

MÓDULO 2 • SESIÓN 2 DE 4 • 4 HORAS

Evaluación de Solvencia y Sostenibilidad Financiera

Programa Ejecutivo en Análisis Financiero y Solvencia para el Ecosistema Inmobiliario de Credicorp

Decisiones jurídicas basadas en evidencia financiera

CESA Empresarial • Credicorp Capital

Negocios Fiduciarios • Bogotá D.C. • 2026



Agenda de la sesión

4 horas • de diagnosticar el riesgo a escribir las cláusulas que lo controlan

1

¿Puede pagar? Liquidez y estructura

Los indicadores del caso y de dónde sale cada peso

50 min

2

Calcular la capacidad de pago

Cobertura del servicio de la deuda paso a paso, con el caso

60 min



Descanso

Café y networking

15 min

3

De la cifra a la cláusula

Matriz de traducción, covenants, protecciones y otros

45 min

4

Caso Grupo Altavista • Parte B

Estructurar las condiciones del negocio

70 min

Objetivos de aprendizaje

Al final de esta sesión podrás:



Evaluar si una compañía y un proyecto pueden cumplir sus compromisos, y en qué plazo



Traducir los riesgos identificados en condiciones contractuales verificables



Anticipar los riesgos regulatorios que se convierten en riesgo financiero



La pregunta fiduciaria

No basta con saber si el negocio es rentable. La pregunta que le corresponde a esta área es otra:

¿podrá cumplirle a los compradores, al banco y al fideicomiso, en tiempo y forma? Y si no puede, ¿qué habíamos pactado para protegernos?

Tres horizontes, tres preguntas



Liquidez

¿Tiene con qué pagar lo de los próximos meses?
Caja disponible frente a compromisos inmediatos.



Solvencia

¿Aguanta un golpe fuerte? Lo que realmente puso
el promotor frente a lo que debe.



Sostenibilidad

¿Sigue en pie cuando el ciclo se voltea? Historial,
diversificación y gobierno corporativo.



Un buen concepto no solo dice si hay riesgo: dice en cuál de los tres horizontes está y qué condición lo controla.

¿Alcanza la caja? Lo que hay que mirar

Cuatro verificaciones concretas

- Recaudo real frente a lo proyectado: es el indicador más confiable del sector
- Calendario de vencimientos de la deuda frente a la fecha de escrituración: si la deuda vence antes, habrá que refinanciar
- Costo pendiente por ejecutar frente a los recursos comprometidos y disponibles
- Saldo del fideicomiso: cuánto hay y cuánto está ya destinado a compromisos ciertos



Cuidado con un indicador engañoso

La razón corriente —activo corriente sobre pasivo corriente— suele verse excelente en una constructora porque los inventarios inflan el numerador.

Esos inventarios son ladrillo, no dinero. No sirven para pagar la nómina del próximo mes.

La liquidez de Grupo Altavista: dos indicadores, dos historias

Calculados sobre el mismo balance del expediente. Uno tranquiliza y el otro alarma: por eso hay que saber cuál mirar.

Indicador	Año 1	Año 2	Año 3	Qué está diciendo
Razón corriente	2,39x	2,23x	2,02x	Se ve saludable: por cada peso que debe tiene dos
Prueba ácida (sin inventarios)	0,86x	0,71x	0,57x	Sin contar la obra, solo tiene 57 centavos por cada peso
Rotación de inventarios	—	0,95 veces	0,57 veces	Los proyectos tardan de 385 a 645 días en rotar



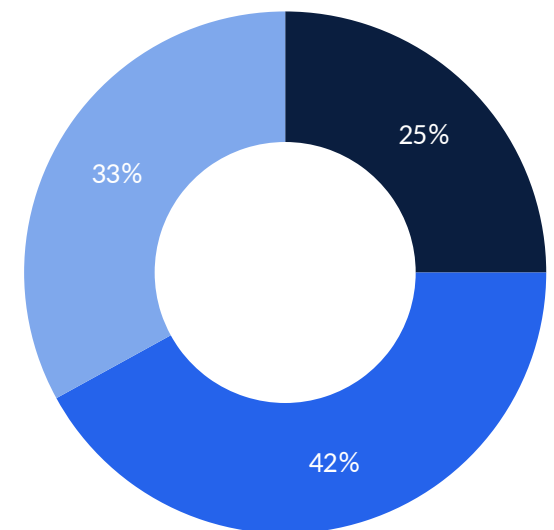
La razón corriente mejora la foto porque los inventarios son ladrillo, no dinero. La prueba ácida es la que responde si puede pagar la nómina del mes entrante.

De dónde sale la plata y qué obligación crea

Cada peso trae una obligación distinta

- Aporte del promotor: es el que asume las primeras pérdidas; entre más bajo, más riesgo trasladado a terceros
- Anticipos de compradores: financiación barata, pero crea la obligación de entregar unidades terminadas
- Crédito constructor: se desembolsa contra avance de obra y trae garantías y condiciones de cumplimiento
- Si las preventas se caen, alguna de las otras dos fuentes tiene que cubrir el hueco, y ambas cuestan más

Financiación típica de un proyecto de vivienda



■ Aporte del promotor ■ Anticipos de compradores
■ Crédito constructor

Estructura del proyecto Ciudadela del Norte sobre un costo total de \$119.876 millones.

¿Le da para pagar la deuda? El indicador que usa la banca

De todos los indicadores financieros, este es el que más aparece en los contratos de crédito y el que más conviene entender bien.

Indicador	Qué compara, en palabras simples	Cómo se lee
Cobertura del servicio de la deuda	El dinero disponible del proyecto frente a lo que hay que pagarle al banco en ese período	Por encima de 1,2 veces es lo que suele exigir la banca; por debajo de 1,0 no alcanza
Cobertura de intereses	Las utilidades operativas frente a los intereses causados	Exigir que se incluyan los intereses que se suman al costo de la obra, o quedará inflado
Deuda sobre costo del proyecto	Cuánto del proyecto financia el banco y cuánto el promotor	Referencia habitual: máximo entre 60% y 70%
Deuda sobre valor de ventas	La deuda frente a lo que vale el proyecto vendido	Mide el colchón disponible si los precios caen



Ejemplo sencillo: si el proyecto genera 12.000 millones en el año y debe pagar 10.000, la cobertura es de 1,2 veces. No sobra casi nada.

Cómo se arma la cobertura del servicio de la deuda

Semestre 5 del proyecto Ciudadela del Norte, en millones de pesos. Es una resta y una división: hágalas usted, no las reciba hechas

Paso del cálculo	Como se estructuró	Situación al mes 20
Recaudo del semestre	34.971	29.402
(-) Costos y gastos del semestre	18.212	19.585
(=) Flujo operativo disponible	16.758	9.817
Intereses del semestre	1.215	2.849
(+) Amortización pactada de capital	4.970	9.803
(=) Servicio total de la deuda	6.185	12.652
Cobertura = flujo ÷ servicio	2,71x	0,78x



Para volver al covenant de 1,20x el proyecto necesitaría \$15.182 de flujo: faltan \$5.365 millones. Esa es exactamente la cifra que se exige en el requerimiento formal.

El interés que no se ve

Por qué la carga financiera real es mayor que la reportada

- Los intereses del crédito constructor se suman al costo del proyecto (se capitalizan al inventario) y por eso no aparecen como gasto en el estado de resultados
- En los estados financieros de Altavista, año 3: utilidad operacional de \$2.000 sobre gastos financieros de \$3.300 da una cobertura de 0,61x
- Esa cifra ya es mala, y todavía excluye los intereses capitalizados de los proyectos en curso
- Consecuencia: el indicador se cumple en el papel mientras la carga real crece fuera de la vista



La cláusula que lo corrige

Al pactar el covenant hay que definir expresamente que la cobertura se calcula incluyendo los intereses capitalizados al costo del proyecto.

Sin esa definición, el promotor puede certificar cumplimiento con una cifra técnicamente cierta y económicamente falsa.



Redacción sugerida: "para efectos de este covenant, se entenderá por carga financiera la totalidad de los intereses causados, incluidos los capitalizados al costo del proyecto".

Qué significa cada indicador y qué riesgo jurídico representa

Esta matriz es la herramienta central del programa. Llévesela impresa: sirve el lunes siguiente.

Indicador	Qué significa	Riesgo jurídico que representa
Flujo de caja del proyecto	Si el dinero disponible cubre el costo pendiente por ejecutar	Imposibilidad de entregar; responsabilidad frente a compradores
Liquidez y recaudo	Si entra dinero al ritmo previsto en el plan comercial	Incumplimiento de pagos y de obligaciones del fideicomiso
Endeudamiento del proyecto	Cuánto pesa la deuda frente al aporte real del promotor	Traslado indebido del riesgo a compradores y a la fiduciaria
Cobertura de la deuda	Si el proyecto genera para pagar la cuota del período	Causal de incumplimiento y aceleración de la deuda
Cobertura de intereses	Si la operación soporta su carga financiera	Deterioro que anticipa la reclamación del acreedor
Deuda sobre costo y sobre valor	Qué financia el banco y qué colchón hay si caen los precios	Insuficiencia de garantías y controversia sobre su ejecución
Sensibilidad y estrés	Cuánto resiste el proyecto ante escenarios adversos	Omisión del deber de previsión: no anticipar lo previsible

Qué cláusula lo gobierna, qué evidencia lo prueba

Indicador	Cláusulas relacionadas	Evidencia a revisar y decisión que habilita
Flujo de caja del proyecto	Destinación específica; aportes adicionales; condiciones de desembolso	Extracto del fideicomiso y avance certificado → exigir aporte o condicionar desembolso
Liquidez y recaudo	Obligación de información periódica; preventas mínimas	Informe de recaudo y desistimientos → requerimiento formal y seguimiento reforzado
Endeudamiento del proyecto	Equity mínimo; limitación de endeudamiento adicional	Certificación de aportes desembolsados → bloquear nueva deuda o exigir capitalización
Cobertura de la deuda	Covenant financiero; período de cura; causal de incumplimiento	Certificación de cumplimiento → plazo condicionado, suspensión o declaratoria
Cobertura de intereses	Covenant financiero; restricción de distribuciones	Detalle de gastos financieros → bloquear distribuciones al promotor
Deuda sobre costo y sobre valor	Garantías; obligación de reforzarlas; avalúos periódicos	Avalúo vigente y saldo de deuda → exigir garantía adicional o ajustar cupo
Sensibilidad y estrés	Plan de contingencia; gatillos de revisión	Escenario adverso documentado → fijar umbrales y condiciones de continuidad

El punto de equilibrio, en números

El contrato exige 40% de preventas antes de desembolsar. Traducido a unidades y a meses, la cláusula dice otra cosa.

1

Unidades exigidas

320 unidades del proyecto por el 40% pactado en el contrato de fiducia

$$320 \times 40\%$$

=

128

Es el mínimo que debe venderse antes de tocar el crédito

2

Meses según el plan

128 unidades al ritmo de 8 mensuales que proyectó el promotor

$$128 \div 8$$

=

16

Dieciséis meses de preventas antes de iniciar la obra

3

Meses al ritmo real

128 unidades al ritmo efectivo de 5,2 mensuales del mes 14

$$128 \div 5,2$$

=

25

Nueve meses más de exposición para los recursos de los compradores



La misma cláusula, con dos ritmos de venta distintos, produce nueve meses de diferencia. Por eso una prórroga del punto de equilibrio nunca es un trámite.

Los cinco covenants de Ciudadela del Norte

Las condiciones efectivamente pactadas, con su cifra al estructurar y al mes 20. Dos vienen del contrato de crédito y tres del contrato de fiducia.

Condición pactada	Umbral	Al estructurar	Al mes 20	Estado
Preventas mínimas antes de desembolsar	40%	41,4%	25,0%	INCUMPLE
Aporte mínimo del promotor	30.000	30.000	30.000	Cumple
Cobertura del servicio de la deuda	1,20x	2,71x	0,78x	INCUMPLE
Loan to Cost máximo	35%	13,8%	24,5%	Cumple
Bloqueo de distribuciones	1,30x	2,71x	0,78x	SE ACTIVA



Se rompen tres de cinco, no los cinco. Ese matiz es el que obliga a decidir con criterio: el proyecto está tensionado, no liquidado.

Covenants: el riesgo convertido en cláusula

Un covenant es una obligación de comportamiento financiero pactada en el contrato. Es el instrumento donde el análisis financiero y el trabajo jurídico se encuentran.

Condición pactada	Qué protege	Qué debe activar si se incumple
Preventas mínimas antes de iniciar obra	Que no se construya sin demanda comprobada	Suspensión de desembolsos y revisión del cronograma
Aporte mínimo del promotor	Que quien decide también arriesgue su patrimonio	Exigencia de aporte adicional antes de continuar
Cobertura mínima de la deuda	Que el proyecto pueda pagar lo que debe	Reporte inmediato, período de cura y plan de acción
Cuentas de reserva	Que exista un colchón para imprevistos y para el servicio de la deuda	Reposición obligatoria antes de cualquier otro pago
Bloqueo de distribuciones	Que no salga utilidad mientras haya alertas activas	Retención automática de excedentes al promotor



Un covenant sin consecuencia pactada es una declaración de buenas intenciones. Lo que protege no es el indicador: es lo que ocurre cuando se rompe.

Cuatro protecciones estructurales que conviene exigir



Aporte del promotor desembolsado primero

Que su dinero entre antes que el del banco y el de los compradores, no al final



Reserva para el servicio de la deuda

Un fondo equivalente a varios meses de pagos, intocable salvo para ese fin



Período de cura definido

Un plazo cierto para corregir el incumplimiento, con obligación de informar desde el primer día



Obligación de información periódica

Reportes con fecha, formato y responsable: sin información oportuna no hay diligencia posible

Criterio práctico

Estas cuatro condiciones no encarecen el negocio de manera significativa y evitan la mayoría de los conflictos que terminan en litigio.

Son el mejor retorno disponible por esfuerzo de estructuración.

El otrosí que cambia el riesgo sin que nadie lo recalcule

Modificaciones frecuentes y su efecto real

- Prórroga del punto de equilibrio: alarga el tiempo en que los recursos de los compradores quedan expuestos
- Ampliación del plazo de obra: encarece el proyecto y desplaza la escrituración frente al vencimiento de la deuda
- Cambio del alcance o de la mezcla de unidades: altera el precio promedio y el ritmo de ventas proyectado
- Flexibilización de un covenant: elimina la única herramienta que permitía exigir a tiempo



La pregunta antes de firmar

¿Qué indicador cambia con este otrosí y quién lo recalculó?

Si la respuesta es que nadie lo recalculó, el documento está trasladando riesgo sin que ninguna de las partes lo haya cuantificado.



Regla práctica: todo otrosí con efecto sobre plazos, alcance o covenants debe llegar al comité con el indicador recalculado.

El marco que enmarca la decisión

Marco	Qué exige	Implicación para la fiduciaria
Régimen fiduciario y Circular Básica Jurídica	Deberes de diligencia, información y segregación de recursos	La verificación financiera es soporte del deber de asesoría y de protección
Ley 1796 de 2016	Supervisión técnica independiente y amparos al comprador	Refuerza los controles sobre licencias, pólizas y calidad de la obra
SARLAFT	Conocimiento del cliente y origen de los recursos	Aplica a fideicomitentes, aportantes y compradores relevantes
Normas contables (NIIF)	Cuándo se reconoce el ingreso y cómo se valoran inventarios y deuda	Explica por qué la utilidad reportada puede no reflejar la realidad del proyecto
Estándares de la banca aliada	Condiciones de crédito, covenants y reportes	Anticipar la posición del banco evita sorpresas en el comité

Del cumplimiento formal a la viabilidad real

Lo que hay que verificar en cada proyecto

- Licencias vigentes y sin condiciones pendientes de cumplir
- Certificación del punto de equilibrio con soportes de ventas efectivas y cierre financiero
- Pólizas de cumplimiento, estabilidad de obra y amparo decenal
- Supervisión técnica independiente y actas de interventoría al día
- Origen de los recursos de fideicomitentes y aportantes



Riesgo regulatorio = riesgo financiero

Una licencia caída o un punto de equilibrio certificado sin soporte real convierten un proyecto viable en una contingencia patrimonial para los compradores, para el banco y para la propia fiduciaria.

El checklist regulatorio no es un anexo del análisis: es parte del análisis.

Estructurar las condiciones del negocio

Instrucciones

- 1 El proyecto avanza: la banca aliada evalúa el crédito constructor y hay una propuesta de términos sobre la mesa
- 2 En equipos, definan las condiciones que exigiría la fiduciaria: preventas mínimas, aporte del promotor y reservas
- 3 Redacten tres covenants con su consecuencia y su período de cura
- 4 Con la matriz de traducción a la vista, verifiquen qué evidencia van a exigir para cada condición
- 5 Plenaria: comparen exigencias entre equipos y discutan las diferencias

TIEMPO

80 min (55 de trabajo + 25 de plenaria)

EQUIPOS

Los mismos de la Sesión 1

ENTREGABLE

Hoja de condiciones del negocio

ADVERTENCIA

Estas condiciones se pondrán a prueba en la Sesión 4

Mensajes clave de la sesión

1

La liquidez de una constructora se lee en el recaudo y en el calendario de vencimientos

2

La matriz de traducción conecta cada indicador con su cláusula, su evidencia y su decisión

3

Un covenant sin consecuencia pactada no protege: lo que protege es lo que ocurre al romperse

4

Cumplimiento regulatorio y viabilidad financiera son inseparables en el negocio fiduciario



Próxima sesión → Herramientas Avanzadas para el Diagnóstico Financiero y Gestión de Riesgos