planteando que las bebidas alcohólicas son un bien sustituible y que el precio final del producto será el principal factor de decisión para migrar.

Dejando clara la intención extra-fiscal de los impuestos a los licores, ahora abordaremos este tema desde el punto de vista fiscal o de recaudo del gobierno. Antes de detallar el recaudo mediante impuestos de parte del gobierno es importante remontarse a la constitución política colombiana de 1991 que en su artículo 336 declaró lo siguiente: “Ningún monopolio podrá establecerse sino como arbitrio rentístico, con una finalidad de interés público o social y en virtud de la ley” lo cual se complementa con “Las rentas obtenidas en el ejercicio del monopolio de licores, estarán destinadas preferentemente a los servicios de salud y educación”. Entonces según la constitución, los departamentos tienen la posibilidad de ejercer un monopolio rentístico sobre el mercado de los licores en sus departamentos con la condición de destinar estos recursos a los servicios de salud y educación. Teniendo esto claro es importante detallar como se compone el impuesto a los licores cobrado por los entes territoriales en Colombia, según la Ley 788 de 2002 en el artículo 54 el impuesto al consumo con el que se gravan los licores incluye dentro de su composición una porción

de IVA cedido (35%), el cual en un setenta por ciento (70%) estará destinado a la salud y en un treinta por ciento (30%) destinado al deporte dentro de la misma entidad territorial recaudadora del impuesto, de la porción restante (65%), el departamento deberá destinar al menos el 8% al sector salud y el restante será de libre destino.

Evaluando detalladamente la composición de este impuesto y teniendo en cuenta que los impuestos a las bebidas alcohólicas y al tabaco constituyen una porción importante de los ingresos de los departamentos tal como lo explica (Plazas Vega, 2005) en su explicación teórica de los impuestos departamentales, es importante recalcar la importancia que tiene este recaudo no solo para el sector salud sino para las arcas de los entes territoriales en el país. Un análisis detallado de este recaudo y su importancia en los departamentos será tratado más adelante en este estudio.

Teniendo en cuenta los fines fiscales y extra-fiscales del impuesto a los licores en Colombia, se identifican claramente dos pilares: primero el pilar social donde por un lado los impuestos cumplen una función social de reducir o limitar el consumo de bebidas alcohólicas y por otro lado el recaudo proveniente de estos impuestos financia de manera importante los sectores de salud y educación; segundo el pilar fiscal de los departamentos donde el ingreso proveniente de estos impuestos constituye una parte importante de la financiación propia de los departamentos y de los que por constitución pueden ser acreedores.

Basándose en lo anterior, sería lógico concluir o recomendar un incremento en los impuestos que reduzca el consumo y a la vez de manera relativa pueda incrementar la inversión en salud y educación, sin embargo existe una situación puntual de algunos países de los cuales Colombia hace parte y que describe muy bien (Chaiyasong, y otros, 2011) al decir que unos impuestos altos o un incremento en los impuestos con fines extra-fiscales de reducir el consumo pueden generar una preocupación lógica y es que el consumo pueda migrar hacia consumo ilegal, especialmente hacia licores que no pagan impuestos los cuales serán significativamente más económicos. En este punto se hace importante recordar los tipos de imperfecciones dentro del mercado de bebidas alcohólicas que menciona (Clarke, 2008), entre las que se encuentran la falta de información representada por la falta de herramientas para monitorear de manera exacta y confiable el consumo de licores en el país, los problemas de autocontrol donde las entidades territoriales tienen funciones en algunos casos incompatibles y las externalidades donde se podría clasificar el ambiente de falta de control que se convierte en propicio para la ilegalidad.

Entonces teniendo en cuenta estos factores y la situación anteriormente descrita que trata la ilegalidad, es la tarea del estado y en este caso particular de los entes territoriales encontrar un



equilibrio entre estos factores que le permitan al mercado de licores operar en un ambiente transparente, justo y que a la vez maximice el beneficio para los principales actores.

### **3.2 Apertura económica y tratados de libre comercio**

Continuando con la contextualización y construcción de bases teóricas para el estudio, es necesario encontrar las razones y las condiciones de mercado que han puesto sobre la mesa la discusión de una reforma tributaria a los licores en Colombia. Las posturas políticas de los últimos gobiernos nacionales frente a la apertura económica y la intención manifiesta del país de ingresar a comunidades económicas internacionales junto con la firma de diferentes tratados de libre comercio con Estados Unidos, la Unión Europea y Corea del Sur entre otros, han despertado ciertas dudas en cuanto a que tan adaptado se encuentra el país para actividades de comercio internacional.

Según (Zeigler, 2009) en su estudio acerca de los tratados de libre comercio y su relación con la industria de los licores, el libre comercio trae consigo generalmente beneficios significativos como una mejora importante en la competitividad y en la eficiencia de la industria nacional mediante una reducción de los precios, mayor variedad y una mejor calidad percibida por el consumidor. Estos beneficios se logran mediante el cumplimiento de algunos requerimientos mínimos a los que los países se obligan al firmar un tratado entre los que tal vez el más importante de todos consiste en la igualdad de condiciones de mercado para los productos de ambos países signatarios particularmente en temas relacionados con regulación y con impuestos. Zeigler (2009) también menciona en su estudio que la igualdad de condiciones para los productos locales e importados es una condición necesaria aunque no suficiente, ya que pueden existir otros factores que causen un ambiente de discriminación a nivel de comercio; esta afirmación nos lleva a considerar factores como el monopolio departamental y el control del contrabando, entre otros, con el fin de garantizar un ambiente completamente transparente y equitativo para los jugadores.

La OECD (Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico) es una de las organizaciones más importante a nivel mundial en lo referente a economía y comercio internacional, el pertenecer a esta organización es visto mundialmente como un sinónimo de desarrollo económico y se convierte en un título de gran importancia a nivel político. El gobierno colombiano tiene entre sus objetivos conseguir su entrada a esta organización a lo cual la OECD respondió realizando un estudio de apertura económica sobre Colombia. Antes de analizar en detalle las conclusiones de este estudio es importante identificar la importancia que tiene para el país luego de firmar varios acuerdos de libre comercio pertenecer a esta organización. En uno de los capítulos del estudio realizado por la OECD, se analiza la actualidad del mercado de licores en

Colombia, dentro de lo cual cabe subrayar lo siguiente: *“El actual sistema tributario a los licores en Colombia, a pesar de haber sido simplificado en el 2002, continúa discriminando entre licores locales e importados. El actual sistema incluye dos tasas de impuesto dependiendo de la graduación alcohólica del producto: a) una tasa de \$280 pesos por grado alcohólico para una botella de 750cc de productos con menos de 35° de alcohol, y b) una tasa de \$459 pesos por grado alcohólico para una botella de 750cc de productos con más de 35° de alcohol. Como el aguardiente casi exclusivamente se encuentra debajo del límite establecido, mientras que la gran mayoría de bebidas espirituosas importadas caen en el rango superior, la regulación pareciera de facto tener un efecto discriminatorio contra las bebidas importadas.”* (Organization for Economic Co-operation and development (OECD), 2014). Este texto de evaluación de la OECD menciona algunos puntos clave que consideran que pueden ser barreras en el momento de permitir la entrada de Colombia a la comunidad, entre estos puntos se encuentran la discriminación tributaria, los altos niveles de impuestos en relación al contrabando, los monopolios departamentales, las prácticas anti-competencia de los departamentos y finalmente la corrupción en los procesos relacionados al ingreso de productos importados a los departamentos. (Organization for Economic Co-operation and development (OECD), 2014).

Estos y otros estudios acerca de la apertura económica y tratados de libre comercio evaluados coinciden en que el país en este momento no presenta un ambiente transparente y justo para jugadores locales y extranjeros, lo cual se convierte en una barrera importante no solo para acceder a organizaciones económicas internacionales sino para la implementación de compromisos ya adquiridos con la firma de los actuales tratados de libre comercio TLC's.

### **3.3 Privatización de empresas públicas**

Existen muchos estudios y análisis a favor y en contra de la privatización de las empresas estatales, conceptos como productividad, eficiencia, corrupción, control estatal nos darán herramientas para juzgar más adelante en este estudio si es conveniente o no una privatización de las llamadas licoreras departamentales.

Según (Zeigler, 2009) los tratados de libre comercio y la apertura económica han traído consigo un giro a nivel global hacia la privatización de empresas estatales o públicas abriendo los mercados a la competencia global y a las corporaciones multinacionales. Este autor también menciona la existencia de fuertes críticas a la existencia de empresas estatales en países signatarios del GATT (Acuerdo Global de Comercio y Tarifas), del cual Colombia hace parte desde 1981, estas críticas parten del concepto de que existe gran presión por parte de este acuerdo de privatizar compañías y

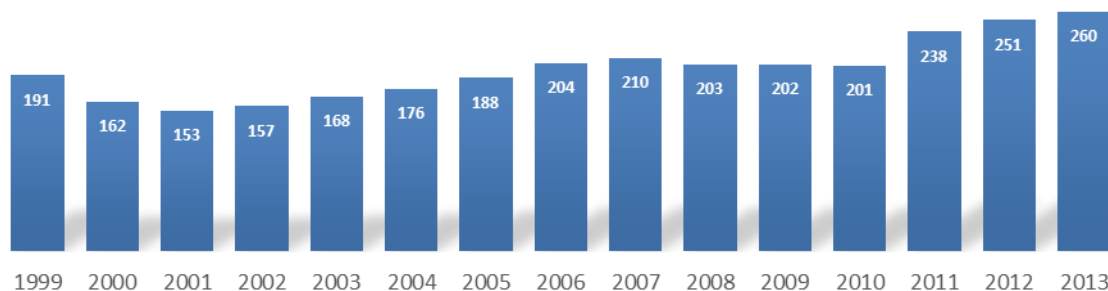
algunos monopolios ejercidos en estos países debido a que estas figuras no son compatibles con los principios de competitividad y globalización de la economía (Zeigler, 2009).

Un estudio realizado por (Kikeri & Nellis, 2004) acerca de la privatización, después de analizar algunas oportunidades y riesgos de la privatización menciona que es necesario enfatizar en políticas de control y marcos de control de las entidades estatales que lleven a un proceso sano de privatización o de colaboración público-privada que le permita al estado mantener control mientras hace más eficiente su operación. Más adelante en el estudio presentaremos en detalle las oportunidades y los riesgos de varias figuras de privatización parcial y completa de las licorerías departamentales evaluándolas con los conceptos recién analizados en esta contextualización.

#### 4. Contexto de mercado

El mercado de licores en Colombia ha crecido en los últimos 5 años a una tasa cercana al 4% y se pronostica un crecimiento del 3% para los siguientes 4 años.

**Ilustración 1: Consumo de bebidas alcohólicas en Colombia**



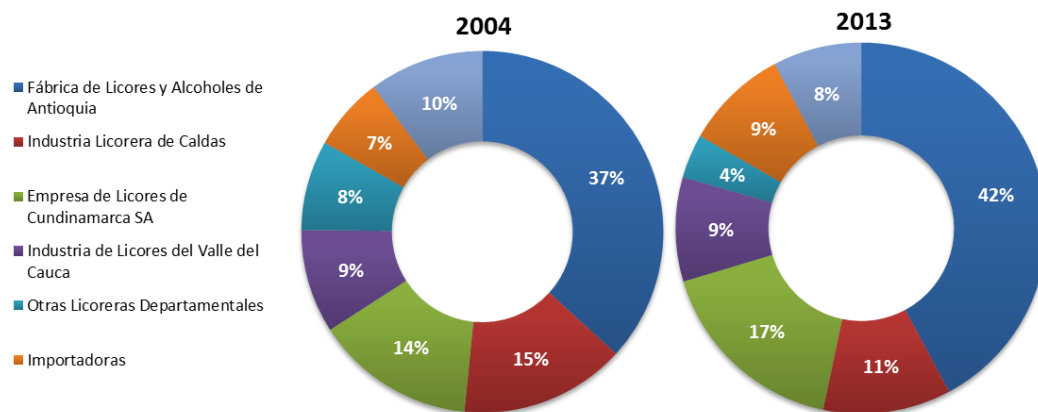
Fuente: Euromonitor International – Alcoholic drinks in Colombia (*Cifras en Millones, cajas de 9 litros*)

El consumo de licores en Colombia es bastante estable y tiene una tendencia positiva a pesar de sufrir un leve retroceso entre los años 2008 y 2010. Las ventas de bebidas espirituosas en el 2013 cayeron un 7% frente a las de 2012, sin embargo las importaciones aumentaron y en términos de balance de ventas fue un mejor año para las empresas importadoras que para las locales.

La participación dentro del mercado nacional es ampliamente dominada por la Fábrica de licores y alcoholes de Antioquia, la Industria Licorera de Caldas y la Empresa de Licores de Cundinamarca, quienes tienen el 70% de la participación del mercado en la actualidad. Las gráficas que se

presentan a continuación muestran la composición del mercado en el 2004 versus la composición actual. Se puede destacar como las empresas importadores han aumentado su participación del mercado al igual que las licoreras de Antioquia y Cundinamarca, mientras que la licorera de Caldas y las demás licoreras están perdiendo participación de manera significativa.

**Ilustración 2: Participación en el mercado de bebidas en Colombia – Excluyendo Cerveza**

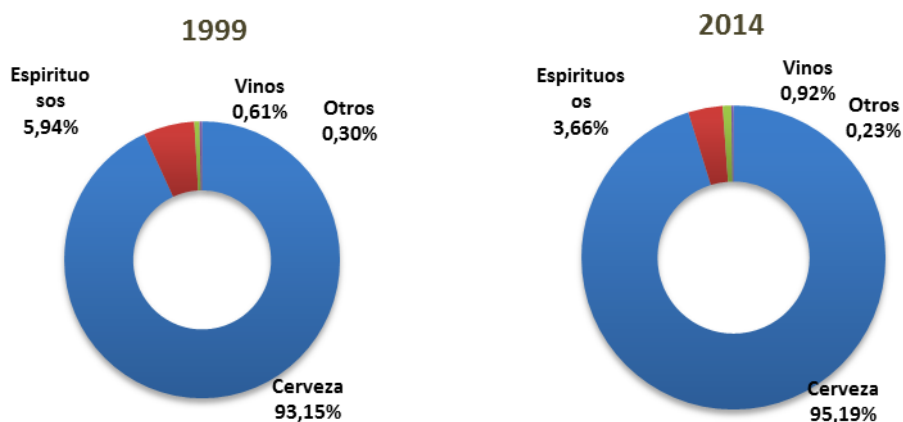


Fuente: Euromonitor International – Alcoholic drinks in Colombia

Los datos anteriores no incluyen las cervezas, pues como se presentará a continuación, las preferencias de consumo del país están fuertemente inclinadas hacia las mismas.

Las preferencias de consumo de los colombianos, se han mantenido constantes desde 1999 hasta el 2014, donde los vinos son el único grupo de bebidas que han aumentado su participación en el mercado además de la cerveza.

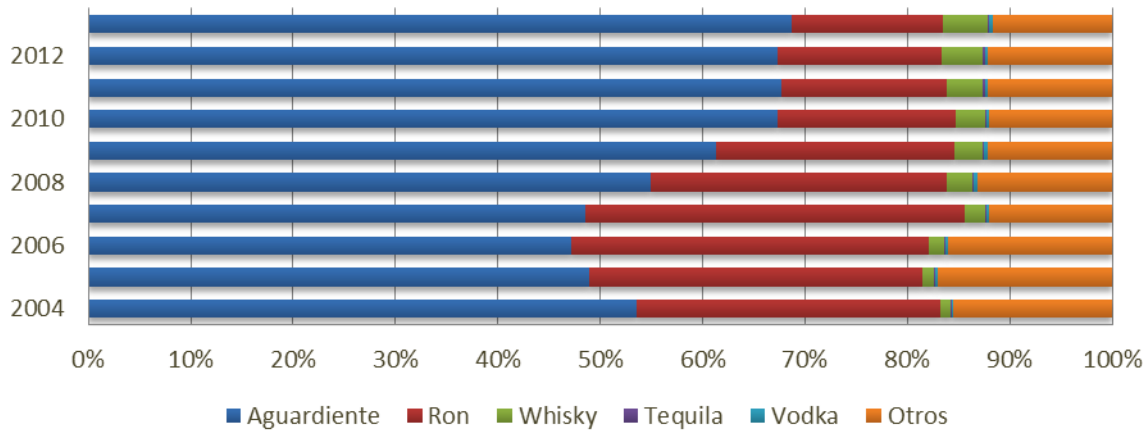
**Ilustración 3: Preferencias de consumo en Colombia**



Fuente: Euromonitor International – Alcoholic drinks

Sin incluir la cerveza, las preferencias en cuanto al consumo de bebidas espirituosas se pueden ver en la siguiente gráfica, donde el aguardiente y el ron local ocupan las primeras dos posiciones, sin embargo en los últimos años el whisky ha logrado robarle mercado al ron y con los cambios en aranceles e impuestos, puede aumentarse el porcentaje de participación del whisky un poco más:

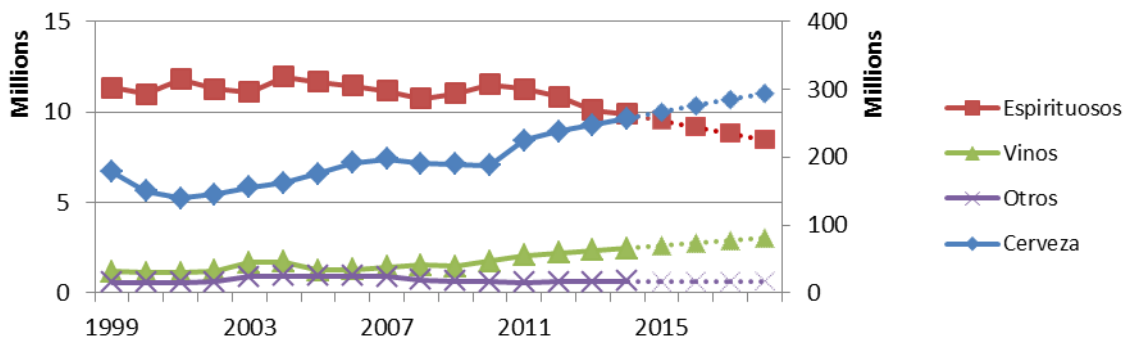
**Ilustración 4: Preferencias de consumo en Colombia - Excluyendo Cerveza**



Fuente: Euromonitor International – Alcoholic drinks in Colombia

Combinados los efectos la cerveza (eje secundario) y el resto de bebidas alcohólicas se puede apreciar la tendencia positiva mencionada anteriormente, donde se muestran beneficiados la cerveza, los vinos y otras bebidas, mientras que se ven fuertemente afectadas las proyecciones de las bebidas espirituosas, donde el principal tipo de licor consumido dentro de este grupo es el aguardiente:

**Ilustración 5: Proyección de crecimiento de bebidas en Colombia**

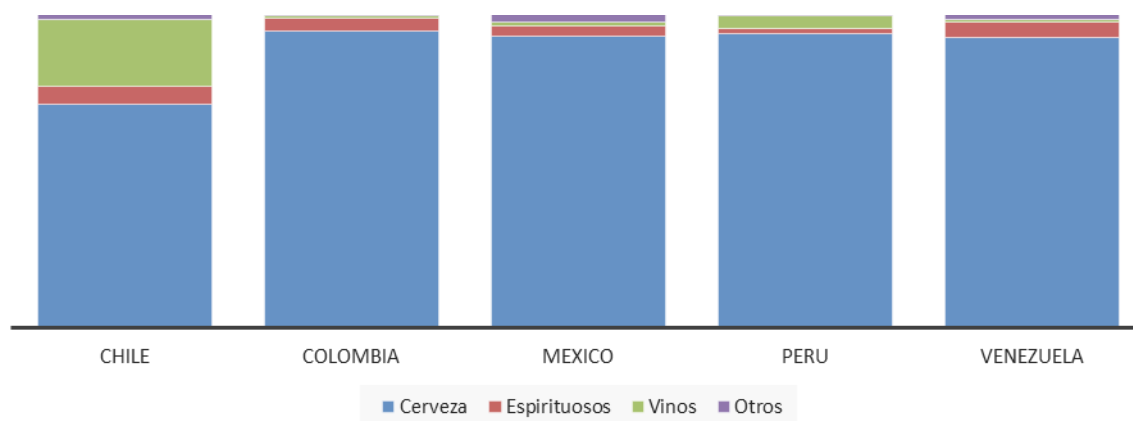


Fuente: Euromonitor International – Alcoholic drinks in Colombia

Es clave poder ubicar a Colombia dentro de un marco de comparación con países latinoamericanos con quienes se comparte un mercado de tamaño similar. La muestra cuenta con la presencia de México, Venezuela, Perú y Chile.

En la primera grafica podemos ver como la preferencia por la cerveza es un factor común, el único país de la muestra que cuenta con una participación de mercado significativa diferente a la cerveza es Chile con el consumo del vino.

**Ilustración 6: Comparativo de consumo de bebidas alcohólicas**



Fuente: Euromonitor International – Alcoholic drinks in Colombia

El consumo de cerveza per cápita es liderado por Colombia tal y como se puede apreciar en la siguiente tabla:

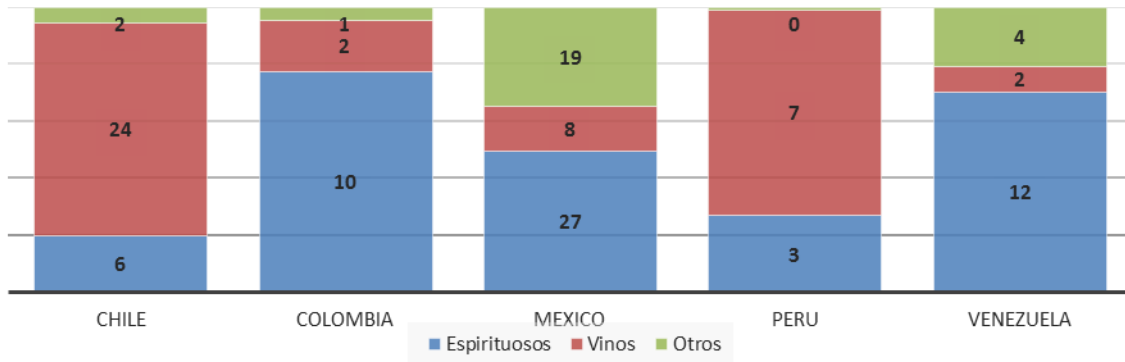
**Tabla 1: Participación de consumo de cerveza por país**

Chile	70,8%
Colombia	96,2%
México	94,2%
Perú	94,6%
Venezuela	92,4%

Fuente: Euromonitor International – Alcoholic drinks in Colombia

Ahora, excluyendo la cerveza de la comparación podemos ver la distribución de las preferencias en el consumo de otros tipos de bebidas alcohólicas entre cada país.

**Ilustración 7: Comparativo de consumo de bebidas alcohólicas - Excluyendo Cerveza**

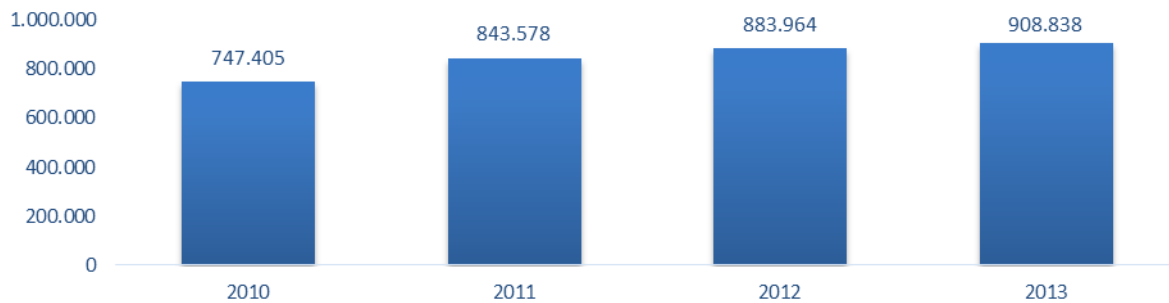


Fuente: Euromonitor International – Alcoholic drinks in Colombia

En Colombia la bebida espirituosa preferida por los consumidores es el aguardiente, sin embargo durante el 2013, el total de ventas cayó en un 5%. Dentro de los factores que afectaron las ventas se destaca el crecimiento de la venta ilegal, la adulteración de productos y una reducción en los precios de otras bebidas espirituosas debido a los beneficios de los tratados de libre comercio.

En Colombia se ha presentado un fenómeno de industrialización en la producción de bebidas ilegales, lo que afecta no solamente a la industria local sino a todos los actores principales. El panorama positivo de la economía Colombiana, se refleja en los cambios de consumo en los últimos años. Las ventas de las empresas importadoras ha aumentado tal y como se puede apreciar en los siguientes volúmenes de venta:

**Ilustración 8: Evolución ventas importadores de bebidas alcohólicas en Colombia**



Fuente: Euromonitor International – Alcoholic drinks in Colombia

Esta tendencia se va a mantener, e incluso puede aumentar, dado que uno de los puntos del tratado de libre comercio entre Colombia y Estados Unidos, implica la eliminación a las restricciones para comercializar bebidas alcohólicas entre departamentos en los próximos dos años. Adicional a lo anterior, en diez (10) años se deberá eliminar el arancel sobre las bebidas importadas, lo que obliga

a las empresas licoreras departamentales a convertirse en empresas eficientes para poder competir en el mediano plazo.

## 5. Impactos de la reforma

Una reforma tributaria sobre los licores impactaría a todos los agentes involucrados, razón por la que a continuación se presenta un análisis cualitativo a través de una matriz de debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades para cada uno de los actores principales. La base documental para este análisis fue tomada de Euromonitor (Alcoholic drinks in Colombia, 2013) y de Fedesarrollo (Una estimación de la adulteración y la falsificación de bebidas alcoholicas en Colombia, 2012).

Comenzaremos este análisis con el gobierno nacional quien aparte de ser uno de los principales beneficiados con el recaudo de impuestos de licores, debe velar por un ambiente de condiciones de igualdad y un mercado libre de ilegalidad. Los altos índices de contrabando y adulteración junto con la presión por parte de los tratados de libre comercio recientemente firmados constituyen principalmente la matriz DOFA del gobierno nacional.

**Tabla 2: Análisis DOFA Gobierno Nacional**

<b>Gobierno Nacional</b>	
<b>Debilidades</b>	<b>Amenazas</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Índices alto de contrabando</li> <li>• Falta de control sobre la comercialización de licores.</li> <li>• Desigualdad entre la industria nacional y la industria importadora.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Impacto del proceso de paz</li> <li>• Inestabilidad política</li> <li>• Sanciones al no cumplir con las condiciones de los tratados internacionales</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capacidad de establecer la regulación tributaria</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reducción del contrabando</li> <li>• Reducción de la ilegalidad</li> <li>• Ingreso a la OECD</li> <li>• Aumentar el recaudo de impuestos</li> </ul>
<b>Fortalezas</b>	<b>Oportunidades</b>

El gobierno departamental no solo es el principal beneficiado con el recaudo por la venta de bebidas alcohólicas sino también el principal accionista de las licoreras departamentales por lo cual se encuentra en una posición de intereses encontrados que lo pone en una situación de riesgos y oportunidades claramente significativos.



La situación actual de la industria nacional y el potencial riesgo de competir en un mercado en condiciones de igualdad complementan la información relativa al gobierno departamental ya que estos dos actores están estrechamente ligados.

**Tabla 3: Análisis DOFA Gobierno Departamental**

<b>Gobierno Departamental</b>	
<b>Debilidades</b>	<b>Amenazas</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fuerte dependencia de la industria de licores</li> <li>• Contrabando inter-departamental</li> <li>• Ineficiencia en las industrias</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crecimiento de la industria importadora</li> <li>• Reducción del recaudo</li> <li>• Cambios en las preferencias de consumo</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Conocimiento del mercado</li> <li>• Años de experiencia en el sector</li> <li>• Monopolio rentístico</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Desarrollo de productos de mejor calidad</li> <li>• Expansión a mercados internacionales</li> <li>• Reducción de la dependencia en las licoreras</li> </ul>
<b>Fortalezas</b>	<b>Oportunidades</b>

**Tabla 4: Análisis DOFA Industria Nacional**

<b>Industria Nacional</b>	
<b>Debilidades</b>	<b>Amenazas</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Contrabando inter-departamental</li> <li>• Ineficiencia en las industrias</li> <li>• Falta de innovación dentro de los procesos</li> <li>• Alta dependencia a su marca propia</li> <li>• Aversión a la competencia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crecimiento de la industria importadora</li> <li>• Cambios en las preferencias de consumo</li> <li>• Reforma tributaria</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Conocimiento del mercado</li> <li>• Años de experiencia en el sector</li> <li>• Monopolio rentístico</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Desarrollo de productos de mejor calidad</li> <li>• Expansión a mercados internacionales</li> </ul>
<b>Fortalezas</b>	<b>Oportunidades</b>

En relación directa con estos últimos actores se encuentran los grandes distribuidores de licores nacionales quienes compartirían de manera importante los riesgos que tiene la industria nacional. Reestructuraciones significativas al negocio nacional constituiría una oportunidad que podría cubrir los potenciales riesgos que traería consigo una reforma tributaria.

**Tabla 5: Análisis DOFA Distribuidores nacionales**

<b>Distribuidores</b>	
<b>Debilidades</b>	<b>Amenazas</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fuerte concentración en un solo producto/cliente</li> <li>• Informalidad en las relaciones con clientes/proveedores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reducción en el consumo de productos nacionales</li> <li>• Formalización de contratos (Regulación)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Conocimiento del mercado</li> <li>• Red de distribución establecida</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mejoras en el servicios</li> <li>• Innovación</li> <li>• Servicio al Cliente</li> <li>• Mercado Inter-departamental</li> </ul>
<b>Fortalezas</b>	<b>Oportunidades</b>

Por otro lado se encuentran las compañías importadoras y comercializadoras de licores que han competido los últimos años en un ambiente claramente inequitativo y restrictivo por lo cual los tratados de libre comercio y una reforma tributaria constituyen oportunidades importantes de vista al futuro en un mercado como el colombiano.

**Tabla 6: Análisis DOFA Importadores**

<b>Importadores</b>	
<b>Debilidades</b>	<b>Amenazas</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Falta de igualdad de condiciones tributarias</li> <li>• Preferencias de consumo hacia la cerveza</li> <li>• Productos alejados del perfil del consumidor promedio Colombiano</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reforma tributaria</li> <li>• Estabilidad Política</li> <li>• Aumento del contrabando</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Experiencia internacional</li> <li>• Alto musculo financiero</li> <li>• Múltiples productos / diversificación</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crecimiento del mercado</li> <li>• Cambios en las preferencias de consumo</li> <li>• Reforma tributaria</li> <li>• Igualdad de condiciones</li> </ul>
<b>Fortalezas</b>	<b>Oportunidades</b>

Finalmente, pero no menos importante, encontramos al consumidor como un actor que bajo un escenario de reforma tributaria podría tener considerables oportunidades en el sentido de oferta de productos, competitividad de precios y calidad. Hoy en día el sistema restringe el acceso del consumidor a ciertos productos y genera claros sesgos en el consumo.

**Tabla 7: Análisis DOFA Consumidor**

<b>Consumidores</b>	
<b>Debilidades</b>	<b>Amenazas</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Poco interés por consumir bebidas alcohólicas diferentes a las tradicionales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Altos precios de bebidas importadas</li> <li>Baja oferta de productos</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Consumidores fieles a las marcas</li> <li>Crecimiento en el consumo per cápita</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reducción de los precios</li> <li>Mayor número de productos disponibles</li> <li>Mejor servicios</li> <li>Globalización de consumo</li> </ul>
<b>Fortalezas</b>	<b>Oportunidades</b>

Después de analizar en detalle los impactos en términos de riesgos y oportunidades para cada uno de los actores dadas sus fortalezas y debilidades actuales queda claro que una reforma tributaria generaría un impacto transversal en la cadena de producción, comercialización y consumo de bebidas alcohólicas por lo cual su alcance debe ser detalladamente estudiado. Es claro que la industria nacional en cabeza de los gobiernos departamentales y en asociación con los distribuidores nacionales se encuentran en una potencial situación de riesgo bajo la premisa de que una reforma tributaria garantizaría una igualdad en el mercado, por lo cual se hace necesario replantear el modelo de negocio de los jugadores nacionales a una estrategia sostenible en el tiempo y que no solo minimice el impacto de una reforma sino que maximice el beneficio que esta industria le puede ofrecer al país.

## **6. Situación actual de la industria nacional**

### **6.1 Situación financiera de la industria**

Tal como quedó en evidencia en el análisis de la situación actual de mercado, la industria importadora ha venido ganando participación consistentemente en los últimos años en un mercado

creciente que parece mantener estable la participación del consumo de aguardiente. Sin embargo la fuente de participación de este licor se ha concentrado fuertemente en la Fábrica de Licores de Antioquia (FLA) quitando participación de mercado a las demás licoreras departamentales.

Debido a esta situación y a la poca disponibilidad y confiabilidad de las cifras de la FLA debido a que funciona como una entidad adscrita a la secretaria distrital, el análisis financiero del sector se hará excluyendo este jugador local. Cabe anotar que tan solo el hecho de la falta de disponibilidad de esta información constituye un problema de transparencia y control de la industria local.

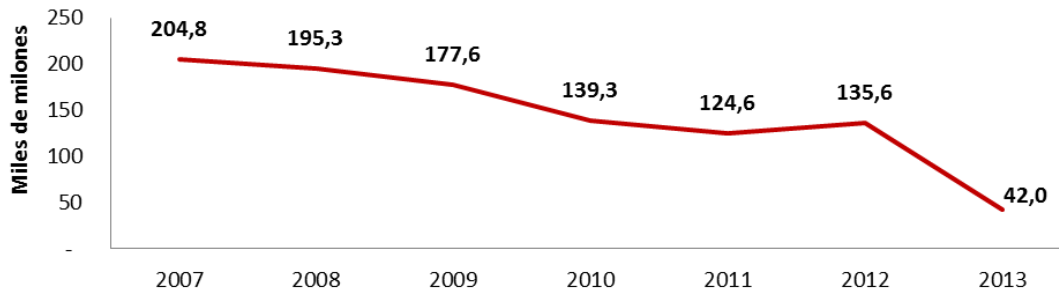
Para el análisis financiero detallado se tendrán en cuenta las siguientes licoreras:

- Comercializadora e introductora de Licores de Risaralda
- Empresa de Licores de Cundinamarca
- Industria Licorera de Caldas
- Industria Licorera del Valle del Cauca
- Industria Licorera del Cauca
- Empresa Licorera del Nariño
- Empresa de Licores del Caquetá
- Industria Licorera de Bolívar
- Unidad de Licores del Meta

La información financiera de estas licoreras fue tomada de la Contaduría General de la Nación y EMIS, luego fue consolidada y estandarizada en una base de datos con el fin de facilitar los análisis y la construcción de márgenes e indicadores.

Primero veremos la evolución de la utilidad neta de la industria nacional donde se evidencia claramente un deterioro considerable desde el año 2007 hasta el presente con una fuerte caída en el 2013. La caída en la utilidad neta ha sido del 23% en promedio durante los últimos 7 años lo cual está evidentemente desalineado con la tendencia de la economía nacional que ha mantenido un crecimiento sostenido de entre el 3% y el 4% promedio. Estos resultados demuestran que a pesar de un mercado de bebidas alcohólicas creciente, las licoreras nacionales están destruyendo valor para sus dueños que en este caso son los propios departamentos, quienes dependen fuertemente de las licoreras debido al peso relativo de este sector dentro de sus ingresos.

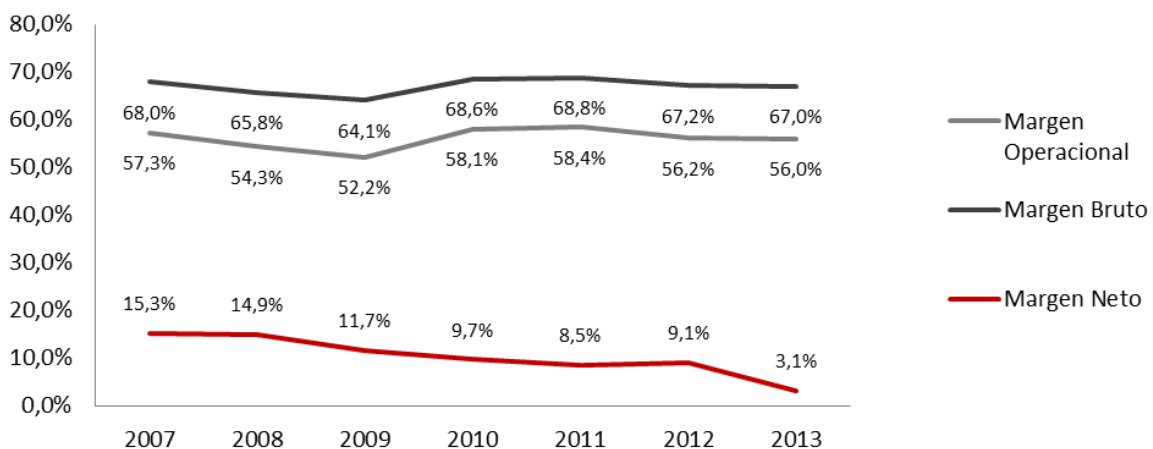
**Ilustración 9: Evolución de utilidad neta de la industria nacional**



Fuente: BPR Benchmark – Estados financieros industria licorera local (Cifras en miles de millones de pesos)

Con el fin de analizar las causas que han llevado a esta caída de la utilidad neta del sector nacional se analizará el margen bruto, operacional y neto para buscar establecer el origen del problema. Al ver la siguiente gráfica queda en evidencia que el margen bruto y el margen operacional se mantienen bastante estables en el tiempo alrededor del 67% y 56% respectivamente, lo cual nos lleva a la conclusión que el problema se encuentra por debajo de la utilidad operacional lo que sugiere que los problemas tienen un origen administrativo y no industrial.

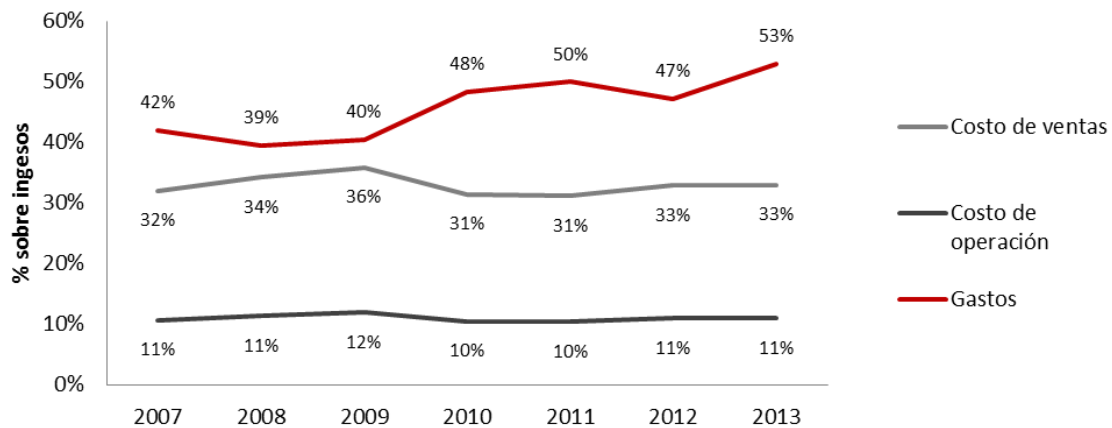
**Ilustración 10: Márgenes de la industria nacional**



Fuente: BPR Benchmark – Estados financieros industria licorera local (Márgenes en relación a las ventas)

Buscando confirmar la hipótesis anterior se realizó un análisis del peso de los costos y gastos sobre los ingresos encontrando que mientras la utilidad operacional se encuentra estable en el tiempo con un crecimiento de apenas 0,9% en los últimos 7 años, los gastos han crecido un 4,3% en promedio en el mismo periodo de tiempo deteriorando significativamente la rentabilidad del sector. Desde el año 2009 hasta el 2013 el crecimiento en los gastos ha sido vertiginoso aumentando la tasa de crecimiento a un 6,9% en promedio.

**Ilustración 11: Costos y gastos sobre ingresos de la industria nacional**



Fuente: BPR Benchmark – Estados financieros industria licorera local

Teniendo claro el origen del deterioro de la utilidad neta examinaremos en detalle los gastos y el crecimiento de estos en el tiempo. En la siguiente tabla es claro como los gastos de administración, generales y otros se encuentran en línea con el crecimiento de la utilidad operacional, sin embargo los gastos de administración parecen estar completamente fuera de línea con el crecimiento del negocio lo que confirma problemas en la administración y no en la operación de la industria.

**Tabla 8: Detalle gastos de la industria nacional**

GASTOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	CAGR
Administración	256.074	203.302	241.396	296.768	303.136	295.132	277.439	1,3%
Operación	31.932	63.580	120.227	95.864	110.687	134.213	145.356	28,7%
Generales	191.604	178.045	198.220	208.331	215.152	208.615	191.216	0,0%
Otros gastos	57.481	30.867	31.055	49.189	43.980	37.173	58.719	0,4%
Provisiones, depreciaciones	24.514	36.863	19.615	39.712	58.157	19.313	50.180	12,7%

Fuente: BPR Benchmark – Estados financieros industria licorera local

Entrando en detalles adicionales se encuentra que rubros como viajes (+106% promedio), salarios (+57% promedio) y seguros (+63% promedio) han mantenido crecimientos sostenidos

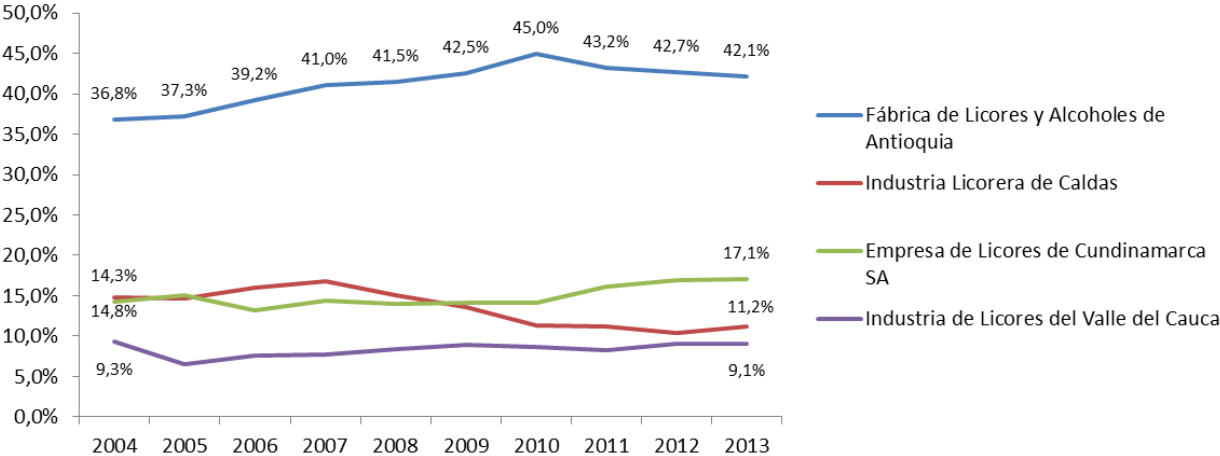
excesivamente altos en comparación con el crecimiento del negocio deteriorando seriamente la utilidad. El crecimiento en rubros como estos demuestra claramente una administración desorganizada y desalineada del negocio que más adelante en este trabajo dará pie a una serie de eficiencias y sinergias que serían posibles de encontrar con una situación como la actual.

## 6.2 Supuestos de valoración

### 6.2.1 Situación actual de mercado

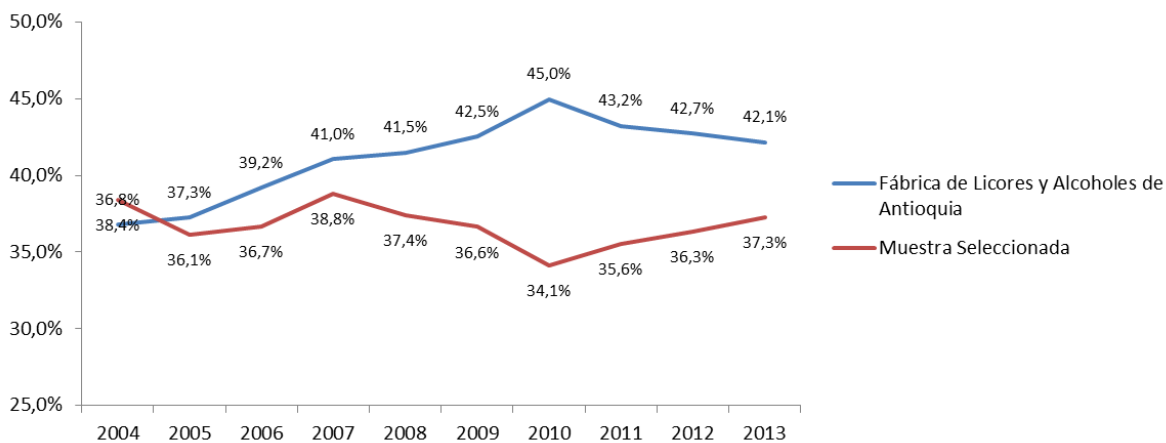
Con el objetivo de evaluar la situación actual de la industria licorera colombiana, se tomó una muestra significativa del sector correspondiente a los tres jugadores más grandes de la industria después de la Fábrica de Licores de Antioquia, la Empresa de Licores de Cundinamarca, la Industria Licorera de Caldas y la Industria de Licores del Valle del Cauca. Estas tres compañías se encuentran en situaciones similares y en conjunto representan un tamaño similar al del líder del mercado lo cual facilitará de manera significativa la interpretación de los resultados cuando evaluemos las diferentes propuestas.

Ilustración 12: Participación sobre el mercado de espirituosos en Colombia



Fuente: Euromonitor International – Alcoholic drinks in Colombia

Ilustración 13: Participación sobre el mercado de espirituosos en Colombia (Consolidado)



Fuente: Euromonitor International – Alcoholic drinks in Colombia

Según se muestra en las ilustraciones 12 y 13, el tamaño de la muestra consolidada co-lidera el mercado de licores espirituosos en el país, y en conjunto se encuentran en posiciones competitivas.

Para estudiar la situación actual de la industria se establecieron dos escenarios base: el primero corresponde a la valoración de la situación actual de la industria mientras el segundo tratará de reflejar de manera práctica los efectos de una reforma tributaria a los licores en Colombia. Para estas valoraciones se utilizará la metodología de valoración por flujos de caja descontados, con un horizonte de tiempo de 10 años.

Las principales variables que permitirán evaluar los diferentes escenarios serán las siguientes:

- Volumen: Proyecciones de venta en cajas de 9 Litros para los años de evaluación.
- Precio: Proyección de incremento de precios para los años de evaluación.
- Ratios de costos y gastos: Indicadores de costos y gastos en base a las ventas.
- Capital de trabajo: Indicadores de las principales cuentas de capital de trabajo operativo.

Tanto en los escenarios base como en las propuestas que se presentarán más adelante, estas variables serán las principales herramientas para representar las diferentes situaciones que pueda presentar el mercado.



## 6.2.2 Definición del WACC

### **Costo deuda (kd)**

Para el cálculo del costo de la deuda, se tuvieron en cuenta tres opciones. En primer lugar se analizó la posibilidad de obtener un costo promedio del endeudamiento de las empresas analizadas a partir de la información contenida en los estados financieros, como segunda opción se realizó una búsqueda de información de empresas similares (tamaño, mercado, actividad) para poder calcular una tasa promedio ponderada de la deuda de largo plazo y por último se llevó a cabo un sondeo dentro de los principales bancos sobre las tasas a las cuales realizan préstamos a empresas con las condiciones financieras de la muestra.

A partir de los resultados durante cada una de las opciones, se llegó a la siguiente conclusión:

Información de los estados financieros: Contar con la información detallada de cada uno de los montos junto con su tasa no fue posible. Contamos con las notas a los estados financieros de los cuales pudimos deducir cierta información pero no la suficiente para armar un modelo de deuda adecuado.

Benchmark: La información de empresas similares fue conseguida por medio de una investigación exhaustiva a través de medios como Bloomberg y consultas dentro de la superintendencia de industria y comercio, sin embargo los datos no se encontraban completos y por lo tanto no fue posible realizar una estimación adecuada.

Consulta tasas bancarias: La consulta se hizo al consolidado que realiza el banco de la republica dentro de su página web. La tasa tomada fue la de crédito preferencial, promedio de las tasas semanales de lo corrido del año 2015 (Fecha fin agosto 21 de 2015).

En conclusión tomamos la opción número tres para realizar el cálculo del wacc.

### **Costo patrimonio (ke)**

Para realizar el cálculo del costo del patrimonio o del equity, se partió del modelo CAPM, el cual tiene en cuenta la sensibilidad de un activo frente al riesgo no diversificable, también conocido como riesgo sistémico o de mercado (beta). Además de los términos ya conocidos, al modelo

original se le incluye el ajuste propuesto por Damodaran, razón por la que el modelo aplicado se le conoce como Global CAPM, al incluir una prima por riesgo país.

### **Tasa libre de riesgo**

Corresponde al retorno de un activo que en teoría paga intereses y capital con absoluta certeza, en la práctica se consideran activos libres de riesgo los bonos del tesoro americano, razón por la cual el modelo es alimentado con los rendimientos de dichos títulos. Se tomó el valor promedio de los últimos 90 días de los bonos del tesoro americano a 10 años. La consulta fue realizada en Bloomberg bajo el ticker:

### **Prima de mercado**

Es el exceso de retorno que un portafolio genera frente al activo libre de riesgo. En este caso se debe tener coherencia durante la selección de dicho portafolio en relación al mercado en donde opera. Para nuestro caso, se toma como referencia el Standard & Poor 500. Esta variable será afectada por la prima de riesgo país la cual hará comparable el número obtenido del mercado de E.E.U.U al colombiano. Se tomó el valor promedio aritmético anual desde 1928 publicado en la sección de datos de Damodaran.

### **Beta**

Esta variable es crucial dentro de la valoración y en un mundo ideal deberíamos obtener un valor a partir de la información de las empresas que cotizan en bolsa, como las empresas licoreras de la muestra no lo hace, debemos tomar un valor que sea comparable. La información fue consultada de la serie de betas para mercados emergentes que publica Damodaran en su sitio web, para la industria de bebidas alcohólicas, la cual cuenta con una muestra de 122 empresas y un beta desapalancado de 0,76.

### **Riesgo país**

La variable riesgo país cumple dos funciones principalmente, la primera es ajustar los valores de las variables acorde al mercado local y la segunda es reconocer el riesgo adicional que puede generar invertir en un país como el nuestro. Se tomó el valor promedio de los últimos 90 días de los Credit Default Swaps colombianos a 10 años. El ticker en bloomberg es CCOL1U10 CBIN Curney.

### **Inflación**

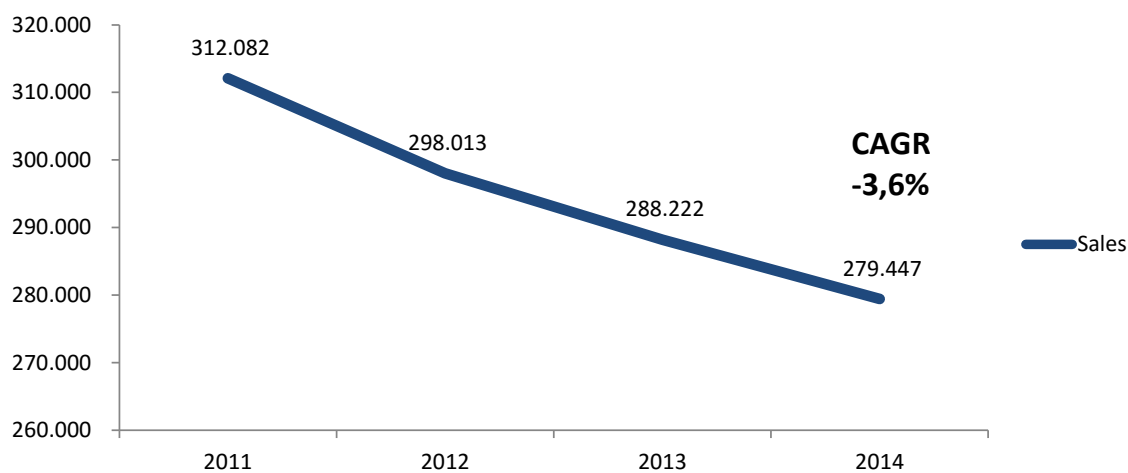
Manejar la inflación entre dos países cuenta con múltiples aproximaciones, para este caso tomaremos la opción denominada Break Even Inflation. Tomamos la inflación proyectada de Colombia al igual que lo hicimos en la proyección de los flujos de caja.

## 6.3 Resultados de valoración

### 6.3.1 Escenario actual de la industria

La situación actual del mercado para la muestra definida refleja una situación difícil con un decrecimiento sostenido tanto en las ventas como en la utilidad bruta, fruto de una reducción importante en su participación del mercado acompañado de tendencias negativas en sus márgenes operativos. Es importante tener en cuenta que para este escenario se evaluará la situación actual sin tener en cuenta potenciales inversiones o cambios significativos en la operación de estas compañías, ya que esto será objeto de evaluación en el capítulo dedicado a las propuestas para la industria.

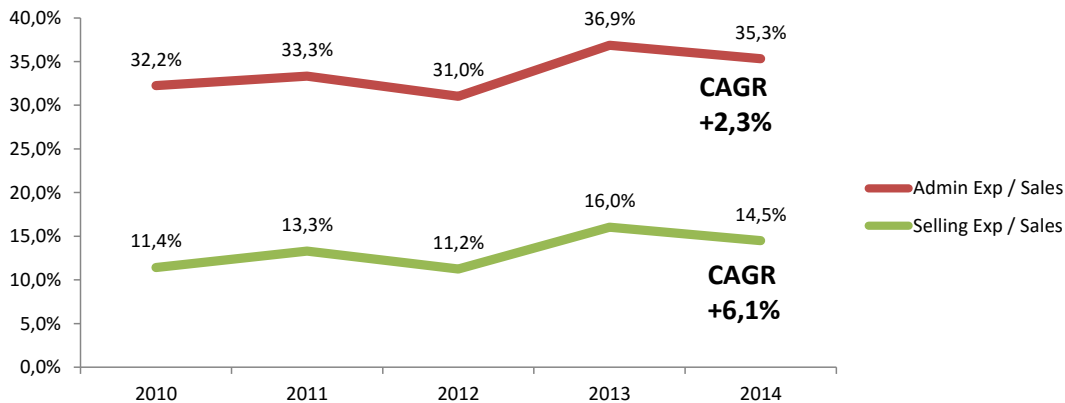
**Ilustración 14: Evolución de ventas de la muestra seleccionada**



Fuente: BPR Benchmark – Estados financieros industria licorera local – Modelo de valoración  
CAGR (“Compounded Average Growth Rate”) tasa de crecimiento compuesta promedio.

Las ventas brutas de la muestra seleccionada vienen en caída sostenida a un ritmo del 3,6% anual desde el año 2010 perdiendo de manera consistente su participación en el mercado.

**Ilustración 15: Evolución de ratios de costos y gastos operativos de la muestra seleccionada**

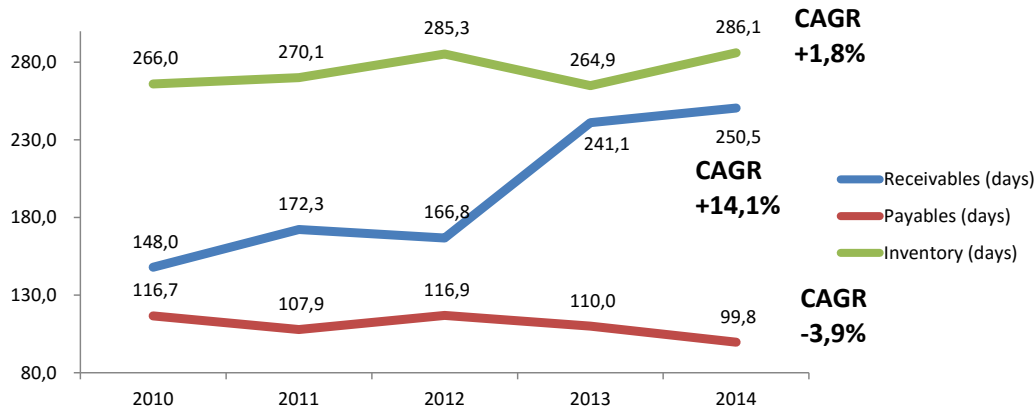


Fuente: BPR Benchmark – Estados financieros industria licorera local – Modelo de valoración

La caída sostenida en ventas ha venido acompañada de un incremento en los ratios de costos y gastos operativos acentuando el impacto negativo de las ventas en el margen operativo.

Teniendo en cuenta la situación mostrada por la industria en los últimos años, es claro que los supuestos relacionados a la utilidad operativa del negocio deben ser consistentes a la situación actual del conjunto de compañías por lo cual se aplicaron las tendencias actuales a los flujos futuros de la compañía. En complemento al análisis desde la perspectiva de la utilidad operativa, se analizó la situación actual de capital de trabajo de la muestra seleccionada, encontrando un escenario con tendencias desfavorables. Los días de cuentas por cobrar y de inventarios con tendencias crecientes durante los últimos años, mientras que los días de periodo de pago con una tendencia a la baja.

**Ilustración 16: Evolución de indicadores de capital de trabajo de la muestra seleccionada**



Fuente: BPR Benchmark – Estados financieros industria licorera local – Modelo de valoración

Teniendo en cuenta la situación actual, se realizó la valoración de la situación actual de la industria obteniendo los siguientes resultados.

Tabla 9: Flujo de caja anual proyectado a 10 años (Situación actual)

FCL Fcst	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>2.240</b>	<b>(2.662)</b>	<b>(7.704)</b>	<b>(12.892)</b>	<b>(18.233)</b>	<b>(23.737)</b>	<b>(29.410)</b>	<b>(35.262)</b>	<b>(41.301)</b>	<b>(47.537)</b>
(+) Depreciaciones	13.050	12.956	12.863	12.770	12.678	12.586	12.496	12.405	12.316	12.227
<b>EBITDA</b>	<b>15.290</b>	<b>10.294</b>	<b>5.159</b>	<b>(122)</b>	<b>(5.556)</b>	<b>(11.151)</b>	<b>(16.915)</b>	<b>(22.857)</b>	<b>(28.985)</b>	<b>(35.310)</b>
(-) Impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>NOPAT</b>	<b>15.290</b>	<b>10.294</b>	<b>5.159</b>	<b>(122)</b>	<b>(5.556)</b>	<b>(11.151)</b>	<b>(16.915)</b>	<b>(22.857)</b>	<b>(28.985)</b>	<b>(35.310)</b>
(-) INV KT	(16.628)	(16.135)	(16.868)	(17.655)	(18.500)	(19.406)	(20.376)	(21.414)	(22.523)	(23.709)
(-) INV ACTIVOS FIJOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FCL</b>	<b>(1.338)</b>	<b>(5.841)</b>	<b>(11.709)</b>	<b>(17.777)</b>	<b>(24.056)</b>	<b>(30.557)</b>	<b>(37.291)</b>	<b>(44.271)</b>	<b>(51.509)</b>	<b>(59.019)</b>

Fuente: Modelo de valoración

En la tabla se muestra como claramente el EBITDA desde el año 2018 comienza a ser negativo debido a las ineficiencias operativas del negocio. Sin embargo lo que parece ser el cáncer de la industria en este momento se refleja en el capital de trabajo operativo, ya que las variaciones que se derivan del empeoramiento de los indicadores de cartera, inventarios y proveedores causan que los flujos de caja libre de la muestra seleccionada sean negativos desde el primer año proyectado.

Los resultados de la valoración de la situación actual son claros a primera vista, los flujos de caja anuales del segmento seleccionado de la industria son negativos en todo el horizonte de tiempo establecido por lo cual aún sin descontar estos flujos y obtener el valor presente de la industria, el escenario actual resulta inviable desde cualquier punto de vista.

### 6.3.2 Escenario de reforma tributaria a los licores

Bajo un escenario de reforma tributaria, los licores importados y los nacionales estarán bajo condiciones similares, así que sin importar si la reforma incrementa los impuestos a los licores nacionales o reduce los impuestos a los licores importados, la industria nacional entrará en una situación de competencia mucho más directa con el sector importador en el país. Este supuesto nos lleva a evaluar dos posibles estrategias que puede tomar la industria nacional seleccionada para este escenario, o bien reducirá sus precios para mantener la distancia con los licores importados para proteger mercado, o en caso de no hacerlo se verá reducido su volumen de ventas para el horizonte de tiempo de evaluación. Es importante recalcar en esta evaluación, que bajo ningún punto de vista, la reforma tributaria a los licores en Colombia traerá beneficios en mercado para la industria nacional según el análisis detallado realizado en el marco teórico de esta investigación.

Para la valoración de este escenario se tomó el supuesto de un efecto combinado tanto en precio como en volumen de ventas, proyectando que no se tienen incrementos de precio y una caída aún más fuerte en los volúmenes proyectados durante el horizonte de tiempo definido.

Las demás variables no fueron modificadas para la evaluación de este escenario ya que no existe evidencia de que una reforma tributaria sin medidas adicionales pueda mejorar los márgenes operativos o la utilización del capital de trabajo.

**Tabla 10: Flujo de caja anual proyectado a 10 años (Reforma tributaria)**

FCL Fcst	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>2.158</b>	<b>(2.472)</b>	<b>(6.892)</b>	<b>(11.114)</b>	<b>(15.148)</b>	<b>(19.002)</b>	<b>(22.686)</b>	<b>(26.210)</b>	<b>(29.581)</b>	<b>(32.808)</b>
(+) Depreciaciones	12.575	12.030	11.508	11.009	10.532	10.076	9.639	9.221	8.821	8.439
<b>EBITDA</b>	<b>14.733</b>	<b>9.558</b>	<b>4.616</b>	<b>(105)</b>	<b>(4.616)</b>	<b>(8.926)</b>	<b>(13.048)</b>	<b>(16.989)</b>	<b>(20.760)</b>	<b>(24.370)</b>
(-) Impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>NOPAT</b>	<b>14.733</b>	<b>9.558</b>	<b>4.616</b>	<b>(105)</b>	<b>(4.616)</b>	<b>(8.926)</b>	<b>(13.048)</b>	<b>(16.989)</b>	<b>(20.760)</b>	<b>(24.370)</b>
(-) INV KT	(8.040)	(6.706)	(6.573)	(6.463)	(6.375)	(6.309)	(6.262)	(6.233)	(6.222)	(6.226)
(-) INV ACTIVOS FIJOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FCL</b>	<b>6.693</b>	<b>2.852</b>	<b>(1.957)</b>	<b>(6.568)</b>	<b>(10.991)</b>	<b>(15.235)</b>	<b>(19.310)</b>	<b>(23.223)</b>	<b>(26.982)</b>	<b>(30.596)</b>

Fuente: Modelo de valoración

Los resultados de la evaluación de un escenario bajo los efectos de una reforma tributaria no varían significativamente en relación a la situación actual de la muestra seleccionada. Lo que es muy interesante de analizar en este caso es que a pesar de que el EBITDA se deteriora con mayor rapidez que en el escenario base, la pésima situación de capital de trabajo de la industria genera que un deterioro en las ventas y en la participación de mercado de la muestra, genera que los flujos de caja libre de la compañía no sean tan negativos como en el escenario inicial. Este efecto se debe a que al vender menos las variaciones relacionadas a la cartera y los inventarios serán menores y generarán un impacto menos negativo en el flujo de caja libre anual de la muestra.

A pesar de que los flujos mejoran en comparación al escenario base, a partir del tercer año de proyección la muestra es de nuevo inviable por lo cual sin necesidad de descontar los flujos es evidente que sin reestructuraciones de fondo la muestra seleccionada no es viable bajo un escenario de reforma tributaria.

## **7. Propuestas para la industria nacional**

De acuerdo a los resultados en el numeral anterior, es necesaria una solución de fondo, que permita a las empresas no solamente sobrevivir si no ser rentables. Para esto decidimos analizar tres opciones, las cuales presentamos a continuación:

### **7.1 Fusión de licoreras nacionales**

Formar una “superlicorera” nacional que le permita entrar en una competencia directa con la FLA y los licores importados. El procedimiento es unir las 3 licoreras de la muestra posicionando una superlicorera en condiciones de competencia directa con la FLA a quien consideramos la única empresa que está en condiciones de superar la reforma tributaria sin necesidad de realizar cambios drásticos dentro de su operación.

Poder armar un modelo basado en la posibilidad de unificar tanto la producción como la administración de las empresas licoreras, parte de un supuesto muy grueso, y es que todas las empresas estén dispuestas a renunciar al beneficio social que implica tener una planta regional. Sin embargo, para efectos de nuestro análisis, supondremos que esto es posible. De acuerdo a los resultados financieros actuales, consideramos que la producción puede ser centralizada en la empresa licorera de Cundinamarca mientras que el resto de empresas de la muestra serían operadas como empresas de distribución.

El beneficio de contar con una producción centralizada, asumimos que se puede lograr disminuir los costos operativos al nivel más bajo de las tres, el cual es del 43% durante los próximos 5 años sobre las ventas (ELC) y aplicamos lo mismo para los gastos administrativos, llevando estos a ser el 30% de las ventas (ILC). Para el caso de los gastos por ventas, decidimos llevar la relación al 18% de las ventas a partir de la información de la FLA, empresa que consideramos como eficiente.

Además de lo anterior, consideramos que se deben tener unas políticas claras en cuanto a lo siguiente:

Cuentas por cobrar	210 días
Rotación de inventarios	270 días
Pago proveedores	120 días

Vamos a analizar los resultados desde dos enfoques, el primero cuantitativo a partir de los resultados de la valoración y el segundo desde un corto análisis cualitativo, pensando en los impactos sociales que trae una solución como esta.

### Resultados valoración:

FCL Fcst	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>11.176</b>	<b>14.565</b>	<b>17.901</b>	<b>21.173</b>	<b>24.398</b>	<b>24.222</b>	<b>24.047</b>	<b>23.874</b>	<b>23.702</b>	<b>23.531</b>
(+) Depreciaciones	13.088	13.019	12.938	12.844	12.752	12.660	12.568	12.478	12.388	12.299
<b>EBITDA</b>	<b>24.264</b>	<b>27.584</b>	<b>30.838</b>	<b>34.018</b>	<b>37.150</b>	<b>36.882</b>	<b>36.616</b>	<b>36.352</b>	<b>36.090</b>	<b>35.829</b>
(-) Impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>NOPAT</b>	<b>24.264</b>	<b>27.584</b>	<b>30.838</b>	<b>34.018</b>	<b>37.150</b>	<b>36.882</b>	<b>36.616</b>	<b>36.352</b>	<b>36.090</b>	<b>35.829</b>
(-) INV KT	11.446	12.207	12.141	12.044	11.761	1.151	1.143	1.135	1.127	1.118
(-) INV ACTIVOS FIJOS	(50.000)	(50.000)	(50.000)	-	-	-	-	-	-	-
<b>FCL</b>	<b>(14.290)</b>	<b>(10.209)</b>	<b>(7.021)</b>	<b>46.061</b>	<b>48.910</b>	<b>38.033</b>	<b>37.759</b>	<b>37.487</b>	<b>37.216</b>	<b>36.948</b>

Con esta alternativa, los flujos de caja empiezan a ser positivos a partir del año 2018. El EBITDA es positivo en todo el periodo de valoración. El valor patrimonial de esta “Superlicorera” sería de 355 mil millones de pesos bajo la simple consideración de fusión para reducir costos operativos y gastos administrativos.

**Análisis cualitativo:** Dentro de los impactos negativos de esta propuesta consideramos se encuentran los siguientes tres, i) cierres de plantas, ii) disminución en los aportes al sistema de salud y iii) posibles despidos.

Cada uno de ellos implica un riesgo para la ejecución de esta alternativa, sin embargo dado el inminente impacto negativo de la reforma tributaria, es necesario que el análisis para la toma de decisión no se haga con un panorama de corto plazo, pues el beneficio de contar con una empresa solida traerá retornos positivos en el largo plazo.

En cuanto al cierre de plantas, es algo inevitable, incluso sin existir la fusión algunas empresas podrán entrar en quiebra lo cual no solo le pega al primer punto, también implicaría despidos y una disminución en los aportes de salud. Esta alternativa, en el corto plazo si implicaría despidos, pero



en el largo plazo, podría generar nuevos empleos y con el crecimiento proyectado podría aumentar el aporte al sistema de salud vía impuestos.

## 7.2 Tercerización de la producción de licores

Para trabajar sobre la tercerización, la cual consideramos podría ser altamente atractiva para empresas internacionales que quieran entrar al mercado nacional o incluso, empresas de bebidas ya establecidas como lo son Postobon, quienes a pesar del interés de entrar en el negocio de bebidas alcohólicas no han tenido el éxito esperado. Para poder valorar esta opción partimos del supuesto que el principal problema a solucionar de las empresas licoreras de la muestra, eran los altos costos de producción dadas las ineficiencias que se presentan en la actual administración. Dentro del análisis de la información contenida en la información financiera, identificamos como las cuentas del balance y del P&G a ser tratadas para armar este escenario son las siguientes:

- Otros activos de largo plazo (ventas anuales del 80%)
- Deuda de largo plazo (disminuir en un 30% con la venta de los activos)
- Inventario (rotación de 270 días)
- Personal (35% de las ventas en 5 años)

El modelo implica una tercerización para cada una de las empresas de la muestra, tratando de analizar el impacto que genera la venta de los activos y la disminución en gastos de personal.

Al igual que en el escenario anterior, existen impactos sociales negativos al privatizar y tercerizar la producción, sin embargo estos no son considerados dentro de la evaluación aquí diseñada. El resultado para cada una de las empresas de la muestra se presenta a continuación:

**ELC** Valor patrimonial 30.692 millones de pesos

FCL Fcst	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>2.236</b>	<b>1.548</b>	<b>953</b>	<b>440</b>	-	-	-	-	-	-
(+) Depreciaciones	4.744	4.381	4.046	3.737	3.451	3.187	2.943	2.718	2.511	2.319
<b>EBITDA</b>	<b>6.980</b>	<b>5.930</b>	<b>5.000</b>	<b>4.177</b>	<b>3.451</b>	<b>3.187</b>	<b>2.943</b>	<b>2.718</b>	<b>2.511</b>	<b>2.319</b>
(-) Impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>NOPAT</b>	<b>6.980</b>	<b>5.930</b>	<b>5.000</b>	<b>4.177</b>	<b>3.451</b>	<b>3.187</b>	<b>2.943</b>	<b>2.718</b>	<b>2.511</b>	<b>2.319</b>
(-) INV KT	(24.861)	1.513	1.475	1.435	1.395	759	821	870	909	937
(-) INV ACTIVOS FIJOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FCL</b>	<b>(17.882)</b>	<b>7.443</b>	<b>6.475</b>	<b>5.612</b>	<b>4.846</b>	<b>3.946</b>	<b>3.764</b>	<b>3.589</b>	<b>3.419</b>	<b>3.256</b>

**ILV** Valor patrimonial 9.219 millones de pesos

FCL Fcst	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>4.840</b>	<b>3.353</b>	<b>2.064</b>	<b>953</b>	-	-	-	-	-	-
(+) Depreciaciones	10.272	9.486	8.761	8.091	7.472	6.901	6.373	5.886	5.436	5.020
<b>EBITDA</b>	<b>15.112</b>	<b>12.839</b>	<b>10.825</b>	<b>9.044</b>	<b>7.472</b>	<b>6.901</b>	<b>6.373</b>	<b>5.886</b>	<b>5.436</b>	<b>5.020</b>
(-) Impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>NOPAT</b>	<b>15.112</b>	<b>12.839</b>	<b>10.825</b>	<b>9.044</b>	<b>7.472</b>	<b>6.901</b>	<b>6.373</b>	<b>5.886</b>	<b>5.436</b>	<b>5.020</b>
(-) INV KT	(100.364)	3.276	3.194	3.108	3.021	1.643	1.777	1.884	1.967	2.030
(-) INV ACTIVOS FIJOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FCL</b>	<b>(85.252)</b>	<b>16.115</b>	<b>14.019</b>	<b>12.152</b>	<b>10.493</b>	<b>8.544</b>	<b>8.151</b>	<b>7.770</b>	<b>7.403</b>	<b>7.050</b>

**ILV** Valor patrimonial -1.239 millones de pesos

FCL Fcst	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>6.390</b>	<b>4.426</b>	<b>2.725</b>	<b>1.258</b>	-	-	-	-	-	-
(+) Depreciaciones	13.559	12.522	11.565	10.680	9.864	9.109	8.413	7.769	7.175	6.627
<b>EBITDA</b>	<b>19.948</b>	<b>16.948</b>	<b>14.289</b>	<b>11.938</b>	<b>9.864</b>	<b>9.109</b>	<b>8.413</b>	<b>7.769</b>	<b>7.175</b>	<b>6.627</b>
(-) Impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>NOPAT</b>	<b>19.948</b>	<b>16.948</b>	<b>14.289</b>	<b>11.938</b>	<b>9.864</b>	<b>9.109</b>	<b>8.413</b>	<b>7.769</b>	<b>7.175</b>	<b>6.627</b>
(-) INV KT	(164.159)	4.325	4.216	4.102	3.987	2.169	2.346	2.487	2.597	2.679
(-) INV ACTIVOS FIJOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FCL</b>	<b>(144.211)</b>	<b>21.273</b>	<b>18.505</b>	<b>16.041</b>	<b>13.851</b>	<b>11.278</b>	<b>10.759</b>	<b>10.257</b>	<b>9.772</b>	<b>9.306</b>

Como se puede observar, esta solución funcionaría para dos de las tres empresas seleccionadas. Sin embargo el valor de la segunda empresa es inferior al 35% de la primera, por lo que podemos concluir que existe una alta diferencia en eficiencias entre estas dos.

### 7.3 Estructura mixta

Como tercera solución, proponemos una capitalización parcial de las empresas, dónde podamos inyectar capital, reducir costos operacionales y las ineficiencias en busca de maximizar la rentabilidad de las licoreras. Esta estrategia parte de la necesidad de contar con una empresa capaz de tomar el beneficio económico de una inversión privada en búsqueda de mejorar los resultados financieros.

Decidimos enfocarnos en la idea de mejorar aquellos indicadores que consideramos claves para poder no solamente mantener las empresas operativas, sino siendo competitivas y rentables.

Esta propuesta implica los siguientes supuestos:

- Inyección de capital por parte de un inversionista privado quien tomaría el control
- Cambio en la estructura y clima organizacional
- Políticas en el reparto de utilidades
- Disminución en costos y gastos no eficientes
- Reestructuración de la deuda (40% para mejorar el costo de capital)

Para poder calcular la inyección de capital se decidió intentar valorar cada compañía por aparte, sin embargo el resultado fue negativo, por lo que decidimos que la valoración se realizara por los activos y los inventarios de la compañía a la valoración de los estados financieros, obteniendo los siguientes números:

- ELC: 203.290 millones de pesos
- ILV: 69.657 millones de pesos
- ILC: 182.545 millones de pesos

Seguramente al salir a vender los activos no podrían ser vendidos al valor estimado en los estados financieros, razón por la que decidimos castigarlos con un 30% de disminución obteniendo los siguientes números:

- ELC: 142.303 millones de pesos
- ILV: 48.760 millones de pesos
- ILC: 127.782 millones de pesos

Ahora que tenemos estos valores, asumimos que el inversionista priva inyectaría hasta un 51% del total para adquirir el control y el 51% de la compañía.

Seguido a esto modificamos los patrones mencionados en el ejercicio anterior pensando que la empresa al cambiar de control, mejoraría su eficiencia en costos y gastos.

Bajo estos supuestos hemos aplicado a las proyecciones de las tres empresas el mejor escenario posible, obteniendo las siguientes valoraciones:

#### ELC Valor patrimonial 46.440 millones de pesos

FCL Fcst	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>9.771</b>	<b>7.374</b>	<b>4.947</b>	<b>2.489</b>	-	-	-	-	-	-
(+) Depreciaciones	2.606	2.623	2.639	2.656	2.672	2.689	2.706	2.723	2.740	2.757
<b>EBITDA</b>	<b>12.377</b>	<b>9.996</b>	<b>7.586</b>	<b>5.145</b>	<b>2.672</b>	<b>2.689</b>	<b>2.706</b>	<b>2.723</b>	<b>2.740</b>	<b>2.757</b>
(-) Impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>NOPAT</b>	<b>12.377</b>	<b>9.996</b>	<b>7.586</b>	<b>5.145</b>	<b>2.672</b>	<b>2.689</b>	<b>2.706</b>	<b>2.723</b>	<b>2.740</b>	<b>2.757</b>
(-) INV KT	9.074	(3.907)	(3.913)	(3.918)	(3.923)	(415)	(418)	(420)	(423)	(426)
(-) INV ACTIVOS FIJOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FCL</b>	<b>21.451</b>	<b>6.090</b>	<b>3.673</b>	<b>1.227</b>	<b>(1.251)</b>	<b>2.274</b>	<b>2.288</b>	<b>2.303</b>	<b>2.317</b>	<b>2.332</b>

#### ILV Valor patrimonial 91.980 millones de pesos

FCL Fcst	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>(6.593)</b>	<b>(4.567)</b>	<b>(2.812)</b>	<b>(1.298)</b>	-	-	-	-	-	-
(+) Depreciaciones	11.720	10.823	9.996	9.231	8.526	7.874	7.272	6.716	6.202	5.728
<b>EBITDA</b>	<b>5.126</b>	<b>6.257</b>	<b>7.184</b>	<b>7.933</b>	<b>8.526</b>	<b>7.874</b>	<b>7.272</b>	<b>6.716</b>	<b>6.202</b>	<b>5.728</b>
(-) Impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>NOPAT</b>	<b>5.126</b>	<b>6.257</b>	<b>7.184</b>	<b>7.933</b>	<b>8.526</b>	<b>7.874</b>	<b>7.272</b>	<b>6.716</b>	<b>6.202</b>	<b>5.728</b>
(-) INV KT	(1.159)	(4.141)	(2.721)	(1.517)	(503)	7.075	6.534	6.034	5.573	5.147
(-) INV ACTIVOS FIJOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FCL</b>	<b>3.967</b>	<b>2.116</b>	<b>4.463</b>	<b>6.416</b>	<b>8.023</b>	<b>14.949</b>	<b>13.805</b>	<b>12.750</b>	<b>11.775</b>	<b>10.874</b>

**ILV** Valor patrimonial 220.435 millones de pesos

FCL Fcst	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>324</b>	<b>241</b>	<b>160</b>	<b>79</b>	-	-	-	-	-	-
(+) Depreciaciones	22.622	22.455	22.290	22.126	21.964	21.802	21.642	21.483	21.325	21.168
<b>EBITDA</b>	<b>22.946</b>	<b>22.697</b>	<b>22.450</b>	<b>22.206</b>	<b>21.964</b>	<b>21.802</b>	<b>21.642</b>	<b>21.483</b>	<b>21.325</b>	<b>21.168</b>
(-) Impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>NOPAT</b>	<b>22.946</b>	<b>22.697</b>	<b>22.450</b>	<b>22.206</b>	<b>21.964</b>	<b>21.802</b>	<b>21.642</b>	<b>21.483</b>	<b>21.325</b>	<b>21.168</b>
(-) INV KT	4.361	(27.371)	(25.819)	(24.297)	(22.805)	1.273	1.263	1.254	1.245	1.236
(-) INV ACTIVOS FIJOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FCL</b>	<b>27.306</b>	<b>(4.674)</b>	<b>(3.369)</b>	<b>(2.092)</b>	<b>(841)</b>	<b>23.075</b>	<b>22.905</b>	<b>22.737</b>	<b>22.570</b>	<b>22.404</b>

## 8. Conclusiones

A lo largo de este estudio se ha demostrado que la situación de la industria de licores en Colombia requiere de cambios de fondo que le permitan tanto al país como a todos los jugadores del sector cumplir con las nuevas reglas de juego planteadas por los tratados de libre comercio y crear un ambiente de competencia justa.

La única herramienta para apalancar este cambio de fondo en el sector es la reforma tributaria a los licores brindando igualdad de condiciones para los jugadores y garantizando reglas de juego claras y sin cabida para los monopolios o la ilegalidad. Sin embargo sería poco objetivo asegurar que una reforma de estas características beneficiaría a todos los actores del sector, por esto y sabiendo que la industria nacional presenta riesgos importantes bajo este escenario, se plantearon diferentes alternativas para este grupo de actores buscando maximizar el valor neto.

Para el análisis de las alternativas se seleccionó una muestra representativa del sector, siendo la Empresa de Licores de Cundinamarca, la Industria Licorera del Valle y la Industria Licorera de Caldas las más indicadas para el estudio. El análisis financiero se dividió en dos partes: primero demostrar financieramente que el escenario actual con y sin reforma no es viable para la muestra y segundo identificar la viabilidad financiera de tres propuestas de cambio para la industria nacional para al final establecer con base en los resultados de una valoración por el método de flujos descontados, cuál sería la más adecuada para el sector.

Durante el análisis de viabilidad financiera del escenario actual fueron evidentes los resultados negativos que la industria ha venido presentando durante los últimos años debido a una feroz competencia entre competidores nacionales y una fuerte acogida del consumidor colombiano a los licores importados. No existe evidencia para demostrar que estos resultados negativos puedan cambiar en un corto o mediano plazo, razón por la cual la valoración arroja resultados poco alentadores no solo para la industria sino para los principales accionistas que en este caso son los entes departamentales. Una reforma tributaria tendría efectos favorables para los licores importados acercando sus precios a los productos nacionales por lo cual solo empeoraría la situación de la industria nacional.

Al ver un panorama actual oscuro y decreciente, se hace necesario contar con propuestas para buscar la creación de valor en esta industria que representa parte importante de los ingresos para las arcas departamentales. Se tuvieron en cuenta tres propuestas para cambiar la industria:

- Crear una “súper-licorera” que fusionara estas tres buscando sinergias y eficiencias en la operación y en los principales indicadores, prestando especial atención a la administración del capital de trabajo que parece ser el cáncer de la industria.
- Tercerizar la producción de la muestra de la industria nacional, optimizando los procesos y costos de producción y mejorando levemente la situación de flujo de caja.
- Crear una estructura mixta dando entrada a inversionistas privados en la industria propiedad de los departamentos, creando controles más fuertes y transparentes a la operación de la industria y mejorando su desempeño financiero y de mercado.

Los resultados fueron contundentes, llevándonos a concluir que la estrategia de crear una “Súper-licorera” es la indicada para darle un nuevo aire a la industria nacional, poniendo a la muestra a competir directamente con la Fábrica de Licores de Antioquia y con el sector importador. Las eficiencias logradas en la administración de capital de trabajo, en costos y gastos administrativos y por consiguiente en el flujo de caja y la generación de efectivo convierten esta opción en la más atractiva.

## Bibliografía

- Barnekov, T. K., & Raffel, J. A. (1990). Public Management of Privatization. *Public Productivity & Management Review*, 135-152.
- Chaiyasong, S., Limwattananon, S., Limwattananon, C., Thamarangsi, T, Tangchareonsathien, V., y otros. (2011). Impacts of excise tax raise on illegal and total alcohol: A thai experience. *Drugs: education, prevention and policy*, 18(2), 90-99.
- Clarke, H. (2008). The Economist's Way of Thinking About Policy's. *Agenda*, 27-44.
- Euromonitor International. (2012). *Legislation in alcoholic drinks: restrictive practices vs. free-trade opportunities*.
- Euromonitor International. (2013). *Alcoholic drinks in Colombia*.
- Fedesarrollo. (2012). *Una estimación de la adulteración y la falsificación de bebidas alcoholicas en Colombia*.
- Fogarty, J. J., & Jakeman, G. (2011). Wine tax reform: The impact of Introducing a Volumetric Excise Tas for Wine. *Australian Economic Review*, 387-403.
- Gruenewald, P., Ponicki, W., Holder, H., & Romelsjo, A. (2006). Alcohol prices, beverages quality and the demand for alcohol: Quality substitution and price elasticities. *Alcoholism, Clinical and experimental research*(30), 96-105.
- Kikeri, S., & Nellis, J. (2004). An assessment of privatization. *The World Bank Research Observer*, 19(1), 87-118.
- La porta, R., & Lopez-De-Silanes, F. (1997). *The benefits of privatization: Evidence from Mexico*. Cambriedge: National Bureau of Economic Research.
- Lloyd, P. J. (2010). Reform of the Regulation of Liquor. *Economic Papers*, 397-406.
- Macedo, R. (2000). *Privatization and the distribution of assets and income in Brazil*. Washington, DC: Carnegie endowment for international peace.
- McKenzie , D., & Mookherjee, D. (2002). *The distributive impact of privatization in latin america: an overview of evidence from four countries*. Puebla, Mexico: Universidad de las Americas.
- Mclaren, J. (1998). Black Markets and Optimal Evadable Taxation. *The economic journal*, 665-679.
- McLure, C. E., & Thirsk, W. R. (1978). The Inequity of Taxing Iniquity: A Plea for Reduced Sumptuary Taxes in Developing Countries. *Economic Development and Cultural Change*, 487-503.

- Meerman, J. (1980). Beware of Drink! A Comment on "The Inequity of Taxing Iniquity". *Economic Development and Cultural Change*, 849-852.
- Organization for Economic Co-operation and development (OECD). (2014). *Market openness review of Colombia*. Trade and Agriculture Directorate (TAD).
- Patra, J., Giesbrecht, N., Rehm, J., Bekmuradov, D., & Popova, S. (2012). *Are alcohol prices and taxes and evidence-based approach to reducing alcohol-related harm and promoting public health and safety? A literature review*. Contemporary Drug Problems.
- Pinheiro, A. C. (1996). Impactos microeconômicos da privatização no Brasil. *Pesquisa e planejamento econômico*, 357-398.
- Plazas Vega, M. (2005). *Derecho de la hacienda pública y derecho tributario* (Vol. II). Bogotá D.C: Editorial TEMIS S.A.
- Shah, A., & Whalley, J. (1991). Tax Incidence Analysis of Developing Countries: An Alternative View. *The World Bank Economic Review*, 535-552.
- Tóroero, M., & Pascó-Font, A. (2001). *The social of privatization and the regulation of utilities in Peru*. Helsinki: World Institute for development economics research.
- Zeigler, D. W. (2009). The alcohol industry and trade agreements: a preliminary assessment. *Society for the Study of Addiction*, 104, 13-26.