Tendencias del *Project Finance* en Colombia

Conozca en este artículo el potencial de Colombia para desarrollar proyectos de infraestructura, las perspectivas en transacciones de M&A, así como la importancia de contar con buenas métricas financieras, de realizar procesos de *Due Diligence* y de alinear sinergias en las operaciones que involucran un *Project Finance*, entre otros.

Elaborado por Esteban Jiménez, socio de Deloitte Legal Colombia.

Colombia cuenta con territorio en desarrollo que podría ser potenciado mediante proyectos de infraestructura. Esto se ha identificado como una oportunidad para la ejecución de nuevas obras que generen beneficios para las comunidades, particularmente, por el impacto en la educación y el empleo.

Igualmente, existen reservas y sensibilidades al riesgo e incertidumbre por parte de los inversionistas al involucrarse en proyectos de alta envergadura en el país. Como consecuencia, han sido cuestionadas, en ocasiones, las decisiones tomadas frente al mecanismo de las vigencias futuras, un instrumento presupuestal clave para los compromisos plurianuales y cuya desestimación podría impactar negativamente al sector.

Por otro lado, el programa de la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI), originado en 2011, posicionó a Colombia como un destino atractivo para la inversión, con un proyecto de alrededor de USD50 billones, aspecto que mejoró significativamente la confianza de los inversionistas, gracias a un sistema regulatorio y concesional transparente y un hito para la historia del país en materia de ingresos de origen extranjero.

Sin embargo, las modificaciones regulatorias y estructurales sobre el uso de las concesiones, el aplazamiento de las inversiones y el estancamiento del pipeline de proyectos, no ha fungido un papel determinante para mejorar la imagen de Colombia como atractivo de inversión.

Dinamismo y desafíos: evolución del sector financiero colombiano y perspectivas para 2025

En los últimos 10 años, se ha observado una mejoría en el acceso que tiene la población colombiana a establecimientos financieros. En 2015, cerca del 75% de la población adulta contaba con al menos algún producto financiero en uso. En 2024, la cifra aumentó a 83%, según el último reporte de inclusión financiera de Banca de las Oportunidades (septiembre de 2024).

En términos generales, el sector financiero se caracteriza por un notable dinamismo. En el período comprendido entre 2006 y 2024, se registra el segundo mayor promedio de crecimiento anual, con un 6.5%, solo superado por el sector de entretenimiento, con un crecimiento anual del 6.9%.

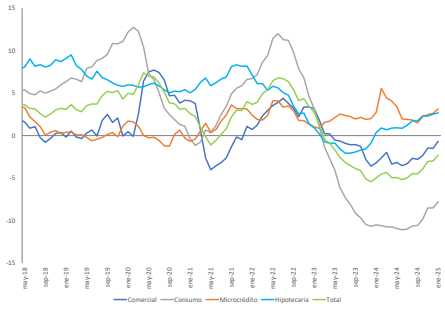
No obstante, 2024 fue un año desafiante debido a las altas tasas de interés, el deterioro de la cartera y una menor demanda de crédito. En ese mismo año, la economía colombiana creció un 1.74%, destacándose los sectores agropecuario, público y de entretenimiento. A pesar de su histórico dinamismo, el sector financiero presentó en 2024 su menor tasa de crecimiento desde 2006 (0.4% anual).

Según la Encuesta sobre la Situación del Crédito (ESC) del segundo semestre de 2024, realizada por el Banco de la República, las instituciones financieras percibieron una disminución en la demanda del mismo en todas las modalidades, excepto en la comercial. La principal razón que impide otorgar un mayor volumen de crédito es la falta de capacidad de pago de los solicitantes. Otros motivos incluyen la actividad económica de los clientes y la falta de interés por parte de estos.

Este panorama se ha reflejado en una significativa disminución de la cartera de los bancos. Aunque en el último tramo de 2024 se observó una reducción en el deterioro de las distintas modalidades de crédito, las más grandes, como la comercial y la de consumo, continúan mostrando tasas de crecimiento negativas.

Por su parte, las captaciones del sistema financiero también se deterioraron durante gran parte del 2024, lo cual es consistente con la ESC que destaca la capacidad de pago como la mayor limitante para otorgar créditos.

Gráfica 1: crecimiento de cartera



Datos: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: Econosignal.

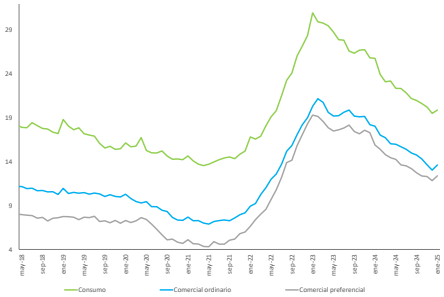
Gráfica 2: crecimiento de captaciones

Datos: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: Econosignal.

Se proyecta que el sector financiero recupere parte de su dinamismo y sea uno de los sectores que más se destaque en 2025.

A pesar de que las tasas de interés de colocación han disminuido pronunciadamente desde enero de 2023 (gráfica 3), la demanda de crédito no se vio estimulada. Sin embargo, para 2025 la situación podría revertirse moderadamente. La calidad de cartera (cartera en mora como porcentaje de la cartera bruta total) alcanzó su máximo en mayo de 2024, esos momentos coinciden con bajo crecimiento de la misma (gráfica 4). Desde esa fecha se ha visto una reducción de la calidad de la cartera, acompañado de una desaceleración de la caída de la cartera total, se espera que la tendencia se mantenga en 2025 y se observe un crecimiento positivo en la primera mitad del año.

Gráfica 3: tasas de colocación



Datos: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: Econosignal.

Gráfica 4: calidad y crecimiento de cartera

Datos: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: Econosignal.

Con base en lo anterior, se proyecta que el sector financiero recupere parte de su dinamismo y sea uno de los sectores que más se destaque en 2025, creciendo 4.1%, por encima del 2.7% esperado para el total de la economía colombiana.

Perspectivas en M&A

En cuanto a las transacciones de M&A, se enfatizó la importancia de buenas métricas financieras y el elemental principio de la rentabilidad a un bajo riesgo.

Con respecto a este último, se ha evidenciado que los riesgos en infraestructura provienen de múltiples fuentes, incluyendo riesgos sociales como las consultas previas y de seguridad, relacionados con asuntos de orden público, por lo que es esencial demostrar a los financiadores certidumbre y transparencia en el análisis de riesgos, teniendo en cuenta la multiplicidad de factores que podrían afectar el buen desarrollo del proyecto.

Due Diligence

Existen dos tipos de *Due Diligence*, ambos, con una importante significancia para la transacción y que deben ser valorados en su conjunto: el *Due Diligence* contractual, donde se analizan los documentos proporcionados por el cliente, y el *Due Diligence* de la vida real, este último siendo de especial importancia para determinar y cuantificar los aspectos materiales que rodean a las empresas y a la operación, considerando aspectos de carácter territorial, de orden público, la seguridad de la zona y la pérdida de materiales, entre otros.

De lo anterior, es posible afirmar que esta etapa cumple un papel fundamental en la estructuración de operaciones. El *Due Diligence* analiza a un ser vivo, al crear hipótesis, escenarios y generar diferentes sensibilidades que terminan en la mejor estructuración financiera posible para un proyecto particular.

Asimismo, se debe tener en cuenta que la maduración de proyectos puede tomar hasta 5 años, por lo cual, todas las contingencias deben ser consideradas, de ahí la importancia de saber informar adecuadamente los riesgos al cliente.

Alineación de sinergias

Otro aspecto crucial para las operaciones que involucran un *Project Finance* es la alineación o confluencia de sinergias. Al respecto, existen múltiples jugadores y etapas en la transacción que pueden no siempre tener los mismos resultados. Sin embargo, las siguientes son fundamentales para el éxito del proyecto a la hora de hacer un acercamiento con los actores involucrados:

i. Debido a la preocupación de los inversionistas sobre el riesgo país, los negociadores han encontrado una herramienta de resolución para otorgar un respaldo a la inversión, esta es la alineación de sinergias entre bancos y concesionarios, especialmente cuando se involucran financiadores multilaterales como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), que ofrecen una protección natural a los contratos de crédito.

ii. En muchos casos, las entidades públicas son reacias a modificar cláusulas contractuales del contrato licitado, lo que puede desalinear intereses con los bancos, por ejemplo, en lo que respecta a la suscripción de consentimientos anticipados para garantizar el pago de la entidad financiera con cierta prelación en caso de cualquier contrariedad. Aunque todas las partes desean que las operaciones no sean paralizadas por estos aspectos, en muchos casos, terminan hundiéndose por la renuencia o falta de cooperación gubernamental.

iii. A su vez, desde una óptica psicológica, un aspecto que aún se encuentra bajo análisis, es la desalineación de sinergias al interior de la compañía cuando se lleva a cabo un proceso de adquisición del *target*. Por lo anterior, surgen dudas como ¿en qué momento de la operación cambia la mentalidad de los empleados para decidir sobre uno u otro bando, refiriéndonos al comprador y vendedor? o ¿de qué lado juegan los ejecutivos de la compañía que está siendo adquirida? La experiencia permite plantear que un pequeño porcentaje alinea sus intereses con el vendedor, lo cual no suele ser estratégico para propósitos de la protección de sus intereses posventa, mientras que otros son simpáticos con el vendedor, en aras de asegurar su continuidad en la empresa.

Aquello es de interés, debido a que son los empleados del target quienes preparan los Anexos de Revelación, es decir, generalmente son las personas que más conocen a la compañía que está siendo adquirida, siendo este uno de los puntos en los cuales los incentivos son disímiles, sobre todo en aquellos que ostentan cargos directivos, pues hacen valer su interés personal sobre el general y, terminan avalando el lado de la balanza del comprador.

Viabilidad financiera y estimación de la duración del proyecto

La elaboración de una tasa de descuento, considerando riesgos externos, implica el costo medio ponderado de capital, con una estructura típica de un 70% de deuda y 30% de *equity*.

La maduración de proyectos y el proceso de *Due Diligence* pueden extenderse, siendo la asignación de riesgos y la negociación las etapas más prolongadas en los *Project Finance*. En operaciones de M&A el cumplimiento de cronogramas suele ser un poco más exacto.

Impacto y responsabilidad de los proyectos

Finalmente, los proyectos de esta tipología tienen suma importancia para el progreso y avance de las comunidades. La inacción de los mismos puede tener consecuencias negativas en el ámbito económico y presupuestal. Por lo tanto, existe un papel importante en los responsables de los proyectos de hacer lo posible por llevarlos a buen término.

Al asesorar a clientes en operaciones de *Project Finance*, es crucial que la Firma tenga en cuenta los desafíos y oportunidades que enfrenta el sector de infraestructura en Colombia. Gestionar eficazmente los riesgos, asegurar la transparencia y mantener un firme compromiso con la responsabilidad social y ambiental son aspectos fundamentales para el éxito de estos proyectos. Además, es esencial alinear sinergias entre todos los actores involucrados, desde inversionistas hasta entidades públicas, para garantizar que las transacciones se desarrollen sin contratiempos y se logren resultados beneficiosos tanto para los inversores como para las comunidades impactadas.

Impacto tributario: proyecciones financieras con variables fiscales reales

El *Project Finance* prevé que los flujos de caja para el proyecto estén completamente determinados, previo a la iniciación del mismo, de cara a determinar la capacidad de endeudamiento, como el retorno de este. Para esto, el análisis tributario adquiere relevancia, ya que puede determinar si deben considerarse flujos adicionales frente a las utilidades para el pago de impuestos, "cajas atrapadas", entre otros. Vale la pena revisar en detalle, los siguientes temas:

i. Impuesto sobre la renta y complementarios: hay distintas consideraciones que se deben tener en cuenta en el impuesto de renta si se llevará a cabo un *Project Finance*, pues tiene distintas implicaciones en el ámbito tributario (costo fiscal en etapa de construcción, amortización de activos intangibles, ingresos obtenidos en la construcción, entre otros). Para estos efectos, se debe verificar el tratamiento fiscal aplicable, según la metodología o proyecto que ejecute la compañía.

ii. Impuestos indirectos: existen tratamientos fiscales que pueden aliviar la carga de la compañía, como el IVA descontable, si se cumplen los requisitos normativos. Será necesario verificar con la compañía la recuperabilidad del IVA pagado en el marco del proyecto y el impacto de otros impuestos indirectos como el GMF.

iii. Impuestos territoriales: es importante hacer una verificación de los tributos territoriales que se causarían en el marco del proyecto que decida ejecutar la compañía, pues este tipo de gravámenes son determinantes y suelen aumentar los valores de los proyectos. En muchos casos hay impuestos no previstos en la estructuración del proyecto que afectan los flujos como pueden ser las estampillas territoriales.

Finalmente, se precisa que la puesta en marcha de este tipo de proyectos tiene incentivos fiscales que podrían ser aprovechados por los contribuyentes, lo que impactaría directamente en la rentabilidad de estos.

*Este texto fue elaborado con la participación de Nicolás Barone, Gerente de Análisis Económico; José Camargo, Gerente Senior de Impuestos y Servicios Legales, y de Camila Jaimes, abogada de Deloitte Legal.

Contáctanos:

Esteban Jiménez
Socio líder de Deloitte Legal
Tel: + +57 310 3278 582
Email: estjimenez@deloitte.com

Deloitte se refiere a una o más entidades de Deloitte Touche Tohmatsu Limited ("DTTL"), su red global de firmas miembro y sus sociedades afiliadas a una firma miembro (en adelante "Entidades Relacionadas") (colectivamente, la "organización Deloitte"). DTTL (también denominada como "Deloitte Global") así como cada una de sus firmas miembro y sus Entidades Relacionadas son entidades legalmente separadas e independientes, que no pueden obligarse ni vincularse entre sí con respecto a terceros. DTTL y cada firma miembro de DTTL y su Entidad Relacionada es responsable únicamente de sus propios actos y omisiones, y no de los de las demás. DTTL no provee servicios a clientes. Consulte www.deloitte.com/co/conozcanos para obtener más información.

Deloitte presta servicios profesionales líderes de auditoría y assurance, impuestos y servicios legales, consultoría, asesoría financiera y asesoría en riesgos, a casi el 90% de las empresas Fortune Global 500® y a miles de empresas privadas. Nuestros profesionales brindan resultados medibles y duraderos que ayudan a reforzar la confianza pública en los mercados de capital, permiten a los clientes transformarse y prosperar, y liderar el camino hacia una economía más fuerte, una sociedad más equitativa y un mundo sostenible. Sobre la base de su historia de más de 175 años, Deloitte abarca más de 150 países y territorios. Conozca cómo los aproximadamente 460,000 profesionales de Deloitte en todo el mundo crean un impacto significativo en www.deloitte.com.

Tal y como se usa en este documento, Deloitte & Touche S.A.S., Deloitte Asesores y Consultores S.A.S., D Contadores S.A.S., Deloitte S.A.S. y D Profesionales S.A.S., tiene el derecho legal exclusivo de involucrarse en, y limita sus negocios a, la prestación de servicios de auditoría, consultoría, consultoría fiscal, asesoría legal, en riesgos y financiera respectivamente y otros servicios profesionales bajo el nombre de "Deloitte". Deloitte & Touche S.A.S., tiene el derecho legal exclusivo de involucrarse en, y limita sus negocios a, la prestación de servicios de auditoría y otros servicios profesionales bajo el nombre de "Deloitte". Deloitte Asesores y Consultores S.A.S., tiene el derecho legal exclusivo de involucrarse en, y limita sus negocios a, la prestación de servicios de consultoría, asesoría en riesgos y financiera, legal y otros servicios profesionales bajo el nombre de "Deloitte". D Contadores S.A.S., tiene el derecho legal exclusivo de involucrarse en, y limita sus negocios a, la prestación de servicios contables y otros servicios profesionales bajo el nombre de "Deloitte". Deloitte S.A.S., tiene el derecho legal exclusivo de involucrarse en, y limita sus negocios a, la prestación de servicios de aseguramiento y otros servicios profesionales bajo el nombre de "Deloitte". Y D Profesionales S.A.S., tiene el derecho legal exclusivo de involucrarse en, y limita sus negocios a, la prestación de servicios a las otras sociedades Deloitte en Colombia.

Esta comunicación contiene solamente información general y ni Touche Tohmatsu Limited ("DTTL"), su red global de firmas miembro o sus Entidades Relacionadas (colectivamente, la "organización Deloitte") está, por medio de esta comunicación, prestando asesoramiento profesional o servicio alguno. Antes de tomar cualquier decisión o tomar cualquier medida que pueda afectar sus finanzas o su negocio, debe consultar a un asesor profesional calificado.

No se proporciona ninguna representación, garantía o promesa (ni explícita ni implícita) sobre la veracidad ni la integridad de la información en esta comunicación, y ni DTTL, ni sus firmas miembro, Entidades Relacionadas, empleados o agentes será responsable de cualquier pérdida o daño alguno que surja directa o indirectamente en relación con cualquier persona que confíe en esta comunicación. DTTL y cada una de sus firmas miembro y sus Entidades Relacionadas, son entidades legalmente separadas e independientes.

© 2025 Deloitte & Touche S.A.S., Deloitte Asesores y Consultores S.A.S., D Contadores S.A.S., Deloitte S.A.S. y D Profesionales S.A.S., según el servicio que presta cada una.