

COMITÉ DE
INVERSIÓN,
FINANCIACIÓN Y
NUEVOS NEGOCIOS -
PRESIDENCIA
NACIONAL

Vivienda Multifamiliar en Renta

BASES DE UN MODELO DE NEGOCIO

2022



CONSTRUIAMOS
CON USTED



Deloitte.



Foto: Nomad 777, Bogotá, D.C. Operador CCLA



Vivienda Multifamiliar en Renta

BASES DE UN MODELO DE NEGOCIO

2022

TABLA DE CONTENIDO

Prólogo.....	4
1 Introducción	5
2 La vivienda en alquiler en el mundo: algunos casos internacionales.....	8
2.1 Estados Unidos.....	8
2.2 China	19
2.3 México.....	28
2.4 Chile.....	32
2.5 Nueva York, Santiago de Chile, Ciudad de México y Bogotá	37
3. Caracterización de los hogares arrendatarios en Colombia.....	40
3.1 Cantidad de arrendatarios.....	41
3.2 Personas por hogar arrendatario.....	42
3.3 Tipo de Ocupación.....	43
3.4 Jefe de Hogar	44
4 Modelo organizacional y contexto jurídico	48
4.1 Modelo Organizacional y de Gestión.....	48
4.2 Contexto Jurídico del arrendamiento institucional en Colombia	55
5 Modelo Financiero	59
5.1 Metodología.....	59
5.2 Estratos altos.....	60
5.3 Comparación Estratos Medios – Bajos.....	72
6 Consideraciones finales	78

PRÓLOGO

La misión de un gremio, además de representar ante la sociedad los intereses legítimos de un sector económico, consiste en la identificación y promoción de nuevas oportunidades de negocio y en el desarrollo de capacidades empresariales que permitan a todos los actores del sector inmobiliario incursionar manera exitosa en los nuevos quehaceres propuestos.

En desarrollo de esta importante misión, desde la presidencia nacional de Camacol se impulsó hace un par de años la conformación del *Comité de Inversión Financiación y Nuevos Negocios*¹, una de cuyas primeras tareas fue explorar y entender el modelo de negocio de la vivienda multifamiliar en arriendo, conocido también como *multifamily*, con el propósito de ambientar y propiciar su puesta en marcha en nuestro país en respuesta a la demanda de un creciente segmento de la población que manifiesta una clara preferencia por el arriendo y no por la propiedad de la vivienda.

El impulso a esta modalidad de vivienda en renta no riñe con el tradicional apoyo que desde el gremio se le ha dado a la construcción de vivienda para venta. Consideramos que este nuevo modelo puede contribuir a la atención de la necesidad habitacional de un creciente segmento de la población que manifiesta una clara preferencia por el arriendo y amplía la frontera de inversión en el sector toda vez que la vivienda ha demostrado ser uno de los usos inmobiliarios de menor riesgo y mayor resiliencia.

En el presente documento, elaborado por Camacol y Deloitte, se recoge, ordena y

profundiza el trabajo realizado por el *Comité de Inversión, Financiación y Nuevos Negocios* para identificar y caracterizar suficientemente los factores operativos, financieros y de gestión específicos de un proyecto de vivienda para renta, y la forma cómo estos interactúan en el contexto de la relación típica entre sus actores.

El modelo de negocio de la vivienda multifamiliar en arriendo presenta novedades en cuanto al diseño, comercialización y estructura de financiamiento resultantes justamente de la existencia de un único propietario y de un gestor profesional a cargo del aprovechamiento económico en la fase operativa del inmueble. En ese sentido, se propone establecer las acciones de política pública tendientes a desarrollar este modelo, lo cual requiere: 1) ajustes del marco legal y regulatorio, en particular para la creación de una figura de arrendamiento especializado, 2) crear incentivos para acelerar la inversión; y 3) plan de negocios para las empresas, financiadores, operadores y demás actores del ecosistema de la vivienda renta.

Destaco y agradezco los aportes recibidos de los afiliados y otros actores que han participado en las reuniones del Comité de Financiación, Inversión y Nuevos Negocios de la presidencia de Camacol. Por último deseo reconocer el trabajo realizado por los equipos de Deloitte y de la Vicepresidencia Técnica de Camacol a cargo de la elaboración de este documento y del diseño de la estrategia para el desarrollo del modelo de negocio.

Sandra Forero Ramírez,
Presidente Ejecutiva - Camacol

¹ Anteriormente denominado como Comité de Vivienda en Renta.

1. INTRODUCCIÓN

La oportunidad para la vivienda multifamiliar en renta en Colombia

La vivienda como activo generador de renta es uno de los principales y más seguros destinos de inversión en los mercados financieros y de capitales internacionales. En el caso de los Estados Unidos, principal referente de industria, se estima que una tercera parte de los hogares que vive en arriendo lo hace en un *multifamily*, que es el nombre dado a los proyectos de vivienda multifamiliar con vocación de renta y un único propietario. En América Latina Chile es el país que lidera el avance de este modelo de negocio. Según cifras reportadas por la Cámara Chilena de la Construcción, al término del primer trimestre de 2022 se identificaron 94 edificios en operación con un total de 21.409 unidades y un nivel de ocupación del 92%².

Históricamente los hogares latinoamericanos han tenido una marcada preferencia por la propiedad de las viviendas. Este es un factor profundamente arraigado en nuestra idiosincrasia y es común que las políticas públicas de acceso a vivienda apoyen la compra mediante el otorgamiento de uno o varios subsidios a la demanda. Sin embargo, en los últimos años se ha hecho evidente un creciente apetito por la vivienda en arriendo impulsado por la ocurrencia de importantes cambios en el número y tamaño de los hogares y por un nuevo conjunto de preferencias en cuanto al tamaño, ubicación y atributos de las viviendas. En paralelo con estas dinámicas humanas también se ha avan-

zado en la sofisticación y profundización de los mercados financieros locales que permite la introducción de nuevos instrumentos de ahorro e inversión.

La evidencia internacional sugiere que la coincidencia de estos factores demográficos y sofisticación de los mercados financieros conformarían las condiciones necesarias para el desarrollo de la vivienda multifamiliar en renta. Los cambios demográficos asegurarían la existencia de escala de mercado. Por su parte, la profundización de los mercados financieros aportaría la disponibilidad de fuentes de financiación de largo plazo para las que resulten atractivas y admisibles como fuente de retorno los ingresos por concepto de arriendos y consumo de amenidades de los habitantes de un proyecto en renta.

En Colombia, como lo veremos a continuación, ya se estarían dando las condiciones para el desarrollo de una oferta de vivienda multifamiliar en arriendo de manera similar como ocurrió en Chile y en México. Los factores que se estarían combinando en Colombia para permitir el despegue de este nuevo esta modalidad de negocio son: i) la consolidación de un importante stock de ahorro institucional administrado principalmente por los fondos de pensiones; ii) una nueva demografía en la que sobresalen la sostenida expansión de la clase media y la reducción en el tamaño pro-

² En el “Reporte de Renta Residencial” del primer trimestre de 2022 elaborado por Colliers y la Cámara Chilena de la Construcción se destaca la fortaleza de este tipo de activo que durante la pandemia por Covid-19 mantuvo niveles de ocupación superiores al 85%.

medio de los hogares colombianos; y, iii) la configuración de un nuevo conjunto de preferencias con respecto a la ubicación al tamaño y a los atributos de las viviendas.

1. Consolidación del ahorro institucional

Con la creación en 1993 de las Administradoras de Fondos de Pensiones en Colombia se sentaron las bases para el desarrollo de un mercado de inversión institucional de largo plazo. Según las más recientes cifras de la Superintendencia Financiera de Colombia, a la fecha el ahorro administrado por los por las administradoras de fondos de pensiones supera los 350 billones de pesos, monto equivalente a una tercera parte del producto interno bruto. Estos recursos de ahorro no existían hace 30 años y se han convertido en una importante fuente de inversión de la actividad productiva y de la deuda pública.

Asofondos estima que del total del ahorro depositado en los fondos de pensiones obligatorias un poco más del 3% se ha invertido en activos inmobiliarios, esto cerca de 11 billones de pesos. Los fondos de capital privado nacionales e internacionales son el principal vehículo a través del cual se han movilizado los recursos de ahorro pensional, seguidos por las titularizaciones inmobiliarias. En Colombia, los usos comerciales, tanto en desarrollo como en renta han sido los principales receptores de inversión institucional.

En el sector residencial hasta el momento la inversión institucional ha fluido modestamente hacia el desarrollo de proyectos de vivienda tanto VIS como No VIS y ya se registran casos de inversión institucional en proyectos de vivienda en renta tipo vivienda estudiantil y vivienda para adultos. La inversión institucional en proyectos de vivienda multifamiliar en renta VIS y No VIS es práctica-

mente nula a pesar del enorme potencial que sugieren las cifras.

Según Camacol, el valor de la inversión en activos inmobiliarios en Colombia durante los últimos doce meses a junio de 2022 se estima en 55 billones de pesos, en tanto que el valor del mercado de arriendos supera los 30 billones de pesos. Por otra parte, la actual demanda por vivienda se verá fortalecida con los 1,2 millones de nuevos hogares que se estima se formarán entre 2022 y 2026. A lo anterior debe sumarse el hecho de que según el DANE, el arriendo es la principal forma de tenencia de vivienda en el país con un 45,9% del total de hogares colombianos en esta forma de habitación. La media nacional es ampliamente superada en varios departamentos (Risarcaldá, Santander, Cundinamarca, Valle y Meta) con tasas de hogares en arriendo superiores al 50%. Para Bogotá este porcentaje se estima en el 48,7%.

2. Una nueva demografía

Colombia ha registrado un sistemático aumento del tamaño de su clase media. Según el DANE, en 2021 el 27,8% de los hogares podría considerarse de clase media. Al revisar las cifras regionales se encuentra que seis ciudades tienen más del 40% de sus hogares en clase media. Éstas son Medellín, Bogotá, Manizales, Bucaramanga y Tunja. La expansión de la clase media ha venido acompañada de un cambio notable en el tamaño de los hogares.

Según el Censo de Población DANE 2018, el 63,4% de los hogares estaba conformado por 3 o menos personas, mientras que en 2005 el 53,7% de los hogares estaba conformado por cuatro o más personas. Llama la atención el aumento en el tamaño de los hogares unipersonales que pasó del 11,1% del total en 2005 a 18,5% en 2018. En resumen, hoy en día Colombia tendría un mayor número de hogares

pero de menor tamaño y con mayor capacidad adquisitiva.

3. Nuevas preferencias en consumo de vivienda

Los anteriores cambios demográficos han corrido a la par con el surgimiento de nuevas preferencias en materia de consumo de vivienda. Consecuente con la reducción en el tamaño promedio de los hogares, los nuevos compradores se muestran dispuestos a adquirir unidades de menores áreas privadas idealmente acompañadas de equipamientos comunales privados más amplios y dotados. La calidad de los equipamientos comunales privados y las facilidades para el trabajo remoto desde casa se han constituido en un importante factor de diferenciación de los proyectos inmobiliarios en especial tras los confinamientos decretados durante los primeros tiempos de la pandemia por Covid-19.

También se está haciendo evidente una preferencia por ubicaciones más cercanas a las centralidades o enclaves de negocios con el fin de disminuir los tiempos de desplazamiento desde y hacia el hogar, no importando que cada vez más la oferta de vivienda disponible en estas ubicaciones sea principalmente de arriendo. Esta nueva demanda podría ser mucho más flexible y estar dispuesta a migrar entre diferentes productos inmobiliarios en función de los requerimientos propios de cada etapa del ciclo de vida y productivo.

El anterior análisis permite concluir que en Colombia ya están dadas las condiciones para el despegue del modelo de negocio de la vivienda multifamiliar en renta y ese es el mensaje que queremos transmitir a lo largo de este documento cuyo contenido está agrupado en cuatro grandes capítulos. En el primero se repasan diversas experiencias internacionales en el desarrollo del multifamily y se derivan algunas lecciones para su adopción. En el segundo capítulo se hace una completa caracterización de los hogares arrendatarios en Colombia como primera estimación del mercado potencial para los proyectos de vivienda multifamiliar en renta. En el tercero se revisan el modelo operativo y el marco legal para el arrendamiento institucional en Colombia. En el cuarto y último capítulo se presentan los supuestos y los modelos financieros propuestos como base para la construcción del modelo de negocio.

La publicación de este documento, que recoge los resultados de casi dos años de trabajo del Comité de Inversión, Financiación y Nuevos Negocios de Camacol, y la estrategia de divulgación y pedagogía entre afiliados y actores de la cadena de valor que se ha puesto en marcha dan cuenta del entusiasmo y compromiso con el que acompañamos el desarrollo del modelo de negocio de la vivienda multifamiliar en renta para Colombia.

Vicepresidencia Técnica – Camacol

2. LA VIVIENDA EN ALQUILER EN EL MUNDO: ALGUNOS CASOS INTERNACIONALES

Foto: Área privada apto Nomad 77, Bogotá, D.C. Operador CCLA



2.1 ESTADOS UNIDOS

Generalidades del mercado

La vivienda de alquiler multifamiliar es una forma común de acceso a la vivienda en los EE. UU, especialmente en áreas urbanas, con la mayoría de estos activos ocupados por inquilinos. El sector multifamiliar comprende 14.5 millones de unidades habitacionales en los 62 mercados metropolitanos más grandes de los EUA (Población > 1 millón de habitantes).

La parte del sector de multifamiliares que es de mayor interés para los inversores nacionales e internacionales son las comunidades de alquiler administradas profesionalmente con al menos 150 unidades. El Consejo Nacional de Viviendas Multifamiliares (NMHC por sus siglas en inglés) estima que el valor total de las propiedades de alquiler multifamiliares de EUA es de más de USD 3,3 billones.

Real Capital Analytics (RCA) divide a los propietarios de bienes raíces comerciales en cuatro grupos principales: instituciones, empresas públicas (REIT predominantemente cotizadas en bolsa), compradores privados e internacionales (todo tipo de empresas). Los compradores privados poseen el 68% del mercado multifamiliar (basado en el valor), e incluyen entidades de todos los tamaños, empresas y socios de capital nacionales e internacionales, y firmas y desarrolladores de alto patrimonio, centrados principalmente en metros o regiones individuales dentro de los EUA

La propiedad institucional de los activos multifamiliares ha aumentado en las últimas décadas, y se espera que esta tendencia continúe. Por ejemplo, hace 25 años, los activos multifamiliares representaban solo el 11% del índice de propiedad NCREIF; nichos

como el retail, el de oficina e industrial tenían cuotas de mercado sustancialmente más altas. Hoy en día, el sector multifamiliar representa el 24% del total y solo es superado por las oficinas por el valor total de mercado.

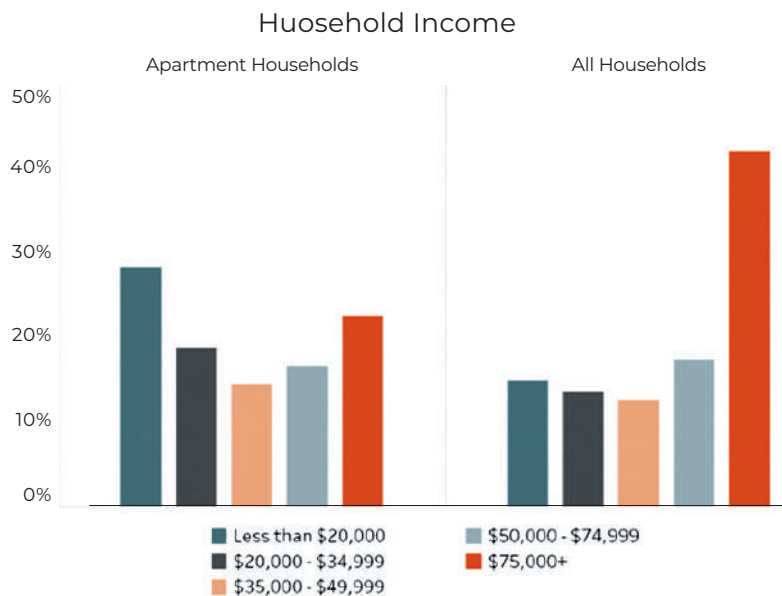
Los propietarios institucionales incluyen administradores de inversiones, fondos de pensiones, fondos de capital, compañías de seguros y fondos soberanos (SWF por sus siglas en inglés). La mayoría de los activos multifamiliares en los EUA son propiedad de empresas privadas nacionales. Actualmente, solo alrededor del 4% de los negocios multifamiliares son propiedad de empresas no estadounidenses. En los últimos años, la inversión directa de inversionistas offshore de todo tipo (desde SWF grandes hasta individuos de alto patrimonio neto) ha promediado aproximadamente el 6% del total. Los inversores internacionales son muy activos en el sector de manera indirecta a través de fondos de inversión, compras de acciones, REITs e inversiones de capital en empresas.

Condiciones de la demanda

En Estados Unidos aproximadamente un tercio de los hogares pagaba renta en 2005, cerca de la mitad de los solteros vivía en alquiler, al igual que más del 60% de los hogares menores a 35 años. En la misma línea, 42% de los inquilinos vivía en la ciudad central del área metropolitana, versus el 23% de los propietarios (Downs, 2008), de hecho, la distancia media de la vivienda en alquiler al centro es un 32% menor que para el caso de aquella en propiedad (Belsky & Drew, 2008). Esto demuestra que la propiedad es más común en áreas suburbanas y existe una prima directa por ubicarse en propiedades multifamiliares ubicadas cerca de los centros urbanos.

En términos de ingresos de los hogares, la Gráfica 2.1 muestra una visión de los ingresos de los hogares que viven en apartamentos frente a la totalidad de los hogares, concentrándose en los primeros una mayor población que tiene ingresos por debajo de los \$20.000 USD y en la segunda categoría, aquellos con ingresos por encima de los \$75.000 USD.

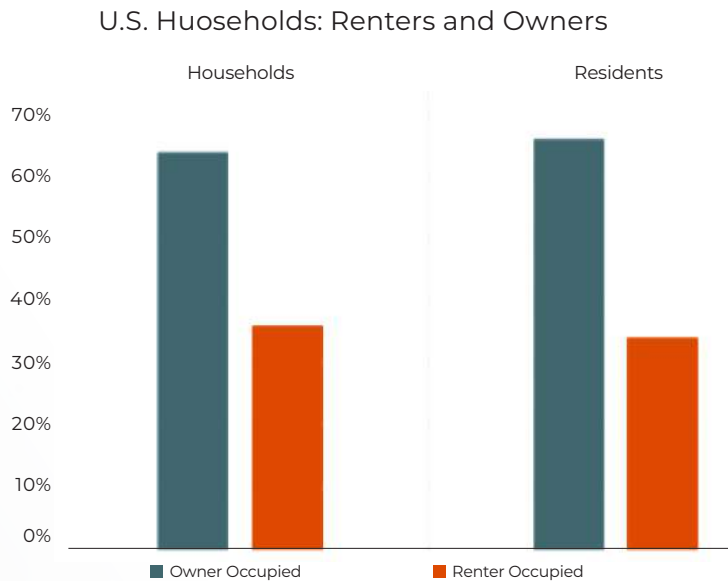
Gráfica 2.1. Ingresos de los hogares 2018



Source: NMHC tabulations of 2018 American Community Survey microdata, US Census Bureau Updated 12/2019

Por otro lado, el Gráfica 2.2 muestra la distribución de los hogares estadounidenses entre propietarios y arrendatarios. Si bien el porcentaje de propietarios en Estados Unidos, tanto en la generalidad de los hogares como en los residentes, es muy superior a la de los arrendatarios, no se percibe mayor diferencia entre los hogares y residentes propietarios, frente a los hogares que arriendan, rondando la de los propietarios un promedio del 65% y la de los residentes un promedio del 35%.

Gráfica 2.2.
Hogares propietarios y arrendatarios



Source: 2018 American Community, 1-Year Estimates, US Census Bureau Updated 12/2019

También existen diferencias generacionales importantes en materia de la decisión de ser propietario. Para la población millennial de EUA (de 22 a 37 años), alquilar es la forma más común de vivienda. Existen 71 millones de personas que encajan dentro de esta generación, y el número promedio de las personas para cada edad son 4.5 millones. El promedio es del 10% superior a los promedios de 4.1 millones para las dos generaciones anteriores.

En 2016 la tasa de propiedad de vivienda entre 25 y 29 años era de 31% y de 45% entre los 30 a 34 años, niveles que están muy por debajo del promedio nacional del 64%. Mientras que los millennials alcanzan etapas de la vida en las que la compra de vivienda generalmente se acelera, a diferencia de las anteriores generaciones, se están moviendo lentamente hacia la propiedad de vivienda. Los millennials están retrasando el matrimonio y el comienzo de una familia tradicional, los cuales son momentos que detonan la compra de una vivienda.

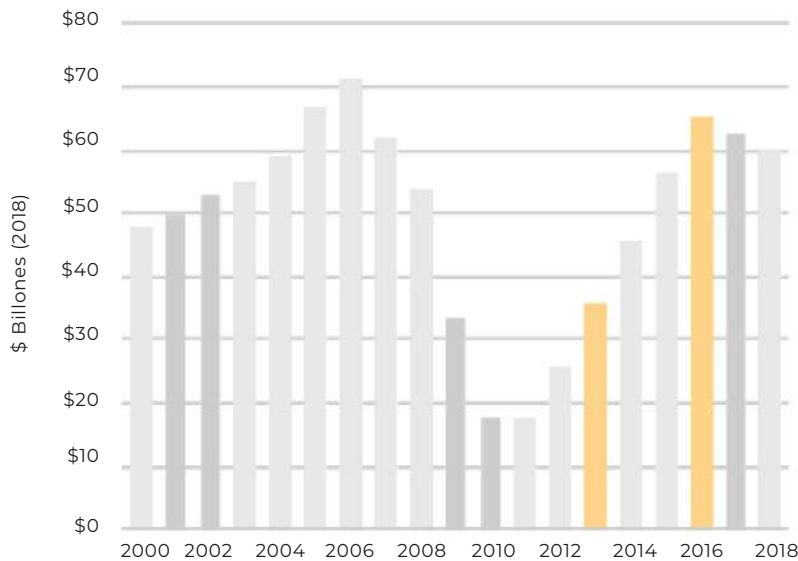
La media de la edad del primer matrimonio en los EUA ha aumentado a 29.5 años por hombres y 27.4 para mujeres, ambos dos años más que hace una década. Por primera vez en la historia, la tasa de natalidad para mujeres de 30 años a 34 fue mayor que la tasa de mujeres de 25 a 29 años. (CBRE, 2020).

Condiciones de la oferta

En el período anterior a la de la Gran Recesión, es decir entre 1998 y 2006, el número de edificios iniciados con 5 o más unidades fluctuó entre 293 mil y 315 mil unidades. Las terminaciones oscilaron entre 263,000 y 305,000 unidades, mientras que el número de unidades en construcción ha aumentado constantemente. La recesión provocó una caída de 100,000 unidades en 2006 y 2007, y las terminaciones tocaron fondo en 130,000 unidades en 2011. El gasto en la construcción de vivienda multifamiliar se desplomó, alcanzando un mínimo de \$14.7 USD Mil millones para 2010. En dólares reales (ajustados por inflación), la actividad de construcción cayó en 75% entre 2006 y 2010. La actividad se estabilizó en 2011, y luego se aceleró rápidamente en los siguientes cinco años, alcanzando su punto máximo en 2016 cerca de los elevados niveles registrados antes de la crisis del subprime.

Gráfica 2.3. Construcción de Multifamily

Real Multifamily Construction Put-in-Place



Source: US Census Bureau, Construction Expenditures

De acuerdo con la Encuesta de Absorción del Mercado de Unidades Multifamiliares (SOMA) realizada por la oficina del Censo de los Estados Unidos, se lograron identificar los siguientes factores de mercado en cuanto a las tipologías de vivienda:

- La construcción de vivienda en alquiler ha tenido un fuerte crecimiento en los últimos 5 años, correspondiendo el mayor porcentaje de las unidades de alquiler sin amoblar.
- Los apartamentos sin amoblar siempre han tenido una mayor cantidad de unidades en el mercado frente a los condominios o unidades cooperativas.
- La tipología de apartamentos en condominios representa aproximadamente el 5% del total de las unidades finalizadas en edificios de 5 o más unidades durante el primer trimestre de 2018, estimándose un total de 3.800 unidades.

- De esas 3.800 unidades del primer trimestre de 2018, aproximadamente el 77% fueron absorbidas dentro de los 3 meses posteriores a su finalización. Por otro lado, el porcentaje desarrollado en esta tipología para el primer trimestre de 2018 con dos habitaciones fue del 42%, seguido de las de 3 o más habitaciones con 31% y por último las de menos de dos habitaciones con 27%.

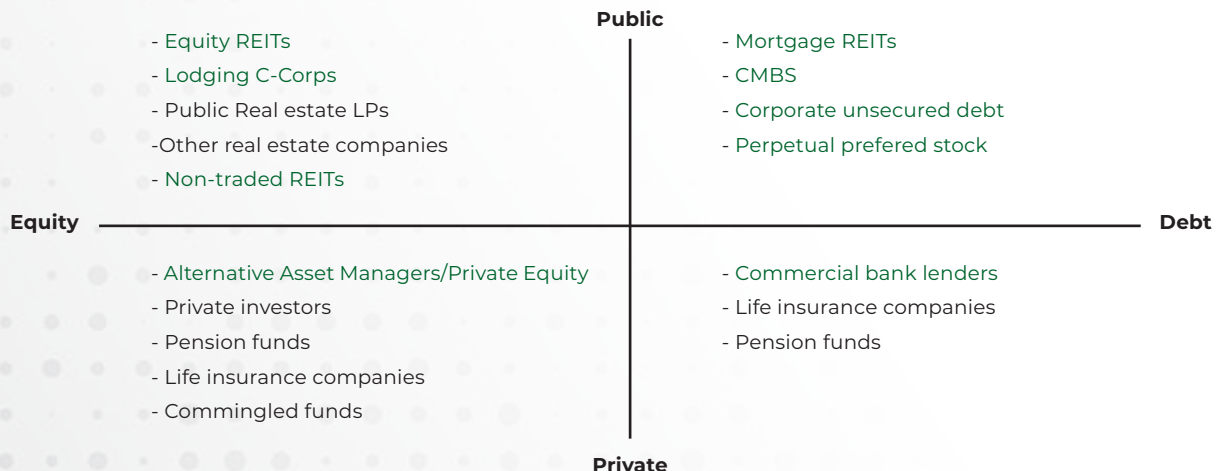
Contexto jurídico (Massachusetts Law Reform Institute, 2010)

En Estados Unidos, en cada estado y en el Distrito de Columbia rige una mezcla de derecho estatutario y derecho consuetudinario, con tres niveles de leyes: federal, estatal y local. Según el derecho consuetudinario, los cambios en la ley se producen a través de la jurisprudencia y la nueva legislación, a cada una de las cuales se les asigna el mismo peso. Con respecto a los bienes raíces residenciales, existen requisitos federales y locales. En ambos niveles, el propósito de las regulaciones es proteger al consumidor. Las regulaciones federales aseguran que los prestamistas revelen completamente todos los costos y gastos de financiamiento; es decir, todos los pagos de intereses, tarifas y costos de cierre durante la vida del préstamo.

Dentro de estos bienes residenciales se encuentran las viviendas multifamiliares. Estos activos son de propiedad y están operadas por privados, no por el sector público. La propiedad puede ser con o sin fines de lucro. Los propietarios reciben subsidios del gobierno (federal y estatal) para reducir el costo de sus hipotecas o para rehabilitar viviendas existentes o construir nuevos apartamentos. A cambio, están obligados a reservar un cierto porcentaje de apartamentos como asequibles para personas de ingresos bajos y medios. La vivienda multifamiliar en Estados Unidos es regulada por el Código Civil. Management and disposition of multifamily housing projects. (Cornell Legal Information Institute, 2020). En este marco legal existen diferentes actores para el negocio de multifamily, cuyo papel e importancia se explica a continuación.

A. INVERSIONISTAS

Dentro del mercado de Real Estate en EEUU (así como en otros países), podemos encontrar un “cuadrante” de inversionistas:





Camacol 65 años

CONSTRUYENDO SUEÑOS




CAMACOL
CAMARA COLOMBIANA
DE LA CONSTRUCCIÓN



Los mercados públicos son aquellos en los cuales pequeñas y homogéneas unidades de participación en activos (shares) son transadas o negociadas en el mercado público (bolsa de valores). En este mercado, los compradores y vendedores están participando simultáneamente con los precios disponibles para todo el público. Por esta característica, este mercado es altamente líquido.

Los mercados privados, por el contrario, son aquellos en los que se transan activos en negociaciones privadas entre compradores y vendedores. Usualmente se usan brokers para que ambas puntas puedan conocerse, de tal manera que este mercado tiene la característica de ser ilíquido y con tickets de transacción mucho más altos para mitigar costos de transacción.

El mercado de deuda considera simplemente el derecho a recibir un flujo de caja futuro por parte de los deudores por las obligaciones que hayan asumido. El pago puede ser por intereses, capital, entre otros cobros. Una de las características principales, es que los tenedores de estos títulos tienen el derecho preferencial de recibir los flujos pactados que el activo subyacente (el bien inmobiliario) genera periódicamente, sobre otros acreedores o socios.

En contraste, el mercado de equity es aquel en el que los propietarios de los activos reciben el flujo de caja residual o subordinado generados por la propiedad o empresa. Por supuesto, esta característica hace que esta clase de activos sean más riesgosos que los de deuda. En retorno a este riesgo, los propietarios de la participación en equity tienen control gerencial sobre la propiedad o empresa y adicionalmente disfrutan de cualquier “upside” que genere la valoración del activo o sus flujos de caja. A diferencia de los loan assets, a propiedad por los activos en equity es infinita. Es decir que por naturaleza estos activos gozan de más incertidumbre.

En general se puede decir que el mercado de Real Estate es atractivo por representar un bajo nivel de riesgo relativo y brindar cobertura a ciertos factores. Sin embargo, se puede afirmar que el componente riesgoso del Real Estate es el componente de valorización y no el flujo de caja. Esto es concluido una vez analizada la volatilidad y el retorno de los componentes de caja y valoración por separado. Eso se explica por el cambio demográfico masivo, particularmente desde la crisis del subprime, junto con el creciente interés en el sector multifamiliar por parte de inversores institucionales, la liquidez proporcionada por empresas patrocinadas por el gobierno y la evolución del mercado de hipotecas comerciales.

Firmas y empresas que no están dentro del sector Real Estate

Dentro de los jugadores naturales de la finca raíz están las empresas del sector real. Sobre estas hay que decir que usan los activos inmobiliarios como colaterales para deudas, entre otras razones. Por otro lado, las corporaciones, a pesar de poseer la mayoría de las acciones de CRE (commercial real estate), no hacen parte activa de las transacciones inmobiliarias. Adicionalmente, las corporaciones que compran activos inmobiliarios suelen retenerlas por un largo periodo de tiempo. Una de las razones es que estas grandes corporaciones buscan ciertas especificaciones en sus inmuebles. Sin embargo, bajo el propósito de este informe, no entraremos a analizar cómo afectan la liquidez, valoración y otros fundamentales del mercado.

Equity REITS – Mercado Público

REITS – Real Estate Investment Trusts es un vehículo de inversión financiero de carácter privado o público, en el que una empresa es propietaria o financia propiedades inmobiliarias generadoras de renta. Para catalogarse como un REIT, estas empresas deben cumplir varias condiciones como: distribuir el 90% de los dividendos para estar exentos de impuestos de renta, tener un mínimo de inversiones en bienes raíces, el porcentaje de sus ingresos debe provenir de un porcentaje específico de bienes inmuebles, adquirir propiedades para la renta y no venta, entre otros.

Hay REITS de equity, deuda y mixtos. En este apartado, debido a que se está explicando el mercado de equity, se explicará con más detalles los REITS cuya naturaleza sean de equity y no de deuda. Para estas empresas el estímulo principal para estructurarse como un REIT son las exenciones de impuestos. Por otro lado, los REITS también son un mecanismo de inversión alternativa en el mercado secundario público para inversionistas que buscan exposición a bienes raíces generadores de renta.

Equity - Mercado Privado

Las inversiones en private equity real estate son generalmente inversionistas institucionales como fondos de pensiones fondos soberanos (instituciones gubernamentales de países extranjeros que invierten en nombre de una nación), U.S. Insured Depository Institutions, Compañías subsidiarias bancarias, fondos de fondos, family offices, compañías de seguros, endowments y otras instituciones privadas, asset managers que invierten en nombre de otros inversionistas, inversionistas privados acreditados, HNWI (high networth individuals), entre otros. Así mismo, para dicho fin se estructuran varios vehículos como limited partnerships, LLCs, S-corps, C-corps, collective investment trusts, private REITs, separate insurer accounts, entre otras estructuras legales.

Cada uno de los actores mencionados tiene una estrategia de inversión diferente, por esta razón se usan índices como NCREIF o CPPI(RCA), con el fin de entender las rentabilidades y volatilidades promedio. A diferencia de los REITS explicados anteriormente, este tipo de inversiones en Multifamily ha reflejado retornos menores ubicados en el rango de 9% y 12%. Así mismo, las volatilidades de dichos retornos también son menores a los REITS. Los porcentajes de volatilidad se encuentran entre 4,2% y 5,2% respectivamente. Dado que los retornos del NCREIF son calculados con base en avalúos, puede ser una explicación de una menor volatilidad.

Finalmente, se observa que el retorno del componente de ingresos es del 7% y del componente de valorización es de 1,97% y 4,5% respectivamente. Es decir, que el análisis de retornos por componentes entre REITS y vehículos privados son muy similares. A pesar de esta similitud, hay fuerte evidencia que los vehículos privados están más expuestos a variaciones en las variables del ciclo de negocio que el mercado público.

Inversionistas Institucionales

Previamente se mencionó que los inversionistas institucionales hacen parte del gran espectro de inversionistas en el sector privado y público y de equity y de deuda. Se

entiende por inversionistas institucionales, aquellos que administran y gestionan inversiones de otras personas naturales o jurídicas, de tal manera que sus posiciones de compra o venta dentro del mercado, son substancialmente más grandes que las de los otros inversionistas del mercado.

Este nicho de inversionistas ha crecido y evolucionado a lo largo del tiempo, por lo que es posible clasificarlos. El primer grupo, se conoce como los inversionistas institucionales tradicionales comprendido por fondos de pensiones, fondos de inversión y aseguradoras. El segundo grupo se le conoce inversionistas institucionales alternativos entre los cuales están hedgefunds (fondos de cobertura), fondos de capital privado, fondos soberanos y Exchange-traded Funds. La tercera categoría, la cual aún está en crecimiento y para muchos pueden no ser inversionistas institucionales, son aquellos Gestores de Activos quienes invierten en nombre de otros (esta última categoría depende de la profundidad del mercado). Por último, hay otros actores como los “endowments” (donaciones) y las “closed-ended companies” (fondos mutuos de inversión), entre otros que pueden entrar entre algunos grupos mencionados.

B. FINANCIADORES

En Estados Unidos la manera en la que se financia el desarrollo del multifamily es por medio de la adquisición de préstamos a largo plazo y con la compra de la deuda a los desarrolladores. Principalmente, las entidades encargadas de la compra de deuda y la generación de préstamos para el desarrollo de multifamily, suelen ser las GSE – Government Sponsored Enterprise – Empresas Patrocinadas por el Gobierno. Un ejemplo de este tipo de empresas son Fannie Mae o Freddie Mac, que fueron intervenidas por el gobierno federal a finales de 2008, tras la crisis financiera.

Estas empresas se dedican a comprar, garantizar y titularizar préstamos hipotecarios que cumplen ciertas condiciones y, en consecuencia, tienen cierta calidad crediticia. Su patrocinio público proviene de que fueron creadas por Ley del Congreso de los Estados Unidos, que les encomendó el desempeño de funciones de interés público y les concedió una línea especial para que, en caso de necesidad, puedan obtener financiación del Tesoro (Conthe, 2008).

“Las garantías a los préstamos que otorgan Fannie Mae y Freddie Mac reducen el riesgo para los prestamistas que hacen préstamos y para los inversores que podrían adquirirlos. Esto hace que los préstamos sean más asequibles y contribuye a la disponibilidad de préstamos de tasa fija a 30 años.”

(Oficina para la Protección Financiera del Consumidor, 2016)

Ahora bien, el volumen de préstamos para multifamily en el país aumentó de \$ 102,2 mil millones en el año 2019, a \$1,37 billones de USD, según la Mortgage Bankers Association. Eso es el 40% de los \$3.4 billones de hipotecas comerciales pendientes, un marcado contraste frente a lo observado 25 años atrás, cuando el saldo de los préstamos de multifamily — \$288 USD mil millones — ascendía al 22.7% de los \$1.27 USD billones de préstamos entonces pendientes (Boyle, 2019).

C. DESARROLLADORES

Para acotar estos hallazgos al Multifamily, los mayores constructores según el Multifamily National Housing Council son lo señalados en el Cuadro 2.1. Con estas cifras en mente, es evidente la magnitud del mercado de Multifamily en Estados Unidos. En promedio, las empresas del top-10 incrementaron un 22% las unidades iniciadas, correspondiendo esto a 970 unidades de multifamily de 2018 a 2019, lo cual le permitió a 8 de las empresas desarrolladoras de multifamily, mantenerse ranking.

Cuadro 2.1.
Constructores de mayor tamaño en el mercado Multifamily

NMHC 25 Largest Builders

Builder Rank 2020	Builder Rank 2019	Company Name	Units Started 2019	Units Started 2018	Corporate Officer	HQ City	HQ State
1	1	Summit Contracting Group, Inc.	9,065	8,828	Marc Padgett	Jacksonville	FL
2	2	Alliance Residential	7,603	6,228	Bruce Ward and V. Jay Hiemenz	Phoenix	AZ
3	3	Wood Partners	5,853	5,103	Joe Keough	Atlanta	GA
4	8	CBG Building Company LLC	5,688	3,920	Keith Anderson	Arlington	VA
5		Katerra, Inc.	5,675	5,552	Michael Marks	Menlo Park	CA
6	6	The NRP Group	5,240	4,005	J. David Heller	Cleveland	OH
7	4	The McShane Companies	4,954	4,429	Jim McShane	Rosemont	IL
8	5	Mill Creek Residential	4,949	4,360	William C. MacDonald	Boca Raton	FL
9	10	Greystar Real Estate Partners	4,738	3,454	Robert A. Faith	Charleston	SC
10	15	Oden Hughes	4,516	2,895	Steve Oden, Craig Hughes and Eric Taylor	Austin	TX

Fuente: (National Multifamily Housing Council , 2020)

D. OPERADORES

Teniendo en cuenta que los inversionistas institucionales (principalmente) invierten en real estate por la diversificación, cobertura frente a la inflación y el bajo riesgo que contienen, los asset managers deben actuar en pro de estas expectativas. Adicionalmente, el 94% de dichos inversionistas, confían en una tercera parte para administrar sus inversiones en real estate, ya que esta figura les proporciona flexibilidad y escalabilidad para crear un portafolio en este sector diversificando por estrategias o ubicaciones. Las terceras partes pueden ofrecerles un constante portafolio y experiencia en ciertos mercados.

En el especial caso de Multifamily, se ha descrito con anterioridad que es preferido por los inversionistas, al ser una inversión “defensiva” con respecto a otros sub-sectores inmobiliarios. Por esta razón, el sponsor, operador y/o el asset manager puede subestimar las expectativas del inversionista y dedicarse únicamente a mantener el valor en vez de generarlo.

Lecciones del caso estadounidense para Colombia

- La creación y consolidación de las GSE – Government Sponsored Enterprise – tales como Fannie Mae y Freddie Mac, las cuales facilitan el acceso a los fondos de préstamos para el desarrollo del multifamily, permiten que el mercado alrededor de este producto inmobiliario esté en constante movimiento, generando oferta diversa para los distintos tipos de perfiles que necesitan acceder a ella.
- Una regulación clara ayuda a que no solo se disminuyan los problemas entre inquilinos y arrendadores, sino también a que los desarrolladores tengan parámetros claros bajo los cuales se deben generar los proyectos, teniendo presentes además las distintas tipologías ya identificadas en el mercado.
- Al igual que en otros países del mundo, las dinámicas poblaciones, específicamente en lo referente a la conformación del hogar, definen una tipología con mayor demanda de multifamily, orientada a apartamentos de máximo 2 habitaciones.
- Tal como lo ha demostrado el comportamiento de este mercado en Estados Unidos en época de la presente crisis, los impactos negativos al negocio del multifamily son manejables a diferencia de los presenciados en otro tipo de activos como los comerciales o los de oficinas.
- En general se puede observar que la correlación de los retornos de multifamily con los de oficinas e industria, es casi inexistente. Así mismo, hay evidencia que afirma que la mejor forma de posicionar un activo de multifamily dentro de un portafolio, es a través del buen análisis del CapRate y no tanto de la vacancia. Cabe resaltar también que se ha encontrado que la correcta inversión en activos de multifamily, incrementa más el valor del portafolio cuando estas propiedades son considerablemente grandes².

² Plazzi, Alberto. Torous, Walter. Valkanov, rossen. (2011). Exploiting Property Characteristics in Commercial Real Estate Portfolio Allocation. The Journal of Portfolio Management Sep 2011, 37 (5) 39-50; DOI:10.3905/jpm.2011.37.5.039



2.2 CHINA

La política de China sobre la vivienda en renta es *proteger a los hogares de bajos-ingresos, apoyar a los de ingresos-moderados y dejar que el mercado oriente a los de alto-ingreso*. En este sentido los propósitos en materia de vivienda social en renta son:

- Todos tienen derecho a vivir en una vivienda digna, en lugar que todos deberían ser propietarios.
- El apoyo a la vivienda debe ser solo para una etapa de transición y no para la vivienda permanente.
- La vivienda social en renta (no la de *low-income*) debe ser para familias con ingresos medios y no altos.

Propiedad de la vivienda

Para el agregado nacional, el porcentaje de vivienda en renta es de 6%³ en el gigante asiático. Sin embargo, en las ciudades principales (*first tier cities*) como Beijing, Shanghai y Shanzen, puede llegar a 20%, mientras en Hong Kong se registra 49%⁴. Para final de 2018 había 200 millones de arrendatarios, en un mercado donde priman los arrendadores privados individuales o *shadow market*. Se estima que hay 166 millones de arrendatarios individuales de los cuales el 74% son jóvenes⁵.

³ Comparison between Rental Housing Construction in China and the United States and Its Reflections. Jun Wang and Xi Chen. 2019.

⁴ Renting Landscape in 30 Countries Around the World. RentCafé Blog. <https://www.rentcafe.com/blog/rental-market/renting-landscape-30-countries-around-world/>

⁵ Zheng, Shengqin & Cheng, Ye & Ju, Yingjie. (2019). Understanding the Intention and Behavior of Renting Houses among the Young Generation: Evidence from Jinan, China. Sustainability. 11. 1507. 10.3390/su11061507.

En las ciudades principales (Beijing, Shanghai, Guangzhou, Shenzhen, Hangzhou, y Chengdu) la oferta total de edificios de vivienda en renta de un solo propietarios es de 135.000 unidades. La mayoría de ellas están ubicadas cerca de las líneas del metro y cerca a zonas de alta densidad de oficinas. Debido a que el gobierno chino espera habilitar más suelo para vivienda en renta, se estima que para finales de 2022 habrán alrededor de 750.000 unidades en renta en las ciudades mencionadas.

Los desarrolladores empezaron a ver el modelo en renta como una fuente de ingresos por diversos factores: el primero y más importante, debido a las políticas del gobierno nacional y regionales de impulsar la vivienda en renta, en respuesta del aumento sostenido del precio en venta de las viviendas.

Entre estos impulsos se puede destacar, habilitación de suelo únicamente para vivienda en renta, permitir a campesinos negociar sus tierras con desarrolladores (lo cual no es permitido) si el proyecto es para vivienda en renta, recorte de impuestos a las empresas prestadoras de servicios residenciales⁶, permitir la titulación de este tipo de proyectos para tener financiación a través de ABS (Asset Backed Securities)⁷ o de REITS⁸, y respaldo a los bancos para que presenten para este tipo de proyectos.

Otros factores que influenciaron el desarrollo de vivienda en renta por parte de los desarrolladores, fue el boom de migración a las ciudades grandes desde el campo, el aumento de jóvenes más educados sin interés en formar familia, la migración de ejecutivos desde otros países los cuales no pueden comprar vivienda en los primeros años, entre otros.

Sin embargo, los inversionistas institucionales tardaron en entrar a este mercado debido a que los retornos son bajos, los proyectos eran muy pequeños, no existían garantías para la escalabilidad de los proyectos desde el desarrollo hasta la salida, y los márgenes de la operación eran bajos (podían ser hasta del 20% pero ahora se pueden ver márgenes del 30%)⁹. Se puede observar que las unidades ofertadas son derivadas de unidades reconvertidas o renovadas. Del mismo modo, los propietarios han dejado poca inversión para renovaciones. Sin embargo, este no es el 100% del mercado.

⁶ Xin, Z & Xinyi, J. (2017). China Vanke Bets on Growth in Rental Market.

<https://www.caixinglobal.com/2017-11-23/china-vanke-bets-on-growth-in-rental-market-101174916.html>

⁷ Che, P. (2017). Regulators Give Developers of Rented Housing a Financial Boost.

<https://www.caixinglobal.com/2017-10-25/regulators-give-developers-of-rented-housing-a-financial-boost-101160993.html>

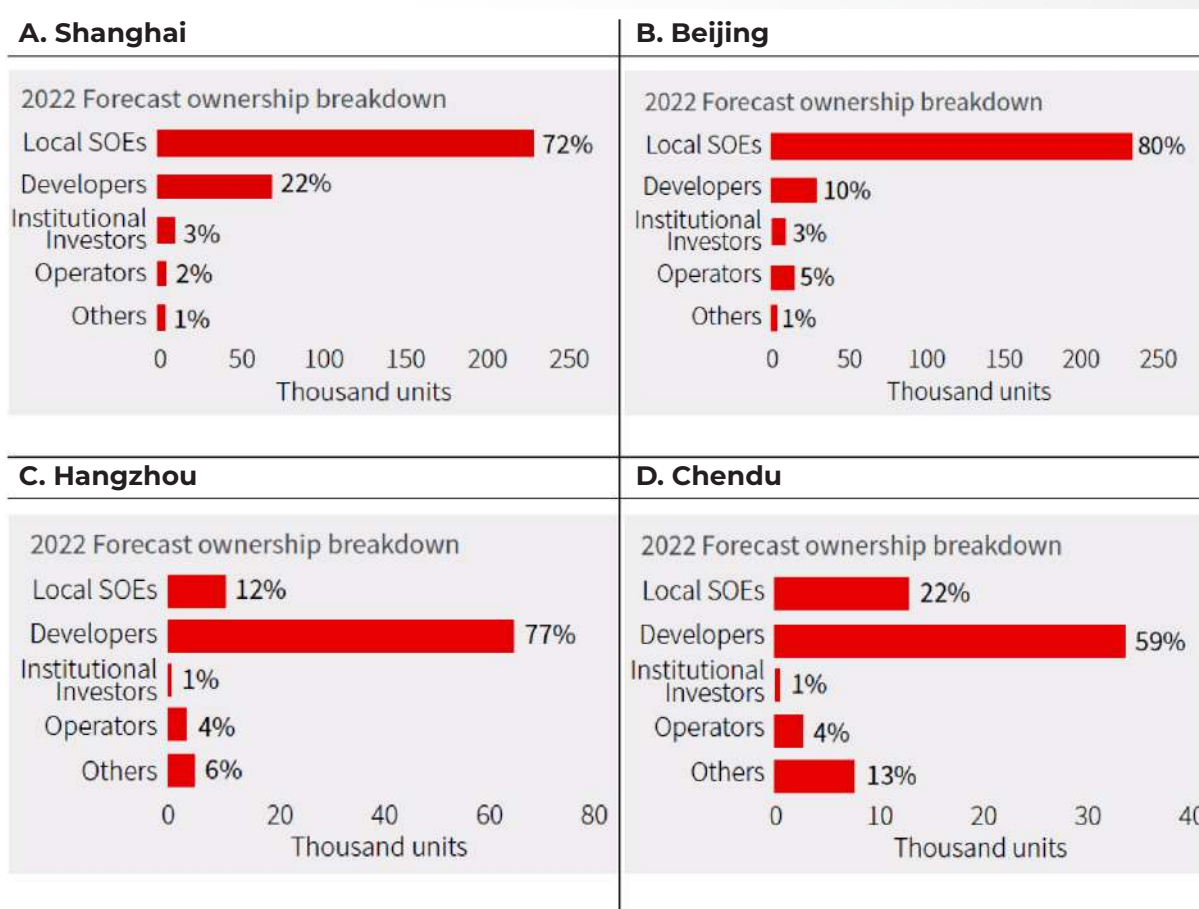
⁸ Xinhua. (2018). Economic Watch: China helps developers finance home rental projects.

http://www.xinhuanet.com/english/2018-04/26/c_137139316.htm

⁹ Clare, J. (2017). Investors rush to develop rental housing as Chinese home prices surge.

<https://www.reuters.com/article/us-china-property-rental-insight/investors-rush-to-develop-rental-housing-as-chinese-home-prices-surge-idUSKBN1810SL>

Gráfica 2.4.
Estimación de la propiedad de vivienda - 2022



Fuente: JLL

Demanda del producto

Las ciudades de mayor tamaño en China, Shanghai y Beijing, tiene un enorme mercado potencial. La población flotante de dichas ciudades equivale a 9,8 y 8 millones de personas respectivamente. En adición, mientras que en Estados Unidos hay aproximadamente 75 millones de millenials, en China hay alrededor de 400 millones (30% de la población total). Del mismo modo en Estados Unidos hay alrededor de 20 millones de unidades ofertadas en renta mientras que en China hay una pequeña fracción de esas unidades. Adicionalmente, se ha evidenciado que la población china ha incrementado la edad de casarse y de tener hijos, que es un detonante para la decisión de ser propietario de vivienda.

Por otro lado, en años recientes han migrado a China un número importante de trabajadores, muchos de ellos con alto poder adquisitivo. Las normas respecto a adquisición de vivienda generan desincentivos para que los migrantes compren vivienda propia. Estos trabajadores deben cumplir un período mínimo de permanencia en el país, después de lo cual son elegibles para adquirir vivienda. De esta forma, el mercado para vivienda en renta es mayor aún.

En cuanto al tipo de producto, la gran mayoría de unidades son de 90 a 100m², especialmente porque es el área que los propietarios colocan en el shadow market. Este tipo de producto no satisface los requerimientos de los inquilinos más jóvenes. Por esta razón, las unidades emergentes miden entre 25 y 40m². Este tipo de unidades se espera que sea el producto más ofertado en los siguientes años, al menos para los contratos de corto plazo. Para los contratos de medio plazo se espera que los productos serán más variados ya que satisfacen a jóvenes, pero también a familias.

Tipo de productos de la vivienda en renta

En China se puede destacar un mercado en renta privada y pública.

A. PRIVADA

Este segmento domina el sector con una participación de 80% aproximadamente, y se divide en dos segmentos. Primero, existe la vivienda en renta propiedad de individuos (*shadow market*), la cual se caracteriza por poca administración o gestión, poca protección legal para los inquilinos y desinformación en la publicidad de las unidades. Segundo, está el mercado de vivienda individualizada propiedad de marcas institucionales. Estas marcas tienen un gran porcentaje de las unidades de un edificio. Por esta razón, se caracterizan por tener buena administración y operación de las unidades.

Por otro lado, en el mercado de vivienda en renta privada, se encuentra la categoría cuyos propietarios de un edificio es de un único propietario. Dentro de esta categoría están los *Service Apartments*, que satisfacen principalmente a migrantes de alto nivel de ingreso. Este segmento está principalmente en las ciudades de mayor tamaño, y eventualmente en ciudades intermedias. En este segmento se han creado nuevas marcas direccionadas especialmente para millennials y para nichos de co-living, lo que ha causado que nacionales se interesen en este tipo de productos y no solo migrantes. Este segmento también se caracteriza por ser muy flexible en la duración de contratos, ya que admiten contratos hasta de una noche.

En cuanto a los precios de renta, estas unidades mantienen generalmente una prima por encima de otros productos, pero siempre por debajo de las tarifas de los hoteles. Según Savills, en el 2019 las vacancias de estas unidades están entre 13% y 18% según la ciudad (Beijing, Guangzhou, Shanghai y Shanzen). Y finalmente, el segundo actor son los propietarios únicos cuyas rentas son de largo plazo (mayor a 6 meses), los cuales han centralizado la operación y brindan servicios esenciales como aseo en áreas públicas, brindan servicios en áreas comunes, entre otros.

B. PÚBLICA

Este segmento del mercado tiene una participación del 20% aproximadamente. Dentro de la vivienda en renta pública hay dos modelos: Low-income rental housing y public rental housing. Esto se explica en la sección de vivienda social en renta.

Principales partes interesadas

En esta sección se detalla el papel que tienen los diferentes actores en el mercado *Multifamily* en China.

I. OPERACIÓN

Los actores más relevantes en la operación de vivienda en renta privada son los desarrolladores de vivienda en venta, los cuales han incursionado hace bastante tiempo en la vivienda en renta de única propiedad. Los actores con menor participación en el mercado son los inversionistas institucionales, quienes tienen la operación de sus propiedades a través de operadores hoteleros, operadores *multifamily* internacionales y asociaciones con desarrolladores nacionales de vivienda en venta que también están en el negocio de la vivienda en renta de único propietario.

En cuanto a la vivienda en renta pública, la operación se realiza a través de SOE y otras plataformas gubernamentales, pero también se presentan contratos de APP en el que el privado opera los inmuebles públicos. La operación pública de este tipo de inmuebles suele no ser tan eficiente. Por ejemplo, hay varios estudios que muestran que la operación se ve empañada por demoras para acceder a dichas viviendas, ubicaciones remotas y baja calidad en el entorno. Esto se debe principalmente a la falta de experiencia del gobierno para operar estos proyectos, y también por el alto capital requerido que en ocasiones el gobierno no posee. Por eso las APPS son buenas estrategias para cubrir estas debilidades.

Los desarrolladores son probablemente los más importantes actores en la operación de vivienda de renta privada. Los 10 operadores más grandes en China están directamente relacionados con un desarrollador inmobiliario de ese país. La mitad de ellos cotizan en bolsa y crecen constantemente su valoración, soportado por actividad de M&A con operadores más pequeños.

Este incremento sostenido en la operación no se debe únicamente a proyectos de propiedad única sino de otros tipos de vivienda en renta como unidades individuales o varias unidades en un solo edificio. Este gran crecimiento no se espera que disminuya, especialmente por el apetito de inversionistas internacionales. Por esta razón, es difícil calcular el tamaño del mercado de los operadores especializados a vivienda en renta institucional (*multifamily*). Sin embargo, se estima que el mercado de vivienda en renta total administrado por los operadores sea de 19.000 millones de m² distribuidos en alrededor 100.000 de operadores (esto es contando con el mercado informal de vivienda en renta).

Los operadores de vivienda en renta no necesariamente concentran la mayoría de sus ingresos en esta línea de negocio. Los jugadores principales tienden a diversificar sus ingresos a través del corretaje inmobiliario, salas de ventas y otras asesorías en ventas, arrendamiento de inmuebles, exportación de su software, operar otros usos como oficinas o retail, aseo y mantenimiento de unidades, enfoque en viviendas de turismo, entre otros. Adicionalmente, se observa que las empresas

operadoras que mejor se desempeñan son aquellas cuyo respaldo es un desarrollador inmobiliario bien posicionado en el mercado. Especialmente porque el desarrollador apalanca la operación del operador a través de negocios recurrentes y otros negocios cruzados.

El componente tecnológico es de suma importancia entre los operadores, ya que les permite administrar una gran cantidad de unidades y metros cuadrados, al tiempo que satisfacen las expectativas de los consumidores más jóvenes. Un ejemplo de ello es un operador llamado A-Living, que cuenta con el uso de una plataforma tecnológica que integra varios servicios digitales y móviles para el uso del inquilino o propietario. Dicha plataforma administra 973 millones de m² sirviendo a más de 800 proyectos y 8 millones de hogares, así como 690 mil usuarios registrados de los cuales 155 mil son usuarios activos mensuales.

II. FINANCIACIÓN

Previamente se explicó que los desarrolladores de viviendas en venta actualmente se posicionan como uno de los mayores ofertantes de vivienda para arrendar. Algunas veces como operadores, propietarios únicos, entre otras figuras. La información disponible sobre las desarrolladoras no detalla el tipo de financiación usada para proyectos en renta únicamente. Solo es posible analizar la financiación de las desarrolladoras en conjunto con todas sus líneas de negocio. Teniendo esto en cuenta, a continuación, se presenta la forma en que se financian las desarrolladoras.

- En China la disponibilidad de diferentes instrumentos o canales de deuda es pequeña. No existe deuda emitida por el gobierno que sea de largo plazo y direccionada para la vivienda en renta.
- Actualmente, las desarrolladoras de vivienda (general, no solo multi family) chinas se financian mayormente por deudas bancarias o con capital propio (alrededor del 70-80% lo hacen de estas dos maneras). El segundo instrumento es a través de bonos, sin embargo, las restricciones para emitir bonos son muy altas. Los REITS han surgido tímidamente en China y constituyen una pequeña proporción de financiamiento. CMBS es una opción atractiva pero poco explotada. En el caso de Hong Kong hay mayor explotación de financiación indirecta después de la crisis inmobiliaria asiática. Entre estas están los ABS (también como estrategia de salida líquida), CMBS (impulsado especialmente por Hong Kong Monetary Authority quien fundó una compañía de hipotecas, la cual compra las hipotecas de bienes raíces), REITS (estructurados muy parecidos a los de USA).
- Los REITS chinos tienen características particulares. La primera es que el C-REIT es propietario del ABS emitido por el sponsor, lo que les da el derecho de las rentas (normalmente en otros REITS, su emisor es dueño de los activos). Estos REITS, así como otros instrumentos de financiación indirecta, tienen el reto de lograr una mejor tasa que la tasa fija de depósito disponible en el mercado chino, la cual es aproximadamente de 3.3%.

- En China el mercado de bonos es más pequeño que el de acciones y alrededor de 3% (en ciertos años puede llegar al 6%) lo constituyen los bonos corporativos. A pesar de que el mercado de acciones es más grande que el de bonos, para el sector de real estate no es fácil salir al mercado puesto que el gobierno ha puesto restricciones para ello, debido a varias estimaciones de burbujas inmobiliarias.

Vivienda Social en Renta

Este segmento del mercado tiene una participación del 20% aproximadamente, y se divide en dos modelos: Low-income rental housing y public rental housing.

Low-income rental housing es un producto enfocado en familias que ganan un salario mínimo y tienen problemas para encontrar vivienda. Este producto es liderado principalmente por el gobierno, y otorga subsidios a la renta o directamente ofertando las unidades habitacionales a un canon de arrendamiento bajo. Es más común que se otorguen subsidios para vivienda en renta (entregado directamente al propietario de la vivienda), dado que es más fácil para las familias de bajos ingresos buscar las unidades que más se acomoden a su situación familiar, laboral, geográfica, entre otras.

El Public rental housing está dirigido a un grupo poblacional que no está en capacidad de adquirir vivienda, ya sea por falta de ahorro o bajos ingresos (pero debe cumplir el requisito de tener ingresos por encima del umbral para acceder a low-income rental housing). Difiere del modelo de low-income rental housing en que el número de inquilinos potenciales es mucho más amplio, es más común proporcionar las viviendas en renta que recibir subsidios para la renta, y la renta de este producto es más alta que las rentas de low-income rental housing, pero más bajas que las rentas de mercado.

Buenas prácticas y aprendizajes del mercado chino en renta privado y público

El sector de vivienda en renta público y privado en China es muy joven, y ahora más que nunca, goza de gran atención por jugadores más sofisticados como los fondos de inversión. Los siguientes puntos son lecciones y buenas prácticas derivados de un mercado que tiene la fortuna de crecer en entornos diferentes y modernos, a los que crecieron otros mercados más maduros como el norteamericano.

- La forma en que el gobierno ve la vivienda en renta es clave para desencadenar los incentivos correctos. El gobierno chino ha logrado articular una posición muy clara frente a la vivienda en renta. Afortunadamente, ha sabido diferenciar los drivers de demanda y oferta y, por ende, ha intentado incentivar la gran mayoría de nichos de vivienda en renta, poniendo especial atención a la clase baja y media. Puntualmente, la posición del gobierno no es desincentivar la compra de vivienda. Por el contrario, es consciente que la vivienda en renta es el paso que antecede la compra de vivienda, al tiempo que reconoce el elevado precio



de las viviendas en venta, el aumento de la población urbana, la disminución de tierra disponible, entre otros. Por eso estos motivos, el gobierno ha sabido usar la vivienda en renta para mitigar la especulación o la generación de burbujas inmobiliarias y al mismo tiempo dar el derecho a vivienda digna a la base de la población.

- Fondos públicos para el desarrollo de este tipo de vivienda: el estado ha estructurado varios fondos para el desarrollo de vivienda en renta destinado a las personas de más bajos ingresos. En el caso del fondo Cheap Rental Housing, se puede observar que no ha tenido incrementos significativos ya que la fuente de los recursos son las utilidades generadas por otros fondos y relocalización de presupuestos de otras carteras. Es decir que la relocalización no garantiza un monto fijo anual para hacer crecer el fondo.
- Subarriendo: la vivienda en renta pública tiene altos problemas de subarriendo o subinquilinos. Los esfuerzos del gobierno para afrontar el problema no han sido eficientes, y el más reciente de ellos se enfoca en la tecnología que permite el reconocimiento facial. Para lograr tener operaciones más eficientes, se han realizado contratos de APP, pero ha resultado poco atractivo debido a los bajos recursos dispuestos para su administración .
- Determinantes de la duración de un inquilino en la vivienda en renta: como se mencionó anteriormente, el gobierno chino incentiva la vivienda en renta como parte del camino que recorre una familia antes de adquirir vivienda propia. En este sentido, dicho objetivo no se podría alcanzar si los inquilinos en viviendas en renta públicas no desean dejar las unidades. Sin importar si la familia incrementa sus ingresos, muchos de los inquilinos se rehúsan a avanzar en el proceso de mejorar la vivienda en renta donde habitan o en comprar vivienda propia. El operador debe tener la amplia experiencia en reconocer este tipo de inquilinos antes de firmar los contratos de arrendamiento.
- Para mejorar la vacancia se ha demostrado que aquellos inquilinos que generan un vínculo con la comunidad tienen menor probabilidad de cambiar de residencia. Algunos estudios encontraron que las personas que trabajan en el sector tecnología y otros sectores de alto valor agregado tienden a mejorar su situación después de vivir en una vivienda en renta pública.



POSSE
HERRERA
RUIZ 

SOLUCIONES
QUE CONSTRUYEN PAÍS

 ·  ·  · @PHRLegal · www.phrlegal.com



2.3 MÉXICO

Caracterización del mercado

La incidencia del mercado de alquiler en México (12% sobre el total de hogares) es baja si se le compara con el promedio de las capitales latinoamericanas, donde se estima que el porcentaje de hogares que viven bajo esta modalidad de tenencia es del 18% aproximadamente. Sin embargo, específicamente en Ciudad de México esta cifra se incrementa al 22% (Gráfica 2.5); y en las zonas centrales de la capital puede llegar a ser del 30%.

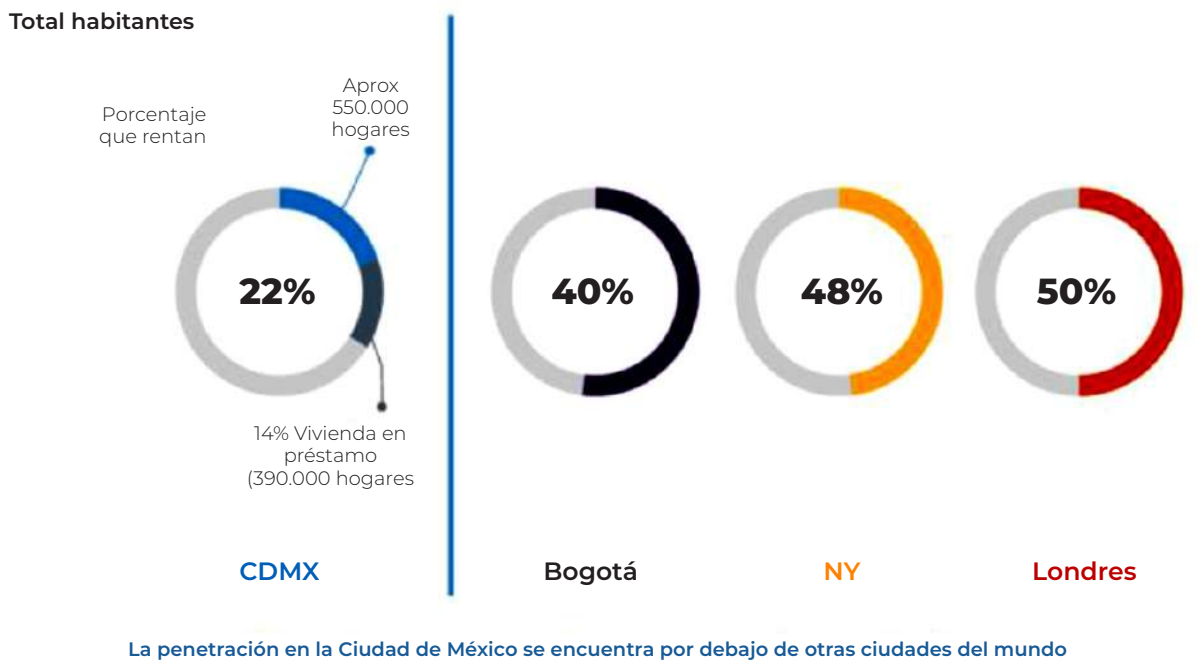
El mercado inmobiliario de México se caracteriza por ser de pequeños propietarios, a diferencia de varios países en el continente europeo donde existen inversionistas que concentran un volumen importante de edificaciones (González, 2020).

De acuerdo con el BID (2014), en México se destaca que a medida que aumenta la edad del jefe de hogar disminuye la probabilidad de alquilar frente la compra de vivienda. De igual forma, el tamaño del hogar encuentra una relación negativa con las posibilidades de acceder a vivienda en renta, es decir que a mayor número de personas que componen el hogar es menos probable alquilar.

En México parece producirse una U invertida en el mercado de renta, en la que el alquiler es menor en los deciles de menor ingreso, mayor en los medios y nuevamente más bajo en los altos (BID, 2014).

Gráfica 2.5.

Porcentaje de hogares bajo la modalidad de tenencia en renta



Fuente: RETNA, 2017

Condiciones de la oferta

En México la oferta de vivienda en alquiler tiende a ser bastante atomizada, se estima que el 70% de esta corresponde a arrendadores con máximo 10 propiedades. Dada la ausencia de un modelo oficial de multifamily, los filtros de selección de hogares y los mecanismos de gestión de servicio a inquilinos son muy deficientes. Estas condiciones hacen que no se generen soluciones dirigidas, por ende, hay una alta concentración de oferta a familias nucleares, además, el volumen parece insuficiente de cara a las necesidades de algunos segmentos de ingresos de la población. De hecho, el 95% de la oferta de vivienda que se genera va al 20% de la población con ingresos más altos.

En la literatura sobre economía urbana se ha encontrado que mayores densidades se asocian con mejores niveles de integración social y menor consumo energético. De esta manera, la relación entre densidad y participación de la tenencia bajo alquiler para las delegaciones y municipios que forman el Área Metropolitana de la Ciudad de México es positiva (BID, 2014).

Financiación para el desarrollo de proyectos

Existe un volumen importante del desarrollo de este tipo de edificaciones que se realiza con capital propio o a través de inversionistas institucionales. Sin embargo, hay otro tipo de instrumentos en el país como los Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces (FIBRA) y los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD's) con los cuales se pueden

hacer grandes volúmenes de inversión a largo plazo. Adicionalmente, existe la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), la cual, además se ha convertido en referente de otras instituciones para el desarrollo productos inmobiliarios tipo multifamily.

Contexto jurídico

Algunas problemáticas asociadas al dominio del suelo (titulación y desarrollos informales previos), imposibilitan la gestión de suelo para la construcción de vivienda. Adicionalmente, los códigos de construcción locales limitan la generación de grandes alturas y remodelaciones en zonas centrales de la ciudad.

En el mercado de alquiler hay una importante preeminencia de la informalidad, con una incidencia aproximada de 90% donde no existen contratos (González, 2020); además, la ley Mexicana de Vivienda no cuenta con los incentivos necesarios para que pequeños propietarios pongan su vivienda en el mercado de renta (González, 2020).

El riesgo inherente al mercado junto con la imposibilidad de resolver asimetrías de información y los altos costos de transacción resultantes, crean un desincentivo a la oferta potencial. Una muestra de ello puede ser la alta incidencia de vivienda desocupada en la región. En efecto, la proporción de unidades vacías con respecto al total es en México del 20%. “Es cierto que parte de estas existencias está localizada en áreas afectadas por la recesión económica y/o la violencia, y que en muchos casos corresponde a viviendas de uso secundario o de recreo” (BID, 2014). Aun así, el porcentaje es alto (BID, 2014).

Principales actores y partes interesadas

- *Sociedad Hipotecaria Federal (SHF)*: es la banca de desarrollo especializada en vivienda, actualmente juega un rol fundamental para la financiación de proyectos de vivienda en renta
- *Desarrolladora Abilia*: es subsidiaria de Tresalia Capital, de la empresa María Asunción Aramburuzabala, incursionó en el negocio en 2014, complementando sus actividades de construcción de proyectos de Vivienda y de usos mixtos para la venta
- *Greystar*: esta empresa estadounidense llegó a México en 2012, sus desarrollos se concentran en Ciudad de México y Guadalajara, espera llegar a construir 6000 unidades en los próximos cinco años
- *Nomad Living*: pertenece a la estadounidense CCLA, se estableció en México en 2016. Se enfocan en el mercado de jóvenes profesionales, por lo que sus desarrollos están localizados muy cerca de los centros de trabajo y centros universitarios
- *SiRenta-Alignmex Capital*: esta administradora de fondos comenzó a operar en 2013
- *Infonavit*: fundado en 1972 como la institución encargada de suplir las necesidades de vivienda en el país.

Lecciones del caso mexicano para Colombia

- Las centralidades (localización) son mejor valoradas en el mercado del alquiler.
- La existencia de entidades como la SHF en México ayudan a la generación de este tipo de producto inmobiliario emergente, no solo por el capital que invierten, sino también por la educación que generan entorno al funcionamiento de este tipo de mercados. Esta entidad fue la que dio vida a la financiación de proyectos de multifamily, financiando ellos mismos los proyectos y generando un mercado y confianza a los bancos privados para que lo hicieran también, acoplándose a las condiciones que requiere este producto.
- No diseñar de manera oportuna un marco institucional y normativo específico para este tipo de producto restringe su óptimo desarrollo.
- Se le debe apostar a la vivienda en renta como un mecanismo que puede ayudar a la población a generar ahorro en los casos en los que no pueden acceder directamente a la adquisición de vivienda propia.
- Teniendo presente los altos costos del suelo que se generan en las zonas céntricas, donde se demanda mayor cantidad de vivienda por la cercanía a bienes y servicios, se hace necesaria la implementación de proyectos y programas enfocados a la demanda que realmente necesita acceder a vivienda en estas zonas y se vería beneficiada por poder acceder a esta ubicación. Para esto es importante y valiosa la formulación de programas como el de Regeneración Urbana y Vivienda Inuyente, con los cuales se logre la implementación de vivienda social y vivienda en arriendo.

Foto: Interior proyecto Nomad-Bellet, Providencia, Región Metropolitana, Chile. Operador CCLA.



2.4 CHILE

Caracterización del mercado

Uno de cada cinco hogares en la región alquila su vivienda, y cabe señalar que, aunque la tasa de propiedad ha crecido aceleradamente durante la segunda mitad del siglo XX, en números absolutos los hogares que viven en alquiler han aumentado en las últimas décadas en la mayoría de países de la región, salvo en Chile (BID, 2014).

Por otro lado, los propietarios-arrendadores tienen una oferta que se encuentra atomizada en múltiples proveedores privados en pequeña escala y se nota la ausencia de grandes inversionistas comerciales, institucionales o públicos en el mercado. “En Chile, por ejemplo, el 80% de los propietarios-arrendadores solo posee una propiedad y un 10% adicional posee dos” (BID, 2014).

“El proceso de reposición ante la falta de pago también ha mejorado, pero continúa siendo prolongado, costoso y engorroso. En Chile, el fallo puede demorar hasta un año, pero dado que el desalojo exige certificación y acompañamiento de la fuerza pública, la reposición efectiva del inmueble puede tardar hasta dos años” (Sabatini, Brain, & Mora, 2012). Por estas razones, los propietarios-arrendadores en segmentos altos de la demanda optan por incrementar los requisitos de solicitud y contratar firmas inmobiliarias especializadas, lo cual disminuye la demanda efectiva y aumenta los costos de transacción (BID, 2014). El mercado de vivienda en renta ganó especial protagonismo en Chile en el 2019, con la puesta en operación de un volumen importante de pro-

yectos. El gran reto al igual que en otros casos latinoamericanos ha sido el mercado informal, donde generalmente los arrendadores y arrendatarios no están sujetos a ninguna regulación.

Condiciones de la demanda

La creciente concentración de la propiedad de vivienda como inversión pareciera ser producto al menos de tres factores relevantes: “Primero, la capacidad de acceso a multicréditos por parte de personas naturales o inversionistas, sumado a la aparición de asesores o facilitadores en la inversión de bienes raíces que intermedian entre el inversionista y los gestores.

Segundo, la participación de inversionistas institucionales en renta residencial en los últimos años, a través de los Fondos de Inversión, además de la presencia de conglomerados extranjeros en la operación” (López & Herrera, 2018) de la renta residencial en el país.

Por último, ligado al punto anterior y el que tendrá quizás más efectos futuros de concentración, es la Ley 20.956, la cual establece medidas para impulsar la productividad, obligando a los Fondos de Pensiones y al Fondo de Cesantía Solidaria a participar de activos alternativos, entre ellos, activos o fondos inmobiliarios con un mínimo de un 5% y un máximo de 15% de sus carteras. (Morales & Castillo, 2018).

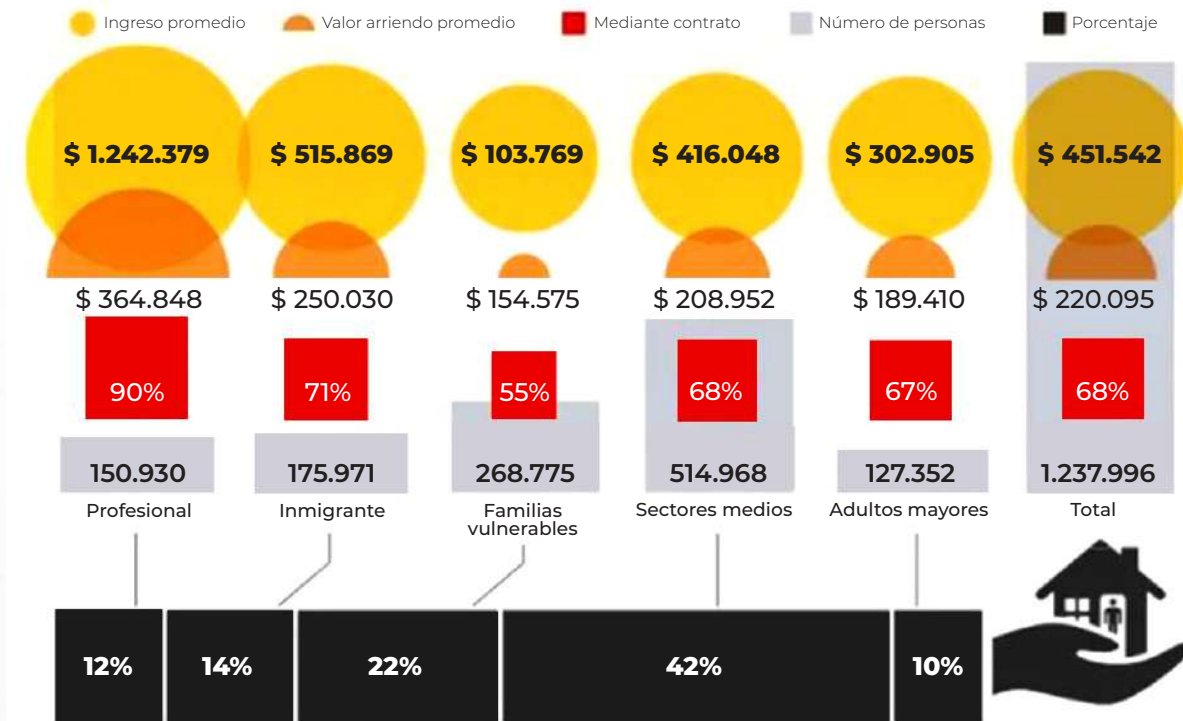
“El tema del arrendamiento de bienes inmuebles por parte de empresas ha suscitado un creciente interés en el país. Así, en los últimos años en Chile se han desarrollado una serie de proyectos inmobiliarios ligados al arrendamiento, principalmente de oficinas” (Alarcón, Demaestri, & Piedrabuena, 2014). No obstante, el arrendamiento de viviendas por parte de empresas es un negocio que, a pesar de avanzar a mejor ritmo en la región, no ha logrado despegar por completo en el país, a diferencia de lo que se observa, por ejemplo, en Estados Unidos, donde las empresas son dueñas y administradoras de edificios de departamentos que se ofrecen para arriendo.

Al contrario de lo que ocurre en los países más desarrollados, en Chile la probabilidad relativa de alquilar versus ser propietario aumenta a medida que el ingreso es más alto. El efecto es más consistente y decae para los deciles más altos. El hecho de que los hogares de ingresos más bajos sean los que tienen menores probabilidades de alquilar versus los de ingresos medios o altos se relaciona con el efecto que tienen en los primeros los asentamientos informales: “la vivienda autoconstruida progresiva les permite acceder a la propiedad.

En Chile —el país con la menor incidencia de asentamientos informales en la región—, este patrón puede estar más relacionado con el éxito de la política de vivienda, al menos en lo que se refiere a atender a los dos quintiles más bajos de la demanda mediante subsidios” (BID, 2014).

Por último, con base a la encuesta Casen de 2017, se lograron identificar perfiles de arrendatarios y distintas variables de costos, distribución por segmento, porcentaje de contratos, entre otras (Diagrama 2.1).

Diagrama 2.1.
Perfil arrendatarios



Fuente: IEUT en base a Carsen 2017

Condiciones de la oferta

“Durante los primeros tres trimestres de 2019 se observó un mercado dinámico, con baja vacancia y grandes transacciones, donde las tasas de rentabilidad se movieron a niveles de 4% a 5%” (Alvarez, 2020). De acuerdo con Colliers International, el cuarto trimestre, ante el sustancial aumento de la incertidumbre, las tasas esperadas de rentabilidad tuvieron un alza de 5,5% a 6,5%, que restringe necesariamente la oferta: hay menos negocios atractivos a tasas de descuento mayores.

“Con o sin crisis, el segmento que más destacó, según algunos actores y expertos, fue la renta residencial o multifamily, edificios completos administrados por una sola mano o un grupo reducido” (Alvarez, 2020). De hecho, al cierre de septiembre de 2019, este negocio registró un hito importante: completó 43 edificios en operación que, en total, superaban las 10.000 unidades de departamentos, pese a tener tan solo cerca de 10 de existencia (PrensaRE, 2020).

La situación actual, frente a todo lo que ha implicado el COVID-19 muestra que se ha presentado un aumento en el impago de más de un 8% en marzo y 12% abril 2020, tomando en cuenta que según cifras oficiales los hogares chilenos están endeudados en más de un 75% de su capacidad de pago. Sobre el precio de los arriendos, Manuel Maneiro, gerente general de Capitalizarme Rent, señaló que hay una disminución en los precios, de entre 30 y 40 mil CLP mensuales (\$195.000 COP aproximadamente), que si bien no parece significativo, el monto anual sí lo

es. Maneiro expresó que los ingresos se han visto disminuidos y las personas han tenido que tomar decisiones y optar por unidades más pequeñas; y también por nuevos barrios para poder disminuir los costos fijos que tienen como familia o pareja, o incluso si viven solos.

Principales Actores

I. INVERSIONISTAS

Al cierre de la primera mitad de 2019 los cuatro fondos de inversión que participan de este mercado concentraban el 54,3% de los edificios y el 61,5% de las unidades de departamentos.

- El mayor fondo es BTG Pactual Asset Management, que a la vez es el actor más grande, ya que los activos que tiene bajo administración están valorizados en tres millones de UF (US\$116 millones, según el valor del tipo de cambio actual), siendo propietario de ocho edificios que totalizan 2.266 unidades de departamentos.
- El fondo de Asset AGF, ha invertido 1,7 millones de UF (US\$65 millones) en siete edificios que ya están operando y que abarcan 1.797 unidades.
- Amplo Asset Management, por su parte, ha concretado inversiones por 1,8 millón de UF (casi US\$70 millones) por tres edificios que completan 793 departamentos.
- Ameris Capital totaliza cerca de US\$40 millones que incluyen inversiones concretadas y capitales comprometidos, con un edificio en operación que totaliza 96 unidades.
- Asset Rentas Residenciales opera desde 2014 y se dedica a la adquisición y renta de bienes raíces, especialmente inmuebles habitacionales, en Chile. Fue organizado y constituido por Asset AGF - Administradora General de Fondos como el primer multifamily Real Estate Investment Trusts (REIT) del país. Según datos de Asset AGF, desde que fue estructurado, el fondo ha firmado promesas de suscripción de cuotas por 4,3 millones de unidades de fomento, lo que potencialmente se traduciría en 547 millones de dólares (14 millones de unidades de fomento) en activos. (Álvarez, 2019)

II. DESARROLLADORES

Algunos desarrolladores que participan de este negocio son Inmobiliaria Eurocorp, Su Ksa y Activa, entre otros (Álvarez, 2019):

- Su Ksa es el líder del mercado en apartamentos multifamiliares, ya que ha desarrollado la mayor cartera de apartamentos en alquiler en el país y el único desarrollador multifamiliar integrado verticalmente en Chile. Su Ksa ha creado la única plataforma operativa multifamiliar totalmente integrada en el país que actualmente opera más de 1,600 unidades de apartamentos multifamiliares en Santiago, brindando a la compañía un sólido conocimiento del mercado, que le permite a la empresa la ventaja competitiva para pronosticar las tendencias del mercado.

- Euroinmobiliaria cuenta con más de 72 proyectos construidos y en proceso de desarrollo, lo que equivale a más de 24.486 departamentos, en las comunas de Santiago Centro, Independencia, Estación Central, Macul, San Miguel, Ñuñoa, V y IV región.
- Activa es una inmobiliaria que diseña, construye y comercializa productos inmobiliarios. Actualmente tiene 30 proyectos. (4 multifamily), 310.000 m² construidos, 3.700 unidades desarrolladas, 14.000 personas con vivienda y más 7.000 empleos (directos e indirectos) en 10 años.

III. OPERADORES

El negocio de la renta residencial en Chile opera de dos modos: con algunos departamentos en edificios residenciales más antiguos (anteriores al 2017) y con la totalidad del edificio destinada a renta residencial (posteriores al 2017). En el catastro se han identificado 11 operadores, que se encargan de la administración del edificio o del departamento (Labbé, 2020): AssetPlan, Blue Home, Esal Renta Inmobiliaria, Euro/Level, GreyStar, Home Inclusive, Inmobiliaria Makro, Montalva Quindos, Suksa-rent, Arriendo Urbano y Vive Activa.

El caso de ASSET Chile tiene un modelo de negocio interesante que vale la pena destacar. Consiste en conseguir inversionistas que invierten en la renta y gestión del inmueble, pero no en los riesgos de desarrollo, riesgos de construcción o riesgos de permisos del proyecto. La mayoría de estos inversionistas son empresas de seguros de vida (70%), seguido de grandes Family Office locales (30%).

Arman asociaciones con inmobiliarias que ya sean dueñas del suelo, les proponen que construyan los edificios con apoyo de ellos en temas de diseño y se hacen contratos de promesas de compra. Les compran los edificios completos diseñados por ellos para destinarlos a renta residencial. Desde el inicio se pacta un precio fijo establecido sin posibilidad de variación, y cuando el edificio está listo, se le paga y después ellos se dedican a operar.

Este modelo de negocio ha sido bastante exitoso para ellos. Hoy en día tienen 20 proyectos andando, de los cuales 7 ya están en funcionamiento y tienen capital para llegar a 35, los cuales todos estarán operando para el año 2028.

Lecciones del caso chileno para Colombia

En Chile, al igual que en otros países de Latinoamérica, se logra observar que el mercado informal es uno de los más grandes tropiezos que existen para que la vivienda en renta se pueda consolidar.

Se presentan riesgos en términos de poder recuperar el bien inmobiliario en el caso de incumplimiento de pago o que por alguna razón se deba desalojar al inquilino, aumenta los costos de transacción y restringen la demanda efectiva que realmente se puede dar, al tener que implementar nuevos requisitos. El proceso

de desalojo y reposición puede durar desde 6 meses en los mejores casos, hasta 2 años.

Factores como la edad y la composición y tamaño del hogar son determinante para tomar la decisión de arrendar o no. En cuanto al tipo de vivienda, para el caso de Chile se observa que el alquiler predomina para “cuartos” y apartamentos. Si bien la vivienda en renta es un producto inmobiliario que se demanda inclusive en épocas de crisis, estos escenarios también dan pie para que el porcentaje de arriendos impagos aumente, tal como sucedió en Chile que este porcentaje pasó del 8% al 12% en los meses en los que se comenzó a presentar la situación del COVID-19, además de tener disminuciones en los precios de los arriendos.

Con el desarrollo del mercado en renta, en Chile fueron apareciendo operadores locales que tienen un conocimiento profundo del mercado que atienden, de sus inquilinos, sus necesidades y problemáticas. Estos han tenido un buen desempeño dentro del mercado de multifamily. El skill-set necesario para desarrollar y operar este producto inmobiliario lo han creado trayendo capacidades de varios actores como las inmobiliarias (Property management y facility management), bancos o aseguradores (Estudios de crédito) y hotelería (Revenue management).

El riesgo de no pago y desalojo lo han mitigado de 2 formas: Estudios de crédito muy robustos pero flexibles, y entender bien la demanda permite acoplar modelos de análisis de capacidad de pago a la medida de lo que se busca.

Por último, generar una relación de cercanía con los inquilinos se hace vital para los operadores. Así mismo, cuando se presenta un retraso mínimo en el pago del arriendo, el operador hace uso de esta buena relación para prevenir demoras grandes en los pagos entendiendo la situación particular de cada uno.

2.5 NUEVA YORK, SANTIAGO DE CHILE, CIUDAD DE MÉXICO Y BOGOTÁ

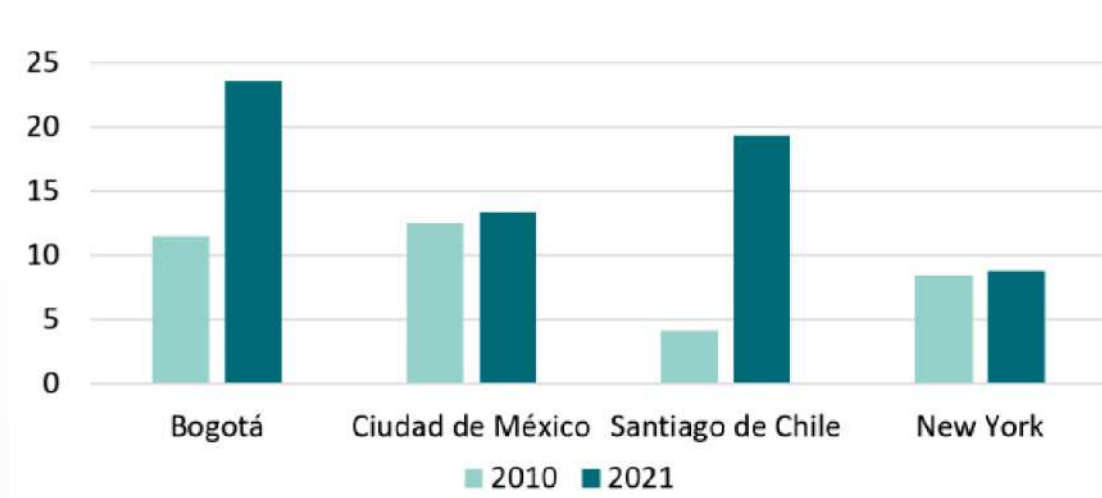
El segmento de vivienda en renta tiene mayor demanda en las capitales por razones como la migración hacia áreas urbanas y consolidadas con servicios de proximidad, los altos valores de la vivienda en venta y la composición del hogar que tiende a un menor número de personas y a su vez un mayor número de hogares.

Por este motivo, se presentarán dos indicadores en capitales donde la vivienda en renta esté en desarrollo o estado de maduración, con el fin de evidenciar fundamentos clave que ayudan a soportar el segmento. Las capitales que serán estudiadas son: Nueva York, Santiago de Chile, Ciudad de México y Bogotá.

La siguiente gráfica muestra el comportamiento de los precios de la propiedad durante la última década. En esta comparación, Bogotá muestra un mayor desbalance entre los altos precios de la propiedad y los salarios familiares que las demás capitales. Esto hace que la compra de una propiedad sea más difícil por los altos precios/m² de vivienda en venta.

Gráfica 2.6 Relación Precio de propiedad/Ingreso

Relación Precio / Ingreso 2010-2021

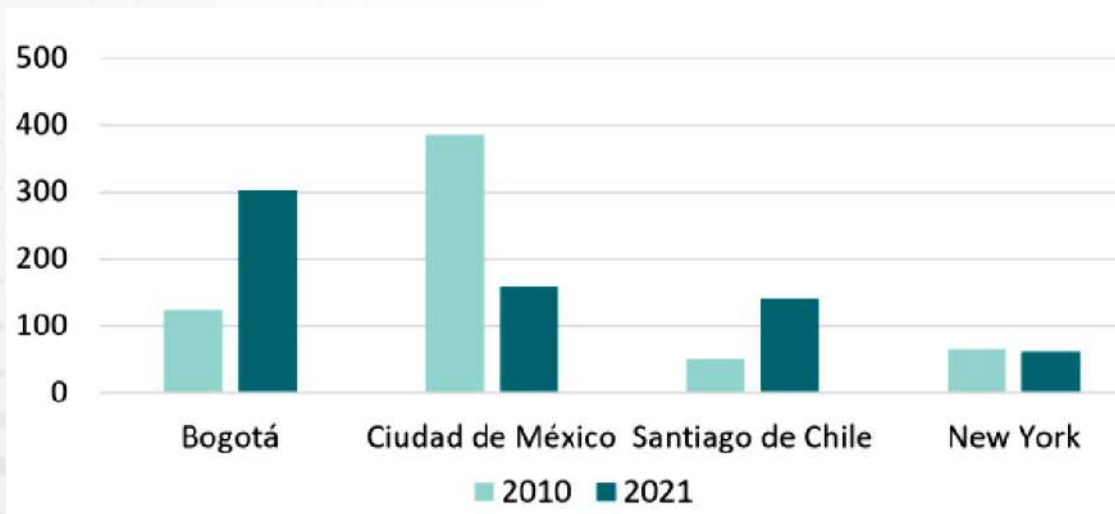


Fuente: Numbeo. Análisis Deloitte

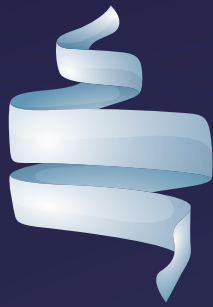
Por otro lado, la hipoteca como % de los ingresos es una relación entre el costo mensual real de una hipoteca y el ingreso familiar expuesto en el Gráfica 2.6. Según esto, Bogotá presenta el mayor crecimiento de este porcentaje en los últimos años y actualmente, el gasto de las hipotecas representa un mayor porcentaje en los ingresos de los compradores. Este factor también convierte la compra de una propiedad poco asequible e improbable.

Gráfica 2.6 Relación Precio de propiedad/Ingreso

Hipoteca como % de los ingresos 2010-2021



Fuente: Numbeo. Análisis Deloitte



CONGRESO
COLOMBIANO de la
CONSTRUCCIÓN
2022

CONSTRUCCIÓN 2050

BIENESTAR, HÁBITAT Y SOSTENIBILIDAD



INSCRIPCIONES



» **LUZ EDITH PINZÓN**
ASESORA DE INSCRIPCIONES



743 0265 EXT 1377



lpinzon@camacol.org.co

OCTUBRE 19 20 Y 21 DEL 2022



PUERTA DE ORO, BARRANQUILLA


CAMACOL
CAMARA COLOMBIANA
DE LA CONSTRUCCIÓN



3. CARACTERIZACIÓN DE LOS HOGARES ARRENDATARIOS EN COLOMBIA

Foto: Interior Plura Coliving, Bogotá, Operador Plura.



Para el presente análisis se utilizaron los datos correspondientes a la Gran Encuesta Integrada de Hogares -GEIH - 2019. Esta encuesta, que es la de mayor cobertura y periodicidad del país, recoge información sobre las condiciones de empleo de las personas (actividad ocupacional, en qué trabajan, cuánto ganan, si tienen seguridad social en salud o si están buscando empleo, etc); además de las características generales de la población como sexo, edad, estado civil y nivel educativo.

La GEIH proporciona al país información a nivel nacional, cabecera - resto, regional, departamental, y para cada una de las capitales de los departamentos (DANE, 2019). Si bien la encuesta tiene representatividad nacional, para el presente análisis se decidió trabajar con la información relacionada a las 13 grandes ciudades con sus áreas metropolitanas que son en su orden:

- Bogotá
- Medellín - Valle de Aburrá
- Cali - Yumbo
- Barranquilla - Soledad
- Bucaramanga - Floridablanca - Girón - Piedecuesta
- Manizales - Villamaría
- Pasto
- Pereira - Dosquebradas - La Virginia
- Ibagué
- Cúcuta - Villa del Rosario - Los Patios - El Zulia
- Villavicencio
- Montería
- Cartagena

Teniendo presente que el objetivo principal del presente estudio es entender la dinámica del multifamily - vivienda en renta institucional, a continuación, se hará una caracterización de la demanda potencial en Colombia, por medio de la segmentación y caracterización de los hogares colombianos que viven en arriendo.

3.1 CANTIDAD DE ARRENDATARIOS

Del volumen total de hogares encuestados, se observa que el 45,42% corresponde a hogares que viven en arriendo o subarriendo, seguido por el 38,93% de hogares que viven casa propia.

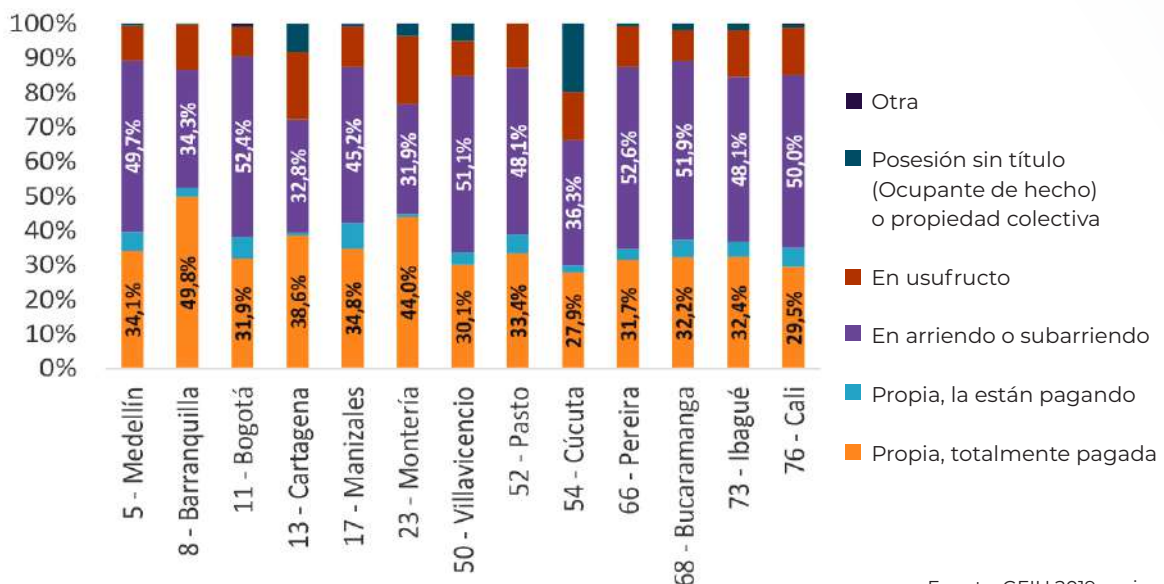
Gráfica 3.1.
Tipo de Ocupación de Vivienda



Fuente: GEIH 2019 - microdato

A nivel regional se encuentra que en las áreas de Barranquilla, Cartagena y Montería, existe mayor proporción de propietarios con una diferencia del 18,1%, 6,6% y 12,9% respectivamente por encima del porcentaje de arrendatarios.

Gráfica 3.2.
Tipo de Ocupación por Área Metropolitana

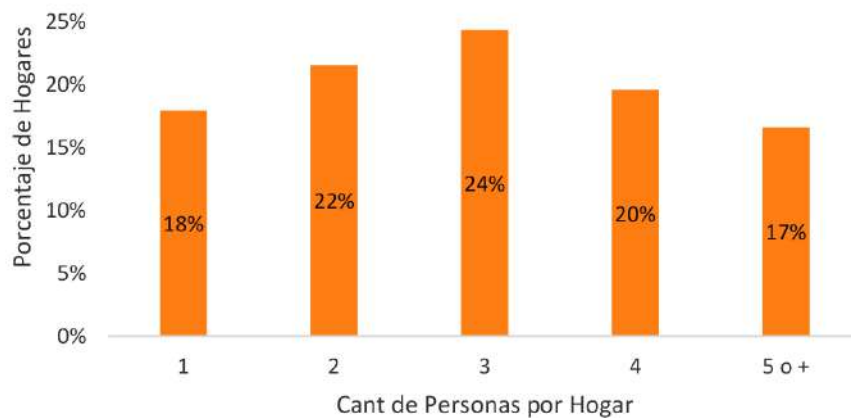


Fuente: GEIH 2019 - microdato

3.2 PERSONAS POR HOGAR ARRENDATARIO

Al igual que el resultado obtenido en el último Censo Nacional realizado en 2018, el promedio de personas por hogar que vive en arriendo, arrojó ser de 3,1 personas. Tal como se puede observar en el Gráfica 3.3, la mayoría de los hogares en arrendamiento se componen de 3 personas, siendo esto un 24,3%, seguido por los hogares de 2 personas, 4 personas y unipersonales, correspondiendo estos al 21,6%, 19,6% y 17,9% respectivamente:

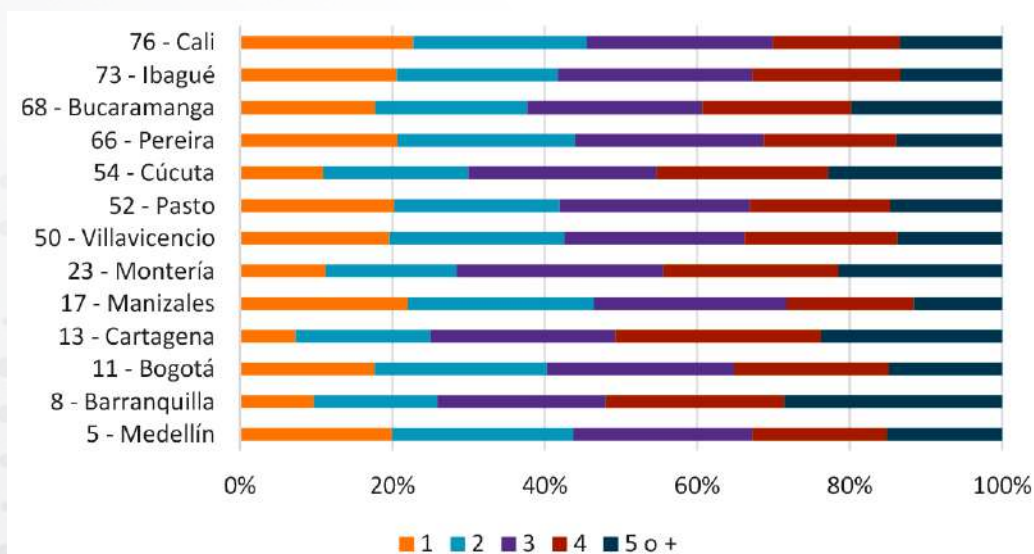
Gráfica 3.3.
Personas por hogares arrendatarios



Fuente: GEIH 2019

Ahora bien, en las ciudades de Barranquilla y Cartagena, donde ya pudimos observar que existe una mayor cantidad de hogares propietarios frente a arrendatarios, también se observa que la mayor cantidad de hogares arrendatarios se componen de 4 personas, disminuyendo este porcentaje hasta los hogares unipersonales, y por último los hogares con 6 o más personas.

Gráfica 3.4.
Personas por hogar arrendatario, según ciudades

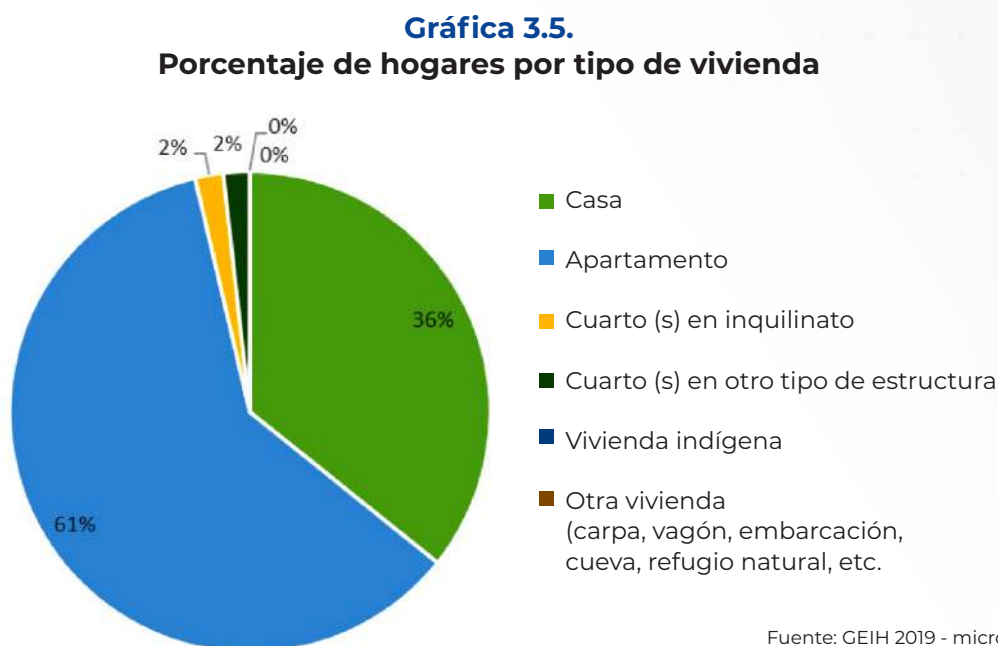


Fuente: GEIH 2019

3.3. TIPO DE OCUPACIÓN

De acuerdo con el universo total de encuestas, el 60,6% de los hogares viven en apartamentos, seguido del 35,8% que vive en casas y por último el 3,6% que vive en cuartos. Esta característica se cumple para la mayoría de las áreas encuestadas, a excepción de Montería, Villavicencio y Cúcuta donde la mayoría de los hogares vive en Casas.

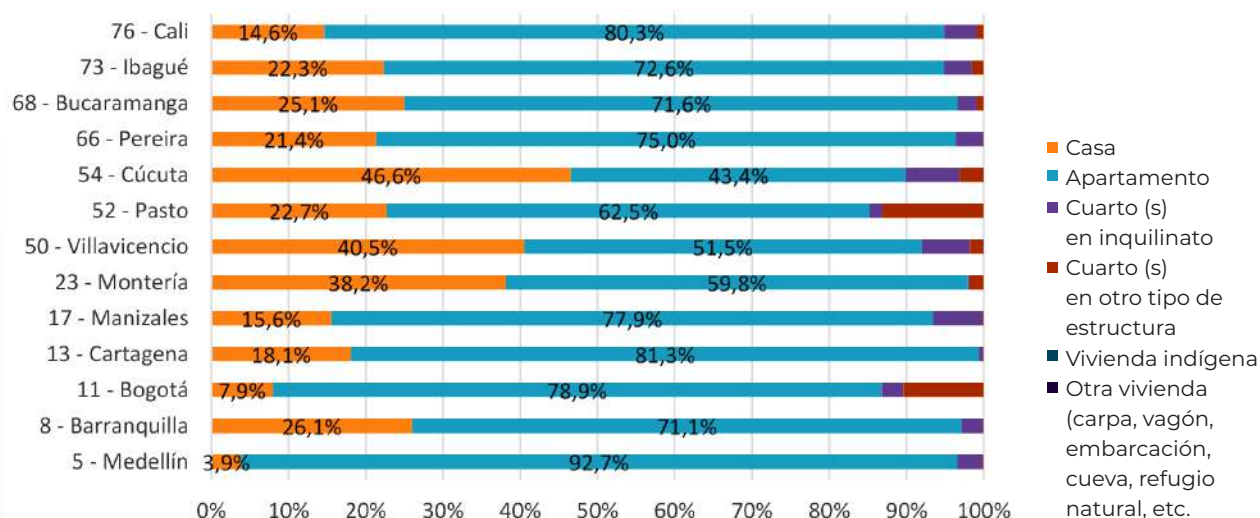
De igual manera, los hogares arrendatarios viven en su mayoría en apartamentos, siendo estos el 73% de la muestra, estando esta cifra por encima del porcentaje Nacional, seguido de los hogares en arrendamiento que viven en casas con el 20,7% y los que viven en cuartos siendo estos el 6,3%.



Al observar el comportamiento del tipo de ocupación por las áreas estudiadas, se logra observar que:

- En Medellín más del 90% de los hogares arrendatarios viven en apartamentos.
- Si bien en Bogotá casi el 80% de los hogares en arrendamiento vive en apartamentos, hay una mayor cantidad de hogares que arriendan cuartos (13,2%) frente a los que arriendan casas (7,9%).
- Por otro lado, si bien en Pasto el porcentaje de cuartos no supera al porcentaje de casas arrendadas, junto con el de Bogotá, este porcentaje es el único que sobrepasa el 10%, siendo este 14,8%.
- De acuerdo con el dato inicial, referente a la segmentación de hogares por tipo de ocupación, Cúcuta es la única área donde predomina el arriendo de casas por encima del arriendo de apartamentos. Sin embargo, estas dos tipologías no distan mucho, correspondiendo los arriendos en casas a 46,6% y los arriendos en apartamento a 43,3%, dejando esto tan solo una diferencia de hogares de 3,2%

Gráfica 3.6.
Porcentaje de hogares arrendatarios por tipo de vivienda



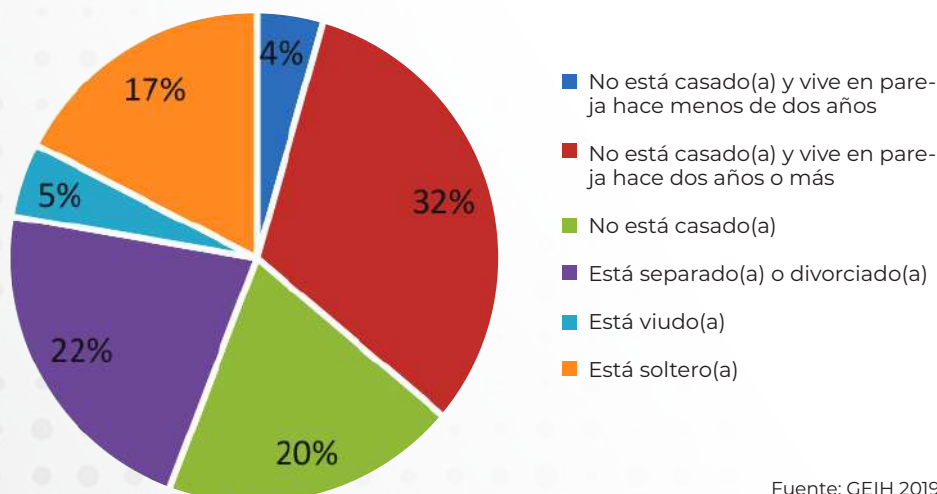
Fuente: GEIH 2019 microdato

3.4 JEFE DE HOGAR

Asumiendo que el jefe de hogar es aquel que se encarga de velar por el mantenimiento de la vivienda y por la mayoría de la toma de decisiones dentro de ella, se entró a estudiar su caracterización. Según el universo total de encuestas, en Colombia el 59% de las cabezas de hogar que arriendan son hombres y el 41% esta representado por mujeres.

De acuerdo a los datos analizados, en Colombia la mayoría de los hogares arrendatarios, son aquellos que ya decidieron conformar una familia o ya pasaron por ese momento, siendo en su mayoría las parejas que no están casadas pero viven juntas hace 2 años o más con el 31,8%, seguidos de aquellos separados o divorciados, los casados y por último los solteros con 17,4%.

Gráfica 3.7.
Estado civil del jefe de hogar arrendatario



Fuente: GEIH 2019

Al entrar a estudiar el detalle de las áreas encuestadas, se logra observar que:

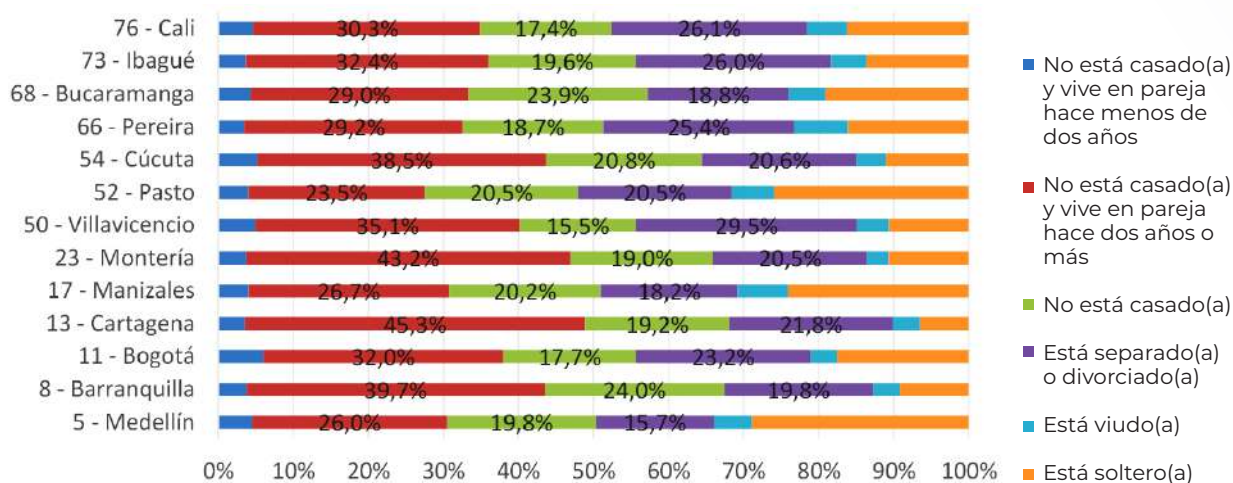
- En Medellín y Pasto la mayoría de los jefes de hogar que arriendan son solteros correspondiendo estos al 29% y 26% respectivamente.
- En Manizales las 4 categorías predominantes rondan el promedio del 22%
- En Bogotá, si bien el 32% corresponden a jefes de hogar que no están casados y viven en pareja hace 2 años o más, y el 23,2% corresponde a jefes de hogar separados o divorciados, no existe diferencia alguna entre los jefes de hogar casados con los solteros significando cada uno el 17,6% de la muestra.



Foto: Zona social plura Coliving, Bogotá, Operador Plura.

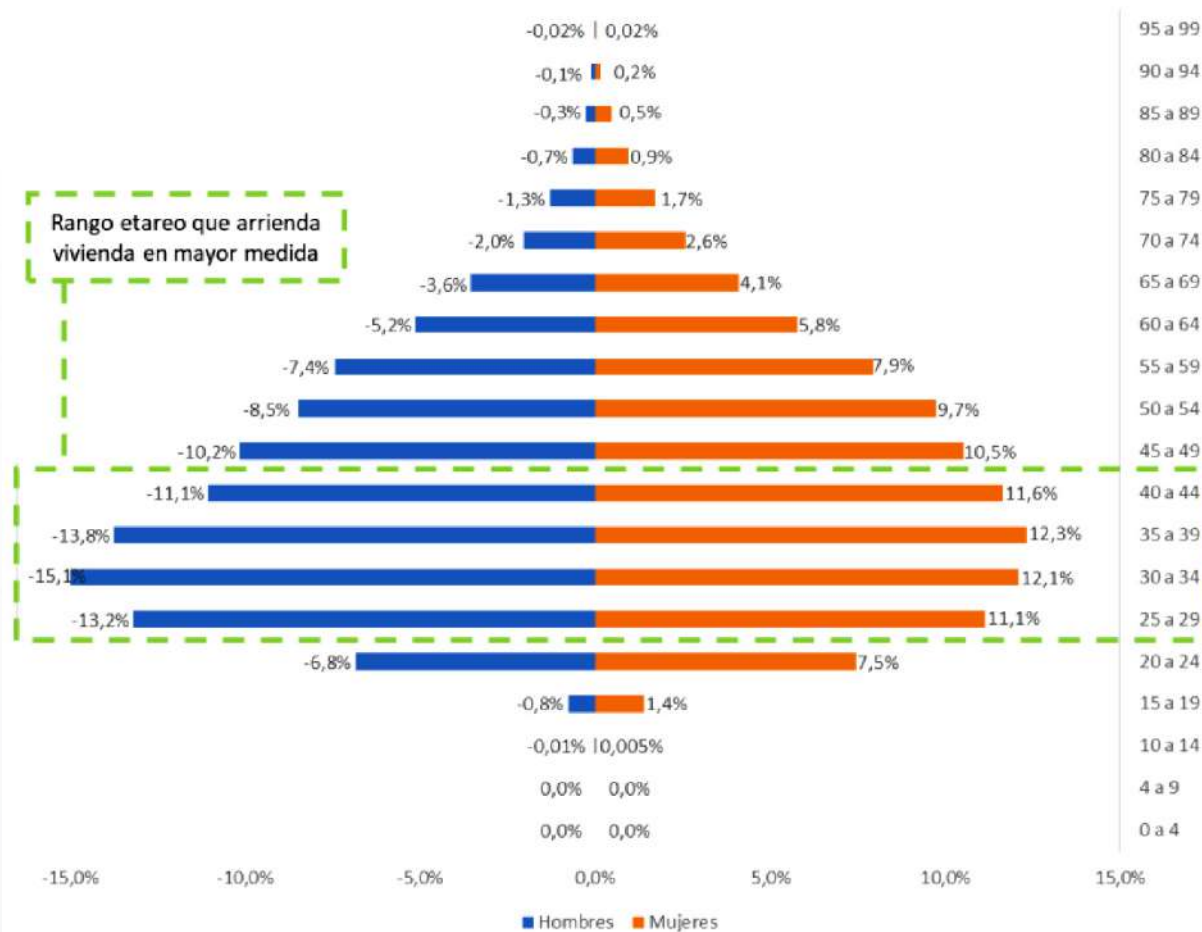
Adicionalmente, como se puede ver en el Gráfica 3.9, aproximadamente el 50% de los jefes de hogar se ubican en la edad entre los 25 y los 44 años, habiendo un mayor volumen de hombres jefes de hogar entre los 30 y 34 años, y mayor volumen de mujeres jefes de hogar entre los 35 y 40 años.

Gráfica 3.8.
Porcentaje de hogares arrendatarios de acuerdo a su estado civil



Fuente: GEIH 2019

Gráfica 3.9.
Distribución etarea de los jefes de hogar arrendatarios



Fuente: GEIH 2019

El presente análisis deja en evidencia que las características demográficas y dinámicas sociales varían de acuerdo con el territorio. Este es un factor que los desarrolladores inmobiliarios deben tener presente al momento de proponer distintas tipologías de vivienda que se logren acoplar realmente a lo que necesitan y demanda el mercado.

ANEXOS

Gasto en vivienda de los hogares – 2019

Grupo de SMMLV	Ingreso del hogar		Gasto alojamiento y servicios/Ingresos		% Hogares	# Hogares
<1 SMMLV	\$551,006	Pobres	40.17%	\$221,339	17.00%	923,076
1-2 SMMLV	\$1,263,644	Vulnerables	36.33%	\$459,082	31.70%	1,727,266
2 - 4 SMMLV	\$2,447,488	Clase media	33.13%	\$810,853	32.30%	1,756,933
4 - 8 SMMLV	\$4,768,745	Clase media	33.13%	\$1,579,885	14.20%	772,700
> 8 SMMLV	\$11,843,413	Clase alta	30.44%	\$3,605,135	4.80%	263,892
Ponderado	\$2,535,746		34.64%	\$1,335,259	100%	5,443,867

Fuente: DANE - GEIH 2019 – Cálculos Economía Urbana

Matriz cualitativa que describe el perfil de los usuarios según su etapa de vida

18 – 25 años	26 - 35 años	35 - 50 años	51 - 65 años	> 65 años
PRINCIPALES HITOS				
Estudios universitarios	Primeros hijos	Mayor núcleo familiar	Los salarios más altos del ciclo de vida	Preparan su retiro y tienen dificultad para conseguir una buena pensión
Cambio de ciudad por estudios	Buscan adquirir su primer vivienda	Mayor interés viajes familiares	Los hijos se van de sus casas. Buscan vender sus propiedades	Expectativa de vida cada vez mayor
Pasantías / primer trabajo (bajos salarios)	Quieren mascotas	Invierten en clubes o fincas para pasar el tiempo libre	Divorciados	Mayor gasto en servicios de salud
Primera vez que viven solos o con sus parejas	Netflix, domicilios y redes sociales	Comienzan a buscar un mayor equilibrio entre vida personal y trabajo	Terminan de pagar su primera hipoteca	Buscan aumentar su calidad de vida
SOLUCIONES DE VIVIENDA				
Cercanía a centros universitarios	Cercanía a sus trabajos que consumen un gran porcentaje de su tiempo	Reducir al máximo los tiempos de desplazamiento – transporte privado	Unidades residenciales de tamaños reducidos pero con posibilidad de recibir a sus hijos	Alto apego a la vivienda donde pasaron mayor cantidad de tiempo
Buscan bajos costos de vivienda y de transporte	Quieren ubicaciones prime que solo consiguen rentando	A estos usuarios se les dificulta la compra de propiedad con sus ingresos	Vivienda de altas especificaciones con parqueadero privado	Buscan ubicaciones con clínicas cercanas y barrios seguros, con parques, donde puedan caminar
Desean pertenecer a una comunidad – buscan participar de eventos	Servicios de interacción social como restaurantes, bares, gimnasios y co-workings	Servicios de conveniencia como gimnasios, bancos, mercados, guarderías y peluquerías	Servicios básicos como lavandería y alimentación	Servicios de salud que cuente con personal de planta, alimentación y aseo general

..... Curva de ingresos — Mercado objetivo

Fuente: Análisis Deloitte

4. MODELO ORGANIZACIONAL Y CONTEXTO JURÍDICO

Foto: Equipamiento Comunal Nomad 77, Bogotá, Operador CCLA.



4.1 MODELO ORGANIZACIONAL Y DE GESTIÓN

En cualquier tipo de organización, el proceso de planeación y gestión de nuevos productos es vital para su éxito. Un correcto entendimiento de los factores que afectan la toma de decisiones y la estimación racional y objetiva de estos desemboca en un producto exitoso.

En el caso de la construcción este modelo se replica tomando los proyectos como un producto y en ese orden de ideas, la decisión de entrar a desarrollar proyectos en renta es una nueva línea de negocio que si bien es parecida, tiene elementos que la diferencian desde la concepción y estructuración.

De esta manera, en los países en que el modelo de Multifamily está ampliamente desarrollado e implementado, los actores involucrados en el negocio son altamente especializados, y se dedican enteramente a él. Esto significa que los grandes tenedores de unidades en el mundo son operadores financiados a través de fondos de inversión estructurados por ellos, en los que inversionistas institucionales invierten buscando una excelente relación de riesgo-rentabilidad.

Sin embargo, es importante mencionar que existen también casos de éxito de empresas constructoras que decidieron emprender la tarea de incorporar esta línea de negocio sin renunciar a la venta tradicional y que mediante un profundo aprendizaje del asset class mantienen proyectos en renta de una forma sostenible y rentable. Así mismo, se presentan también alianzas entre constructor y operador que son mutuamente beneficiosas para las partes.

Con esto en mente es importante entender los cambios en el diagrama de procesos cuando se estructura y diseña un modelo de vivienda en renta, frente al desarrollo inmobiliario tradicional. En términos generales, el modelo tradicional sigue una serie de diez pasos, tal como se aprecia en el Diagrama 4.1.

El modelo de negocio presentado en el Diagrama 4.1 se ha perfeccionado con el tiempo, y sin duda es efectivo para la estructuración de proyectos tradicionales. Sin embargo, al estructurar un modelo de vivienda en renta se requieren cambios representativos que pueden darse en dos escenarios:

1. Empresa integral (desarrollo y operación) de *Multifamily* estructura el proyecto y consigue fondos para llevar a cabo el desarrollo. Para la construcción, la empresa integral tiene dos opciones: primero, se asocia con un constructor quien, bajo diferentes esquemas de aporte, termina siendo socio del proyecto; o segundo, el constructor actúa como contratista del proyecto a cambio del pago de honorarios.
2. El desarrollador tradicional crea una línea de vivienda en renta y lleva a cabo el desarrollo con fondos propios o, más comúnmente, de inversionistas. Este es el escenario menos frecuente de los mencionados pues desarrollar el *know-how* de la operación profesional de un inmueble toma bastante tiempo. Adicionalmente, el proyecto debe ser edificado siguiendo unos parámetros diferentes al de la vivienda tradicional por lo que, en la gran mayoría de los casos, resulta mucho más conveniente asociarse con un operador profesional.

De esta forma, es claro que los procesos de estructuración y gestión de los proyectos debe cambiar al incluir al operador, el cual no existe en los proyectos de vivienda para la venta. Las empresas dedicadas enteramente al negocio de la operación agregan valor a los proyectos desde su estructuración. Dado su conocimiento del mercado de arrendamiento y su experiencia internacional en la materia, los operadores entienden perfectamente la tipología de unidades de mayor demanda y que deberían construirse en el proyecto, la dotación y calidad de acabados requerida, los *amenities* que diferencian al proyecto para sustentar una prima de mercado, o como generadores de ingresos adicionales. Adicionalmente, el operador conoce la gestión diaria del proyecto inmobiliario, así como la manera de mitigar riesgos inherentes y maximizar los ingresos producidos, entre otros.

En pocas palabras, se requiere el aporte del operador al proyecto desde la etapa de estructuración, dado que se logra plantear un producto final acorde a las necesidades y apetito del mercado, al modelo de negocio, a las tendencias demográficas, a las preferencias de los diferentes grupos poblacionales, de manera que el proyecto sea rentable y sostenible en el tiempo.¹⁰ El operador tiene el papel de *Asset Manager* y *Revenue Manager* de manera que su percepción sobre las necesidades del proyecto incluyen la

¹⁰ Es necesario tener en cuenta que la eficiencia en áreas del Multifamily se encuentra cerca del 60%, mientras que en los proyectos en venta tradicionales está alrededor de 50%. Adicionalmente, los proyectos para renta cuentan con amenidades no tan convencionales, de manera que la configuración de los espacios y la tipología de las unidades habitacionales son diferentes.

óptica financiera y de satisfacción del cliente, en la medida que entiende a cabalidad que la generación de ingresos de manera sostenible depende de la satisfacción de los arrendatarios.

Diagrama 4.1.
Modelo de negocio inmobiliario tradicional



Fuente: Elaboración Deloitte.

RECUADRO 1.

El papel de Asset y Revenue Manager

El Asset Manager tiene la función de aconsejar y gestionar una inversión financiera, al tiempo que cuida físicamente el activo mediante mantenimientos correctivos y preventivos. El mantenimiento también debe enfocarse en actualizar permanentemente el activo, de manera que se mantenga vigente respecto a la competencia en la zona (tanto en venta como renta), se optimicen sus ingresos y reduzcan los costos. Por ejemplo, un Asset Manager está en capacidad de proponer cambios hacia sistemas de ahorro de energía y agua, la automatización de procesos, y otros aspectos que incidan en la generación de ingresos o reducción de costos para el proyecto.

Por otro lado, el Revenue Manager implementa mediciones de indicadores como el RevPar, Goppar, TrevPar, todos ligados al ingreso o beneficio obtenido por unidad habitacional, sin perder de vista que el proyecto debe ser competitivo al ofrecer un producto y servicio superior. Así mismo, el Revenue Manager debe tener claro interés en el Cross-Selling, al buscar rentabilizar las amenidades que desde su concepción están ideadas para la satisfacción del cliente final.

Un ejemplo de cross-selling es implementar espacios o servicios enfocados en mascotas al evidenciar que los clientes potenciales de esa zona y ese segmento suelen tenerlas. De igual forma, cuando el operador cuenta con diversos proyectos en la ciudad y lanza uno nuevo pensando en familias, tiene la capacidad de promocionarlo entre sus inquilinos con hijos pequeños que habitan en proyectos de espacios reducidos. Con esta medida se logra un nivel de absorción más rápido en el nuevo desarrollo, libera una unidad para ser arrendada a un precio más alto en el proyecto estabilizado y se ahorra el estudio de riesgo del inquilino, ya que tiene acceso a su historial de pago.

Con estos actores en mente, el modelo de negocio presentado en el Diagrama 4.1 varía de manera significativa. En el Diagrama 4.2 se evidencia que bajo el esquema de Multifamily se omite la etapa de preventa. Por su parte, la responsabilidad de la etapa constructiva recae sobre el constructor (no sobre el operador), de manera que no se abordará en esta instancia del documento.

A continuación se presenta mayor detalle sobre las etapas señaladas el Diagrama 4.2:

- **Estudio de norma y cabida:** Se lleva a cabo un estudio detallado de cabidas para entender la cabida de apartamentos y sus tamaños en función del mercado objetivo y la zona. Así mismo, se estudia la viabilidad de la inclusión de las amenidades de acuerdo al tamaño del lote, su ubicación, el nicho de Multifamily a desarrollar, los proyectos en la zona y el segmento demográfico al que estaría dirigido el

proyecto. Se mitigan limitantes de lotes pues se eliminan diferentes restricciones como el uso, al poder desarrollar algunos nichos de Multifamily en uso dotacional o restricciones al número de matrículas que pueden salir de una partición, viabilizando un mayor número de unidades.

- **Análisis de mercado:** Se valida la tesis inicial mediante estudios de la población que habita en la zona y la población que podría migrar a ella. Se estudia la estructura de ingresos y gastos, composición de los hogares, puntos de interés y atracción en la zona que sean polos de desarrollo como centros empresariales, zonas industriales, centros comerciales, universidades, estaciones de transporte masivo, parques públicos, centros de culto, entre otros. También se estudian los precios de arriendo del mercado informal, lo que da luces sobre el rango de la tarifa que podría llegarse a cobrar en el proyecto, teniendo en cuenta la prima de mercado que se espera obtener al contar con amenidades superiores y una administración y mantenimiento profesional. En este punto se logran sinergias con otros proyectos similares que haya hecho o estudiado el operador, pues ya tiene cifras y experiencia en el mercado particular. Tales datos son de suma importancia a la hora de modelar financieramente el proyecto y darle viabilidad al mismo.
- **Análisis financiero en pre-factibilidad:** Hecho el análisis de mercado y una vez se estima un rango de precios para las unidades habitacionales, en la etapa de pre factibilidad el operador debe estimar una curva de ocupación (absorción) para las unidades que serían construidas con el precio y las características contempladas anteriormente. Se llevan a cabo análisis de sensibilidad para calcular el impacto de factores no presentes en los modelos en venta para lo cual se necesita conocimiento del mercado y del modelo de negocio.

Es importante mencionar el modelo en renta es más eficiente en el uso de los espacios, comparado con el modelo de construir para vender. Según datos entregados en las entrevistas sostenidas con operadores experimentados, se estima una eficiencia en el área arrendable de 60%, a diferencia de 50% en el modelo tradicional. Esto se debe a especificaciones arquitectónicas como el tamaño de las unidades y también la capacidad generadora de ingresos de las áreas comunes y amenidades. Tales factores pueden representar una diferencia significativa en el modelo financiero, el cual en etapa de pre-factibilidad normalmente se calcula con insumos estándar en términos relativos dados por el operador, que en etapas siguientes se puntualizan a los elementos específicos del proyecto.

- **Caracterización del proyecto:** Una vez surtidos los pasos anteriores y conociendo un precio aproximado, el mercado objetivo y su respectivo análisis demográfico, las cabidas y validado esto a nivel de pre-factibilidad, se lleva a cabo una caracterización del proyecto puntual. Es aquí cuando se definen exactamente las áreas de las unidades, las amenidades y zonas comunes que son viables y rentables, el número de unidades que se pueden edificar, determinar el grado de amueblamiento que se ofrecería junto con la calidad de los acabados presentes en las unidades habitacionales. En esta etapa se da forma al proyecto y se establece una idea completamente clara del complejo a desarrollar, que es flexible a cambios pequeños por obstáculos u oportunidades que se presenten más adelante.

Diagrama 4.2. Modelo de negocio inmobiliario Multifamily



Fuente: Elaboración Deloitte

- Análisis financiero en factibilidad:** Los insumos y los diferentes análisis y la pre-factibilidad se depuran con cifras enteramente del proyecto y estudiadas a profundidad. También se desarrollan análisis de sensibilidad no realizados hasta el momento, por tanto se lleva a cabo toda la estructura de ingresos y gastos (Opex del proyecto, para lo cual se requiere de experiencia en operación, asset management y property management) del proyecto en la cual se incluye la estimación de los otros ingresos producto de las amenidades y servicios que se decida incorporar al proyecto. Para esto último es esencial el concepto y la experiencia del operador.

Como parte del análisis financiero también se elabora la estructura de la deuda que será usada para apalancar el desarrollo del proyecto, y se llevan a cabo los diferentes escenarios con distintos niveles de *loan-to-value* con datos del mercado, lo que afectará el nivel de *equity* que debe ser invertido. Por último, el análisis de los indicadores financieros debe ser hecho bajo la óptica de la vivienda en renta, sin hacer comparaciones con el modelo de venta, ya que son negocios completamente diferentes. Es ahí donde una visión del negocio de una persona o entidad experta en la materia con la capacidad de entender las métricas en comparación de otros proyectos de *Multifamily* es fundamental. El análisis de las cifras del proyecto y saber cómo sustentarlas ante un inversionista institucional, fondo de capital privado o comité de inversión, resulta clave para incorporar los fondos necesarios para el proyecto.

- **Decisión de Inversión:** Culminados los procesos de análisis de la oportunidad junto con sus pros y contras, riesgos asociados, entre otros, el veredicto del operador experto respecto al proyecto es la herramienta necesaria para una decisión informada y justificable ante cualquier inversionista.
- **Entrega y ocupación:** En esta etapa el operador ejerce plenamente sus tareas. El operador está a cargo de ocupación del activo, y por tanto es el encargado del manejo de la estrategia comercial y publicitaria para atraer clientes. La tendencia a nivel internacional, potenciada aún más por la pandemia, es usar la tecnología por medio de visitas virtuales de 360°, a través de las cuales el potencial arrendatario puede apreciar el espacio, los acabados, los servicios y amenidades del complejo, entre otros.

Más allá de las herramientas y métodos para la ocupación, se debe mencionar que, según palabras de los entrevistados, una ocupación progresiva más no inmediata es lo que garantiza la rentabilidad del proyecto y mitiga su riesgo. Una ocupación por “olas” logra tener varios grupos de contratos separados en el tiempo, y garantiza que no todos se vencerán en la misma fecha dejando en una posición potencialmente peligrosa al proyecto. Por el contrario, diversas fechas de vencimiento de contratos dan mayor capacidad de maniobra en términos de renovación, renegociación o reocupación. Por otro lado, se suele evidenciar que los primeros arrendatarios en el proyecto son quienes consiguen la tarifa más baja. A partir de ahí, la tarifa va incrementando progresivamente a medida que se va aumentando la ocupación y se tiene una mayor exposición en el mercado y conocimiento en los clientes potenciales. Este incremento progresivo en las tarifas de los nuevos contratos es la razón para tener vacancias estratégicas, ser estrictos con las normas de convivencia, incrementar las tarifas por encima de la inflación y desalojar a morosos (en países donde es permitido).

- **Administración y mantenimiento:** Durante el período de ocupación y cuando el proyecto se encuentra estabilizado, el activo es el elemento que maximiza la valorización del inmueble, incrementa márgenes de operación y lo hace sostenible en el tiempo si se ejecuta correctamente. La ocupación progresiva junto con el crecimiento de las tarifas hace que la rotación, bien administrada, sea positiva en el negocio pues se ingresa usuarios con precios superiores a los salientes. Así mismo, una administración cercana a los habitantes del complejo y que entienda sus necesidades, procura satisfacer dichos requerimientos. Inquilinos satisfechos son la manera ideal de dar a conocer las ventajas de vivir en un complejo administrado de manera profesional, con lo cual se logra un efecto voz a voz conveniente para el proyecto.

Por otro lado, el mantenimiento constante de las zonas comunes, amenidades y las unidades, mantiene el valor del activo. Adicionalmente, si esto se combina con una actualización de los espacios con el pasar de los años, se tiene como resultado la sostenibilidad en el tiempo y la valorización constante del activo.

- **Desinversión:** Este paso es nuevo de *Multifamily* frente al Diagrama 4.1 utilizado en el modelo tradicional de ventas, pues se trata de una desinversión en el activo más que la venta de un producto terminado. Como es natural en activos establiizados de distinto tipo, ya sea directo o a través de algún vehículo de inversión, llega un punto en el que se debe liquidar el portafolio por vencimiento del ciclo de inversión, por estrategia al querer utilizar los recursos para otros proyectos o por necesidad ante alguna situación particular. En consecuencia, para lograr la mejor salida posible es necesario traer a colación dos elementos. Primero, el estado del activo, su mantenimiento, actualización, entre otros, y en segundo lugar, los indicadores del negocio como los porcentajes de ocupación, precios, rentabilidad, etc. Estos dos factores se combinan para estimar el valor que el inversionista estaría dispuesto a pagar, por lo que es evidente que el manejo profesional del activo incide en su valor final y que un operador experto impacta positivamente esta cifra.

Dicho esto, es claro que los operadores son un factor a favor en el desarrollo de proyectos de *Multifamily*. Es importante aclarar que existen numerosos casos de éxito de constructoras que han decidido incursionar en este modelo de negocio, y con el tiempo han logrado desarrollar su operación *inhouse* de manera exitosa. No obstante, la experiencia indica que para la mayoría de las constructoras resulta mucho más favorable la asociación con un operador, con lo que se evitan traumatismos de diferente índole, y se dedican a su negocio principal, sin la preocupación de la carga laboral y administrativa que conlleva gestionar propiedades de este tipo.

4.2 CONTEXTO JURÍDICO DEL ARRENDAMIENTO INSTITUCIONAL EN COLOMBIA

En Colombia, así como en América Latina, no existe una legislación que regule de manera expresa la vivienda en renta institucional, por lo que la regulación de este tipo de negocios se rige por el régimen de arrendamiento, el cual se encuentra regulado en la Ley 820 de 2003 “*Por la cual se expide el régimen de arrendamiento de vivienda urbana y se dictan otras disposiciones*”. Esta Ley avanzó de manera significativa en la modernización del régimen que contemplaba la Ley 56 de 1985, ajustándose a la realidad del país. Sin embargo, la evolución del mercado de vivienda se da de forma tan acelerada, que ya se han identificado nuevos aspectos que no se ajustan a las necesidades de las familias, del negocio y de las corrientes internacionales en la materia.

Es así como, en la exposición de motivos del Proyecto de Ley 140 de 2001 de Cámara, que le dio origen a la ley vigente, se identifica que esta respondía a las mismas necesidades que hoy en día se consideran falencias de la actual ley, verbigracia, cambiar el paradigma según el cual la vivienda digna es sinónimo de vivienda propia, la necesidad de establecer un adecuado equilibrio entre las partes, la modificación del proceso de restitución de inmueble arrendado, dada la multitud de obstáculos que encuentra el propietario para la restitución de su inmueble, entre otras.

Ahora bien, al revisar el articulado de la Ley 820 de 2003 de cara al negocio de vivienda en renta institucional, se identificaron una serie de aspectos que dada su inflexibilidad, no permiten que esta figura se realice de manera masiva o que desincentivan este modelo de negocio. A continuación se enuncian los principales puntos identificados.

i. Prohibición de depósitos y cauciones reales

Si bien la Ley 820 de 2003 permitió que el arrendador solicite fianzas o garantías al arrendatario y este es uno de los avances que incorporó frente a la Ley 56 de 1985, solo es posible exigir las para garantizar el pago de los servicios públicos domiciliarios, más no para garantizar el pago del canon de arrendamiento, lo cual está prohibido expresamente, sin que sea clara su motivación. Esta prohibición limita las posibilidades de muchos arrendatarios de acceder a una vivienda formal y de calidad, pues la única opción viable es a través de un seguro de arrendamiento, cuyos requisitos desbordan la capacidad de los arrendatarios.

Al analizar el derecho comparado en la materia, se evidencia que países como Chile, Perú, México y Costa Rica, permiten el depósito como garantía en el caso de impago del canon o de daños al inmueble, lo cual brinda más posibilidades a las personas para acceder a una vivienda formal, en caso que no cuenten con fiadores con finca raíz para acceder a un seguro de arrendamiento.

ii. Valor de canon de arrendamiento

La Ley 820 de 2003 determina que el precio mensual del arrendamiento será fijado por las partes y que no podrá exceder el uno por ciento del valor comercial del inmueble y que la estimación comercial del inmueble no podrá exceder el equivalente a dos veces el avalúo catastral vigente. Esta medida resulta inflexible, no permite que opere el mercado y se encuentra rezagada frente a la legislación que existe en la región. Al revisar la legislación comparada, estas limitaciones no aplican en países como Chile, Uruguay, Argentina y Costa Rica, en donde existe plena libertad de las partes en la fijación del precio.

iii. Reajuste del canon de arrendamiento

En el mismo sentido de lo que sucede en relación con el valor del canon de arrendamiento, la Ley 820 de 2003 es inflexible al establecer topes al reajuste anual que se hace al valor del canon de arrendamiento, el cual solo podrá incrementarse en una proporción que no sea superior al ciento por ciento del incremento que haya tenido el índice de precios al consumidor en el año calendario inmediatamente anterior. Esta disposición tampoco se evidencia en la revisión de la normativa en la materia en países como Chile, Perú y México.

iv. Terminación por parte del arrendador

Las causales de terminación unilateral del contrato de arrendamiento por parte del arrendador, contempladas actualmente en la Ley 820 de 2003, resultan inaplicables para la vivienda en renta institucional, dada la naturaleza del negocio. Es así como la causal de terminación por venta del inmueble o porque el propietario o poseedor necesita el inmueble para su propia habitación, no se dan en la práctica, dado que en ningún caso el inmueble se va a vender, lo que se va a hacer es arrendarlo sucesivamente y en ningún caso el operador institucional o el constructor va a destinar el inmueble para su propia vivienda.



Pinilla, González & Prieto Abogados

*Nuestro conocimiento,
genera resultados*



Urbanísticos e
inmobiliarios



Corporativos, civiles y
mercantiles



Impuestos, tasas y
contribuciones



Solución de controversias,
litigios y arbitraje



Medio ambiente y
servicios públicos



Derecho público



Derecho penal y
disciplinario



Derecho médico y
de la salud

Av. Calle 72 N.º 6-30 pisos 9 y 14.
Bogotá - Colombia

Teléfono +57 (601) 210 1000

WWW.PGPLEGAL.COM

Así las cosas, la posibilidad de dar por terminado de manera unilateral el contrato de arrendamiento, sin la existencia de ninguna causal, solo aplican cuando el contrato de arrendamiento hubiera cumplido cuatro años de ejecución, caso poco probable en el caso de vivienda en renta institucional, en el cual se da una alta rotación. Dada la naturaleza de este negocio, debería existir flexibilidad suficiente para dar por terminado el negocio en cualquier momento, sin la existencia de causal, dando un preaviso con suficiente antelación al arrendatario.

Ahora bien, una regulación menos flexible debería contemplar otras causales para la terminación del contrato de arrendamiento por parte del arrendador, como lo son, la destrucción o daño de las instalaciones comunes, las zonas compartidas, los muebles que hayan sido entregados por el arrendador y los demás equipos o bienes que formen parte del arrendamiento; cuando el arrendatario no proceda a la reparación o al pago de las mismas dentro de los treinta días calendario siguientes a la ocurrencia del daño o destrucción; la ocupación del inmueble con un número de habitantes que supere el número máximo de persona pactado en el contrato y el incumplimiento de las obligaciones a cargo del arrendatario que hayan sido pactadas como esenciales en el contrato de arrendamiento.

v. Restitución del inmueble arrendado

Pese a que el proceso de restitución de inmueble arrendado no se encuentra regulado en la Ley 820 de 2.003 sino en el Código General del Proceso, resulta de suma importancia en el negocio de vivienda en renta institucional, dado que la ausencia de un proceso de restitución del inmueble expedito genera costos adicionales para el operador institucional, no solo por la demora en la recepción de los pagos adeudados, también por la imposibilidad de poner nuevamente el inmueble en el mercado.

Ahora bien, en los últimos años se han venido realizando una serie de modificaciones al proceso de restitución de inmueble arrendado, sin embargo este sigue siendo un proceso lento que desincentiva la construcción para arrendar. Es por ello que se han considerado una serie de ajustes para hacerlo expedito, como la prohibición del recurso de reposición contra la admisión de la demanda y la eliminación de la obligación del demandante de prestar caución para responder por los perjuicios que se causen en la práctica de dichas medidas. De igual forma, frente a la restitución provisional, se propone adicionar que si en la inspección judicial al inmueble, se establece que existe mora de más de tres cánones o cuotas de administración, en la misma diligencia se debe proceder a la restitución del bien. En este sentido, se determina que la restitución provisional implicará el desalojo inmediato del arrendatario y de las demás personas que se encuentren en el inmueble.

Como consecuencia del análisis realizado a la aplicación del régimen de arrendamiento vigente al mercado de vivienda en renta institucional, se evidencia la necesidad de crear un régimen especial que regule esta figura de manera flexible, permitiendo que opere el mercado y que las normas que se establezcan se ajusten a la evolución del negocio inmobiliario.

5. MODELO FINANCIERO

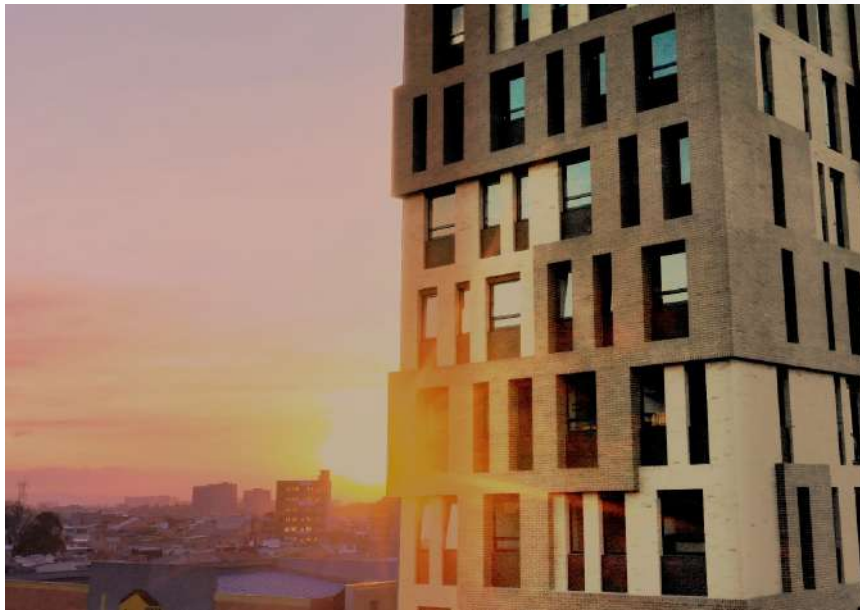


Foto: Panorámica Plura CoLiving, Bogotá. Operador Plura.

El capítulo de modelo financiero presenta una guía rápida para dimensionar el potencial de desarrollar y operar modelos de vivienda en renta institucional (multifamily). Adicionalmente, se abordan diversos tipos de tamaños de proyectos, en lugar de analizar un solo modelo financiero base.

Los retos expuestos en el presente apartado son problemas multisectoriales que requieren involucrar a todos los *stakeholders* desde la fase de pre factibilidad, tales como los diseñadores, arquitectos, operadores, constructores e inversionistas.

5.1 METODOLOGÍA

Con el fin abordar todos los tamaños de proyectos posibles, se considera el tamaño del área arrendable total del proyecto (GLA por su sigla en inglés) como punto de partida para poder dimensionar y simular varios tamaños de activos. Naturalmente, el área arrendable está compuesta por el área promedio por apartamento (m²/apto de ahora en adelante) y por la cantidad de apartamentos (No. Aptos. de ahora en adelante). Es decir, existen un sinnúmero de combinaciones entre m²/apto y No. Aptos. para obtener el GLA total.

Así es como en este informe se muestran varias combinaciones de GLA, m²/apto y No. Aptos de tal manera que resultan en 77 escenarios de GLA. Bajo esta línea lógica, se considera el área del lote como el segundo insumo más importante para la estructuración financiera, con el fin de que los 77 escenarios de GLA, estén simulados en 77 lotes. Con 77 simulaciones de GLA para 77 tipos de lotes, se ha logrado utilizar los indicadores promedio de la norma urbana con el fin de aproximarse lo más posible al área construida total y en consecuencia estimar el costo y financiación de 77 proyectos de *multifamily*.

No obstante, en la simulación financiera fue necesario elaborar una ramificación más, llamada “escenarios de operación rentable”. Durante las entrevistas que Deloitte lideró con constructores, desarrolladores, fondos de inversión y bancos, se visibilizó que por falta de madurez en este tipo de activo inmobiliario, todos los actores expresaron tener diferentes objetivos de rentabilidad. El rango de las rentabilidades objetivo de cada actor entrevistado estuvo entre 11% a 18% de TIR de inversionista antes de impuestos (TIR inv. de ahora en adelante)¹¹.

Esto significa que con 77 tipos de proyectos hay 616 cánones de arrendamiento diferentes, que se podrían cobrar al inquilino para satisfacer las rentabilidades de 11%, 12%, 13%...18%. Por este motivo se ha optado por mostrar los “escenarios de operación rentable” que satisfagan una rentabilidad del 15% para el inversionista. Esto significa que se concluyen 77 cánones y 77 gastos operacionales.

En la segunda parte del capítulo, se presenta la simulación respecto a la variación en otros insumos del modelo financiero tales como Costo directo/m² del área arrendable, número de parqueaderos, tasa de financiación, ocupación de apertura, cap rate de salida, plazo de la amortización, ingresos por *amenities* y la ocupación de largo plazo. Las variaciones en los insumos se realizaron con el fin de entender cuáles tienen más impacto en la TIR inv., y a su vez generar un plan de choque que permita mitigar el riesgo de no obtener una TIR de 15%. Para mostrar visualmente este ejercicio, se desarrolló una ilustración de red neuronal.

Considerando todos los párrafos expuestos, se amplió el alcance de los análisis para los estratos altos, medios y bajos, los cuales tendrán un capítulo propio. Para finalizar el documento, se anexa el detalle de los insumos usando tres modelos base. Uno para cada estrato bajo, medio y alto; así como los flujos de caja proyectados y los resultados financieros de los tres modelos base.

5.2 ESTRATOS ALTOS

Mapeo de tamaño de proyectos

En el cuadro 5.1 se presentan las combinaciones de número de apartamentos (eje horizontal) y del área promedio por apartamento (eje vertical). Con la combinación de estas dos variables, se observa un rango de GLA de 2.100m² a 9.649m². Sin embargo, se entiende que en el mercado hay una mezcla entre m²/apto y cantidad de apartamentos, así como una combinación entre usos habitacionales y comerciales u otros.

¹¹ La TIR inversionista implica la tasa de retorno para el inversionista que aportó un capital, conocido como Equity, y obtiene en compensación unos dividendos. Los dividendos son generados después de que el proyecto genere utilidad y paga al banco intereses y amortización de la deuda adquirida. Así mismo, se estima que hay dos inversionistas en un proyecto, donde uno de ellos aportó el lote y el otro aportó el capital de tal manera que los dividendos se distribuirán entre las dos partes, pro rata de la participación que les corresponda. Como consecuencia de lo anterior, la TIR inversionista del informe es para la parte que aportó equity, y no para la que aportó el suelo.

Cuadro 5.1.
Número de apartamentos y área promedio

GLA (m2)		No. Unidades										
		70	77	85	93	102	113	124	136	150	165	182
m2/ apto	30	2,100	2,310	2,541	2,795	3,075	3,382	3,720	4,092	4,502	4,952	5,447
	33	2,310	2,541	2,795	3,075	3,382	3,720	4,092	4,502	4,952	5,447	5,992
	36	2,541	2,795	3,075	3,382	3,720	4,092	4,502	4,952	5,447	5,992	6,591
	40	2,795	3,075	3,382	3,720	4,092	4,502	4,952	5,447	5,992	6,591	7,250
	44	3,075	3,382	3,720	4,092	4,502	4,952	5,447	5,992	6,591	7,250	7,975
	48	3,382	3,720	4,092	4,502	4,952	5,447	5,992	6,591	7,250	7,975	8,772
	53	3,720	4,092	4,502	4,952	5,447	5,992	6,591	7,250	7,975	8,772	9,649

Fuente: Elaboración Deloitte.

Con base en este ejercicio, ¿qué área de lote es necesario para desarrollar este GLA? El cuadro 5.2 muestra 77 tamaños de lote que satisfacen la combinación entre cantidad de apartamentos y área por apartamento. De acuerdo a las entrevistas, las celdas verdes muestran el tamaño del proyecto más probable, debido a que la disponibilidad de lotes es limitada. En otras palabras, es muy probable desarrollar proyectos con un GLA de 2.100m² a 4.092m², en lotes desde 840m² a 1.637m².

Cuadro 5.2.
Tamaños de lote y área por apartamento

m2 lote bruto		No. Unidades										
		70	77	85	93	102	113	124	136	150	165	182
m2/ apto	30	840	924	1,016	1,118	1,230	1,353	1,488	1,637	1,801	1,981	2,179
	33	924	1,016	1,118	1,230	1,353	1,488	1,637	1,801	1,981	2,179	2,397
	36	1,016	1,118	1,230	1,353	1,488	1,637	1,801	1,981	2,179	2,397	2,636
	40	1,118	1,230	1,353	1,488	1,637	1,801	1,981	2,179	2,397	2,636	2,900
	44	1,230	1,353	1,488	1,637	1,801	1,981	2,179	2,397	2,636	2,900	3,190
	48	1,353	1,488	1,637	1,801	1,981	2,179	2,397	2,636	2,900	3,190	3,509
	53	1,488	1,637	1,801	1,981	2,179	2,397	2,636	2,900	3,190	3,509	3,860

Fuente: Elaboración Deloitte.

Canon como condición de rentabilidad

Teniendo en cuenta que se mostraron 77 combinaciones de números de apartamentos, área por apartamento y áreas de lotes, se estimaron los cánones de arrendamiento mensuales que deben cobrarse para lograr una TIR Inv. A.I. De acuerdo a un análisis de los cánones/m² de algunos coliving y del único *multifamily* operando en la ciudad de Bogotá, se resaltaron aquellos que más se acercan al canon de mercado, resaltados en color verde en el cuadro 5.3.

Cuadro 5.3.
Cánones de arrendamiento mensual

Canon/apto para TIR inv A.I.= 15%		No. Unidades										
		70	77	85	93	102	113	124	136	150	165	182
m2/ apto	30	2,360	2,283	2,246	2,214	2,181	2,207	2,177	2,150	2,127	2,106	2,086
	33	2,511	2,468	2,428	2,395	2,362	2,387	2,357	2,328	2,303	2,281	2,259
	36	2,682	2,639	2,599	2,567	2,592	2,559	2,529	2,500	2,475	2,452	2,430
	40	2,863	2,821	2,782	2,750	2,776	2,743	2,713	2,685	2,659	2,637	2,616
	44	3,068	3,026	2,988	3,020	2,981	2,948	2,918	2,891	2,865	2,843	2,829
	48	3,298	3,256	3,217	3,249	3,211	3,178	3,147	3,120	3,094	3,078	3,101
	53	3,553	3,511	3,542	3,506	3,465	3,430	3,399	3,372	3,350	3,340	3,363

Fuente: Elaboración Deloitte

Esto significaría que los proyectos más viables son los que tienen más de 85 apartamentos cuyas áreas/apto son en promedio de 36m². También es posible los proyectos con menos de 85 apartamentos, con la salvedad que requerirían áreas/apto de 33m² o menos. Si bien es posible tener áreas/apto más grandes, es necesario un estudio de mercado detallado que permita conocer las características del mercado de personas o familias que pagan cánones por encima de 2.500.000 por apartamento¹².

Es importante aclarar, tal como se aprecia en los anexos, que se requiere 8% de ingresos por *amenities* y ocupación de 95% para que estos cánones funcionen. En el cuadro 5.4 se evidencia que un proyecto de 70 apartamentos requiere más canon que todos los demás proyectos para poder tener una TIR de 15%. Esto se debe a que los costos fijos son considerablemente más altos, en relación a los ingresos, que el resto de proyectos.

Cuadro 5.4.
Cánones de arrendamiento por metro cuadrado

Canon/m2 para TIR inv A.I.= 15%		No. Unidades										
		70	77	85	93	102	113	124	136	150	165	182
m2/ apto	30	78,659	76,111	74,868	73,785	72,700	73,563	72,582	71,671	70,892	70,212	69,549
	33	76,096	74,784	73,573	72,576	71,563	72,336	71,411	70,560	69,780	69,109	68,442
	36	73,890	72,692	71,602	70,705	71,411	70,499	69,661	68,883	68,173	67,559	66,954
	40	71,701	70,641	69,672	68,877	69,510	68,693	67,934	67,236	66,599	66,047	65,504
	44	69,846	68,896	68,020	68,745	67,872	67,127	66,446	65,812	65,229	64,729	64,417
	48	68,250	67,383	66,580	67,242	66,450	65,769	65,144	64,568	64,031	63,709	64,186
	53	66,857	66,058	66,655	65,966	65,194	64,532	63,958	63,439	63,040	62,843	63,281

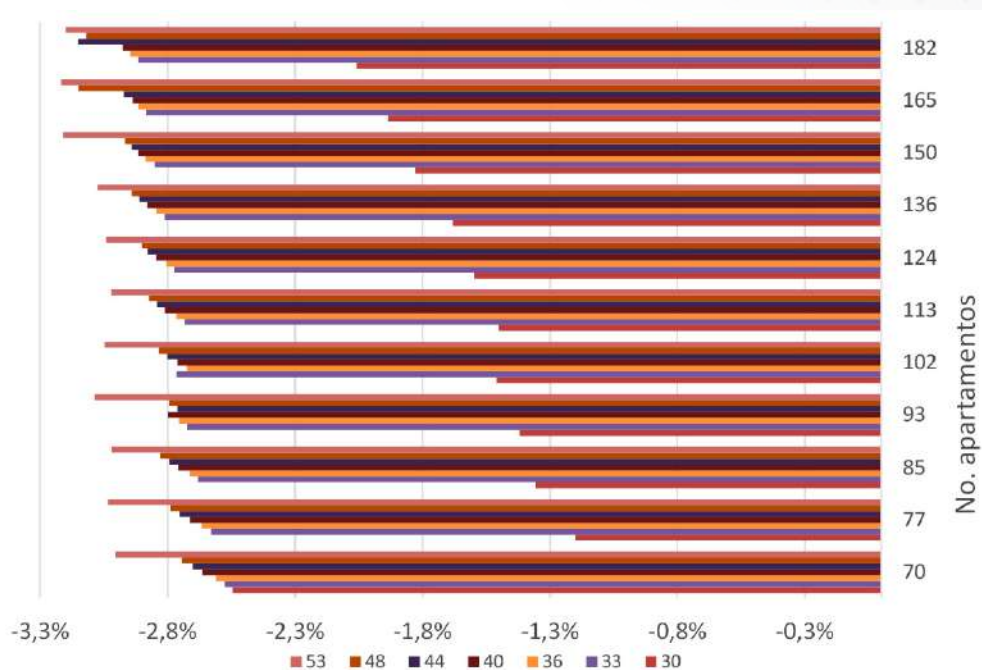
Fuente: Elaboración Deloitte

¹² Canon a precios de 2020.

Cánones para otras condiciones de rentabilidad

En esta sección se aborda la pregunta de qué pasaría si el objetivo del inversionista fuera una TIR de más o menos 100 p.b. (es decir, 14% o 16%). Se puede observar en la gráfica 5.1, que entre más grande el proyecto, se requiere una variación porcentual más grande para disminuir 100 p.b. Por ejemplo, el proyecto de 182 apartamentos de 30m² requiere disminuir el canon en -2.1%, mientras que el proyecto con 77 unidades de 30m² requiere disminuir el canon en -1.2%. Esto quiere decir, que entre más apartamentos, es más difícil incrementar la TIR. Y por el contrario, entre más pequeño el proyecto, más sencillo aumentar la TIR.

Gráfica 5.1.
Disminución (%) en el canon para decrecer la TIR en 100 p.b. (de 15% a 14%)



Fuente: Elaboración Deloitte.

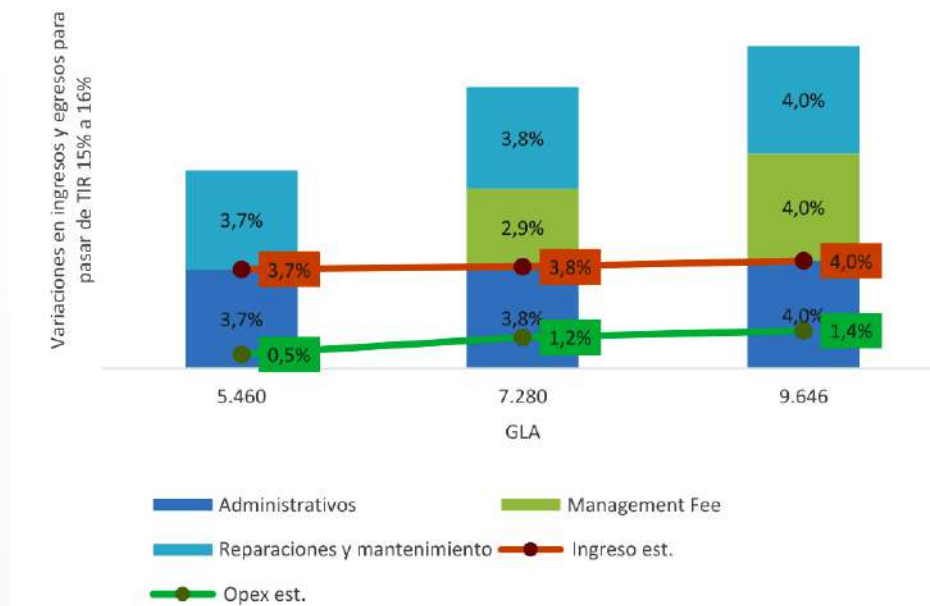
También se puede observar que entre más pequeñas las áreas de los apartamentos, es más sencillo afectar la TIR puesto que requiere variar menos el canon que con las áreas más grandes. Como se explicó anteriormente, el proyecto de 70 apartamentos es un caso excepcional. Se observa que un proyecto de 102 unidades es un punto de inflexión donde las economías de escala son menores. Es decir, es un punto donde los gastos fijos como salarios, aumentaron por encima de IPC.

¿Por qué es más fácil aumentar la TIR de 15% a 16% en proyectos con menor GLA?

En general, se puede afirmar lo siguiente para aumentar la rentabilidad de un activo: cuando hay gastos fijos que tienden a convertirse en gastos variables como consecuencia de un incremento en el ingreso, se requiere que el incremento en los ingresos sea tal que cubra el gasto variable que antes no tenía, y genere más flujo de caja que se traduzca en mayor TIR o rentabilidad.

La siguiente gráfica muestra el aumento de los ingresos y egresos de propiedades con diferentes GLA, cuando un activo pasa de una TIR de 15% a 16%. En el caso de la propiedad de 5.460m² de GLA, se observa que la propiedad tuvo que aumentar sus ingresos en 3.7%, para aumentar su TIR de 15% a 16%. De esta forma, los egresos solo aumentan en total 0.5%. La razón de que los egresos crezcan menos que los ingresos, se debe a que solo dos de los gastos aumentaron (reparaciones y administración) mientras que los demás egresos permanecieron fijos.

Gráfica 5.2.
Variaciones en ingresos y egresos para aumentar TIR de 15% a 16%



Fuente: Elaboración Deloitte.

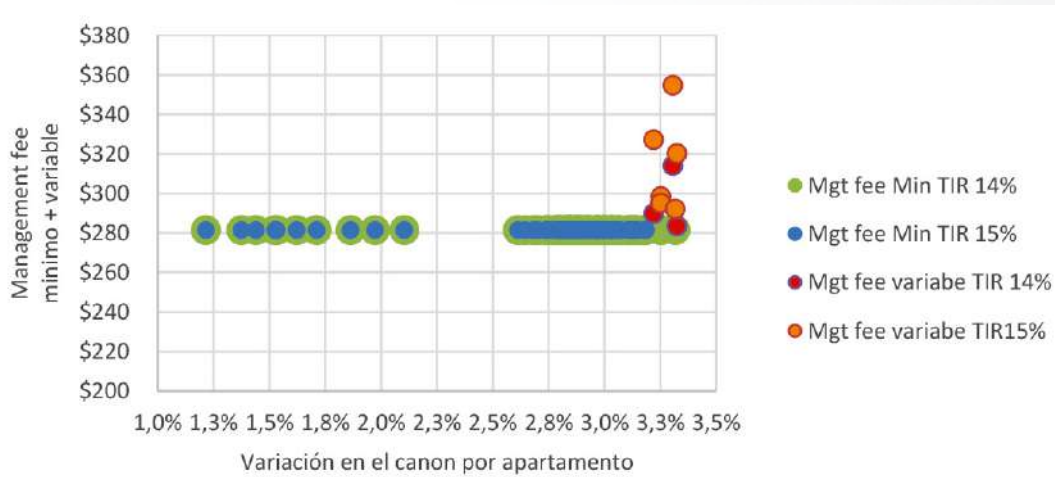
No obstante, se observa que cuando el GLA aumenta, el ingreso tiene que aumentar aún más con el fin de cubrir el mayor gasto en *Management Fee*. Esto sucede porque este gasto tiene un componente fijo y uno variable. En la medida que un activo genere más ingresos, el *management fee* variable será mayor. Por ejemplo, en el GLA de 7.280m², el ingreso creció 3.8% de tal manera que debió cubrir el aumento del *management fee* y generar caja adicional para alcanzar una TIR de 16%. Este gasto no habría incrementado al aumentar los ingresos en el GLA de 5.460m². Así mismo, en el GLA de 9.464m², el ingreso incrementó 4% para cubrir un aumento del *management fee* del 4% y generar más caja adicional que aumentara su rentabilidad.

Cabe mencionar que este ejercicio tiene costos fijos y variables que no siempre dependen del ingreso. Algunos costos variables como los servicios públicos y la seguridad dependen del tamaño de las zonas comunes. Por esta razón, esta sección analiza las consecuencias de los gastos fijos cuyo componente variable está atado contractualmente a los ingresos del activo.

A continuación se explica en más detalle el efecto de estos gastos fijos + variable dependiendo del ingreso, para lo cual se utiliza el gasto de *Management fee*. En la gráfica 5.3, cada punto es un tipo de propiedad o GLA. Posteriormente, el eje Y, muestra

el porcentaje de *management fee* que paga cada propiedad en un año estabilizado (2025 para este ejemplo). Luego, el eje X, muestra los aumentos en los cánones de tal manera que la TIR pasa de 14% a 15%. Finalmente, los colores verdes muestran la cantidad de propiedades que pagan un *management fee* fijo, y en colores rojo y amarillo, se evidencia las propiedades que pagan *management fee* variable.

Gráfica 5.3.
Tipo de Management fee según TIRs de 14% y 15%



Fuente: Elaboración Deloitte.

La gráfica muestra el aumento el número de propiedades que pasaron de pagar un gasto fijo a variable, cuando su TIR pasó de 14% a 15% (de 3 propiedades a 6). Como se puede observar, el aumento en el canon tuvo que ser superior al 3.3% para alcanzar una mayor TIR, ya que se tuvo que pagar el *management fee* variable.

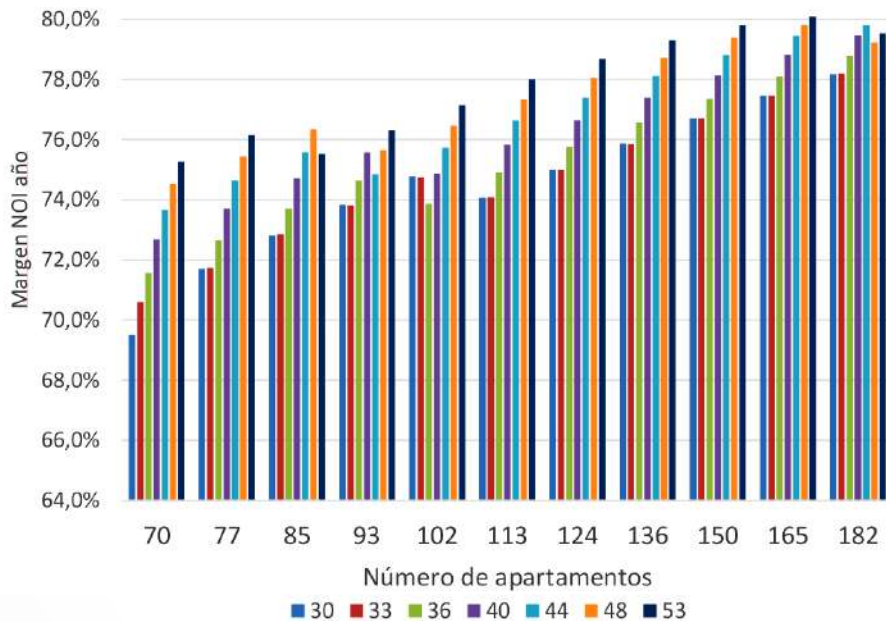
Márgenes NOI año estabilizado¹³

Evidentemente se observa que el margen operacional aumenta conforme aumenta la cantidad de apartamentos. Así mismo, los proyectos con más apartamentos, mantienen casi los mismos márgenes sin importar el área de los apartamentos. En proyectos con menos de 77 apartamentos, se observa que los márgenes operacionales son más distantes entre los tipos de áreas de los apartamentos. Esto sucede porque en estos proyectos tan pequeños, hay menos economías de escala. En otras palabras, algunos gastos fijos como los salarios tienden a tener el mismo valor en un proyecto de 70 o 77 apartamentos.

Sucede lo mismo con el fee del gestor. De acuerdo con las entrevistas sostenidas, el fee del operador es 20 millones mensuales o el 4% de los ingresos. No obstante, el 4% de los ingresos de los proyectos de 70 y 77 apartamentos, no cubren el mínimo mensual requerido por el operador.

¹³ Net Operative Income: ingreso neto operativo = ingresos - gastos operativos (impuesto predial, seguros, salarios, fee operador, mantenimiento, servicios públicos, seguridad, aseo). Año estabilizado: primer año completo en el que la propiedad alcanzó el porcentaje de ocupación estabilizado.

**Gráfica 5.4.
Márgenes NOI**

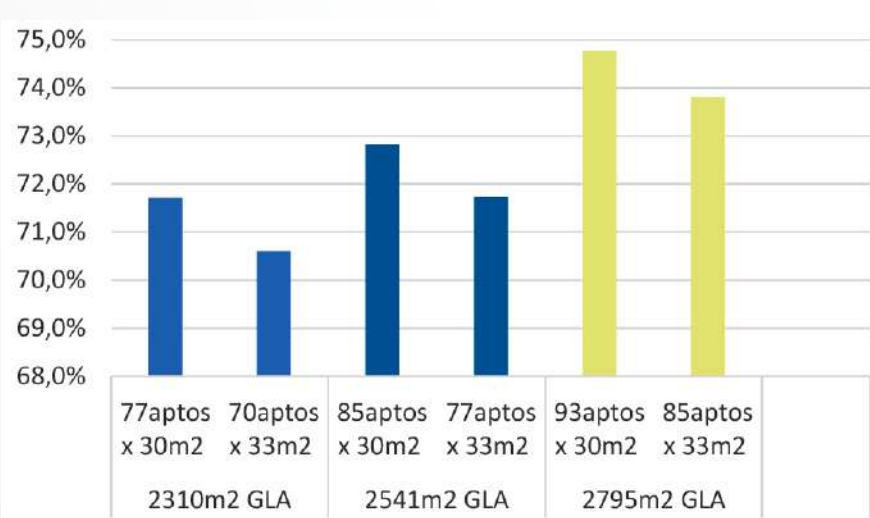


Fuente: Elaboración Deloitte.

Márgenes NOI año estabilizado para proyectos con el mismo GLA

En la gráfica se observan tres proyectos con GLA diferentes. Cada uno de ellos, tiene una combinación de número de apartamentos y de área/apto. De esta manera, se comprueba que es más eficiente tener volumen de apartamentos, en pocas áreas. Sin embargo, hay que tener en cuenta que en términos operacionales los márgenes mejoran, pero en las eficiencias de Capex puede no ser así.

**Gráfica 5.5.
Márgenes NOI**



Fuente: Elaboración Deloitte.

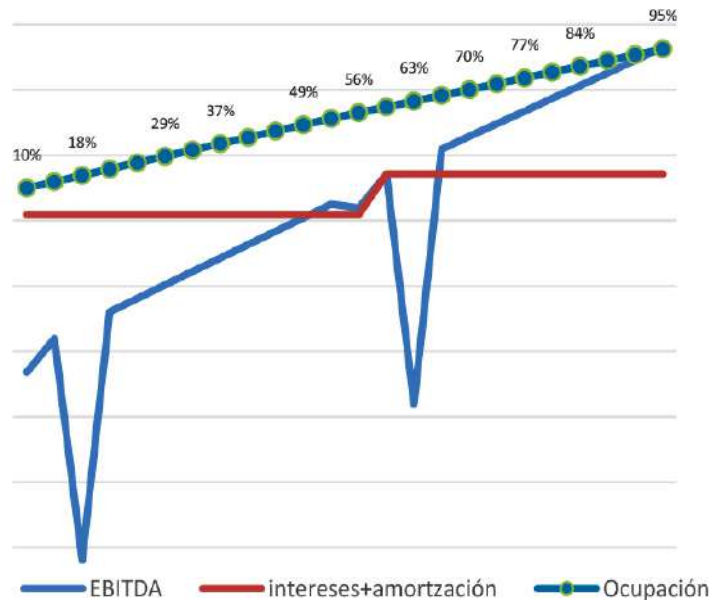
Se encuentra que dos proyectos con el mismo GLA, uno con áreas pequeñas y más apartamentos, y el otro con áreas grandes y menos apartamentos, el segundo logra ahorros en los costos de parqueaderos. Esto sucede porque, aunque ambos proyectos tienen el mismo GLA, hay uno con más apartamentos. Esto significa que la norma urbana lo obliga a tener una celda de parqueadero por cada apartamento. De este modo, el otro proyecto con el mismo GLA pero con menos apartamentos, debe construir menos celdas de parqueadero. En conclusión, es el mismo GLA pero menor área construida de parqueaderos.

Ocupación para punto de quiebre entre utilidad operacional y pago del servicio de la deuda

Después de alcanzar una ocupación de 49% en promedio, hay dividendos para el inversionista, después de pagar intereses y amortización al banco. Sin embargo, como ya se ha explicado, este porcentaje puede disminuir entre más grande sea el proyecto, debido a que alcanza economías de escala.

Alcanzar una utilidad para el inversionista, con el 49% de ocupación, solo se cumple si:
 i) el porcentaje de endeudamiento del proyecto, es el 50% del total del Capex+Capital de Trabajo ii) la tasa de endeudamiento es del IPC + 7% E.A. y iii) los ingresos por *amenities* son el 8% de los ingresos por rentas.

**Gráfica 5.6.
Ocupación**



Fuente: Elaboración Deloitte.

Costos e ingresos como condición de rentabilidad

Bajo las condiciones urbanísticas promedio y algunos insumos derivados de las entrevistas con los operadores (como las zonas comunes), se estima el capex y capital de trabajo para los 77 proyectos. En promedio el equity requerido sin tener en cuenta

el valor del lote, es del 25% del costo total que acá se presenta, lo que significa que el equity está dentro del rango de 4.000MM y 18.000MM. Este insumo es importante en el contexto que muchos tamaños de proyectos no cumplirían con el ticket mínimo de inversión. De esta manera, habría que plantearse la necesidad de comprar el lote en vez de asociarse con un tercero que aporte el lote. Comprar el lote puede disminuir la TIR entre 200p.b. y 50p.b. dependiendo de la forma de pago.

Por último, también se presentan los ingresos necesarios para cumplir una TIR de 15%. Hay que tener en cuenta que estos ingresos tienen un componente de canon, de ingresos por *amenities* y una ocupación del 95%. Así mismo, más adelante se presentan los márgenes operacionales que resuelven en estos ingresos.

Cuadro 5.5.
CAPEX

Capex + WK Millones		No. Unidades										
		70	77	85	93	102	113	124	136	150	165	182
m2/ apto	30	15,732	17,276	18,983	20,866	22,905	25,251	27,753	30,497	33,541	36,905	40,580
	33	17,005	18,680	20,530	22,571	24,787	27,321	30,035	33,016	36,315	39,956	43,936
	36	18,411	20,228	22,239	24,456	26,891	29,609	32,557	35,790	39,366	43,317	47,636
	40	19,961	21,940	24,127	26,539	29,183	32,131	35,331	38,844	42,730	47,016	51,706
	44	21,676	23,832	26,211	28,855	31,704	34,906	38,388	42,208	46,429	51,086	56,184
	48	23,569	25,916	28,503	31,376	34,482	37,964	41,751	45,907	50,500	55,567	61,133
	53	25,653	28,210	31,050	34,156	37,540	41,327	45,451	49,981	54,983	60,499	66,557

Fuente: Elaboración Deloitte. WK: capital de trabajo en los primeros 24 meses de operación hasta que el activo se estabilice.

Cuadro 5.6.
Ingreso requerido

Ingreso requerido año est. para TIR inv A.I.= 15%		No. Unidades										
		70	77	85	93	102	113	124	136	150	165	182
m2/ apto	30	2,399	2,554	2,763	2,996	3,247	3,614	3,922	4,260	4,635	5,050	5,502
	33	2,553	2,760	2,987	3,241	3,515	3,909	4,245	4,614	5,019	5,468	5,956
	36	2,727	2,951	3,198	3,473	3,859	4,190	4,555	4,954	5,394	5,879	6,409
	40	2,911	3,155	3,423	3,722	4,132	4,491	4,886	5,319	5,796	6,323	6,898
	44	3,119	3,384	3,676	4,086	4,438	4,828	5,257	5,727	6,244	6,816	7,462
	48	3,353	3,641	3,958	4,397	4,779	5,203	5,669	6,181	6,743	7,380	8,178
	53	3,613	3,927	4,358	4,745	5,158	5,616	6,123	6,680	7,302	8,007	8,869

Fuente: Elaboración Deloitte.

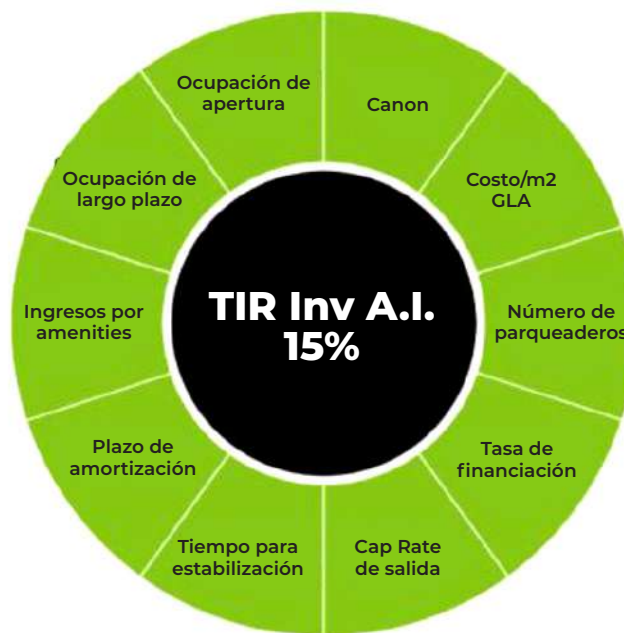
También es importante notar que no se están mencionando ingresos por usos mixtos como super mercados o retail de conveniencia. Esto es porque el objetivo del cuadro es evidenciar que sin importar la mezcla de fuentes de ingresos, se deben cumplir para llegar a la rentabilidad.

Variaciones en todos los insumos del modelo

Todos los insumos que se muestran a continuación tuvieron variaciones del 10%, con el fin de observar el impacto en la TIR inversionista antes de impuestos.¹⁴ Como consecuencia de esta variación, se presenta el impacto en puntos básico, de tal manera que sí se materializan todos los escenarios, la TIR objetivo pasaría de 15% a 8.06%.

Evidentemente la variación en el canon, el costo/m2 del GLA y el tiempo en que se estabiliza el activo explican el 74% del impacto en la TIR. Por otro lado, los factores que menos impactan la TIR son el término de la amortización de la deuda, los ingresos por amenities y el caprate de salida.

Gráfica 5.7.
Insumos principales



Fuente: Elaboración Deloitte.

El canon no solo es el insumo que más impacta sino que adicionalmente representa la mayor incertidumbre por ser un modelo de negocio nuevo. Sin embargo, para mitigar el riesgo de estructurar los proyectos con los cánones presentados anteriormente, se podría hacer un descuento del 10% en el canon y en respuesta a esto se debería estabilizar el activo no en 24 meses sino en 12 meses.

¹⁴ Los insumos que no se variaron 10% son los que consideran variables de tiempo, como la ocupación y el cap rate de salida.

Gráfica 5.8.
Variaciones y efectos en la TIR



Fuente: Elaboración Deloitte.

Con esta estrategia solo se habrá recuperado una tercera parte de la TIR afectada por el descuento en el canon. Como consecuencia de un menor canon, puede estimarse una mayor ocupación de largo plazo. Aumentar la ocupación de 95% a 96% adicionaría casi 40p.b. Sin embargo, en este punto, solo es posible recuperar los 200p.b. que faltan con eficiencias en el costo/m2 o en el número de parqueaderos.

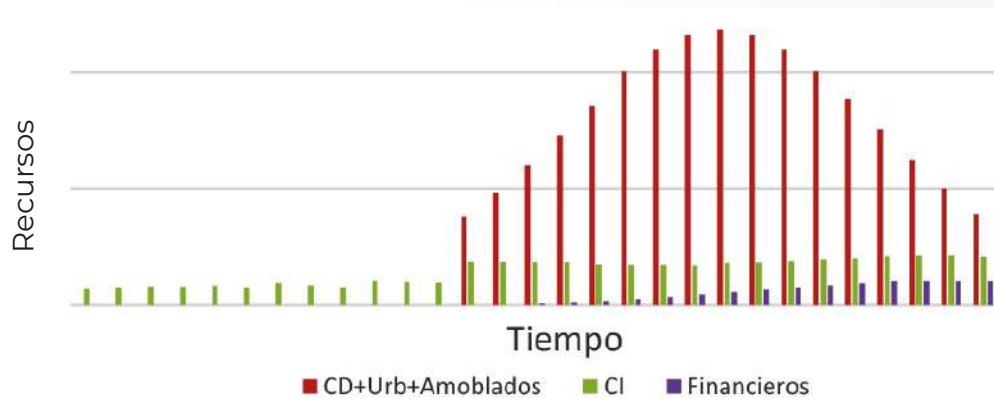
Lograr disminuir el costo/m2 del GLA es posible bajo el desarrollo de un constructor muy experimentado y eficiente. Aunque se puede plantear otro escenario logrando ahorros en costos indirectos, dicho ahorro tendría que ser de 17% sobre el total de los costos indirectos para lograr el equivalente del ahorro en costos directos.

En el caso del número de parqueaderos, evidentemente es más complicado puesto que hay unas exigencias normativas. Por otro lado, está la posibilidad de no hacer los parqueaderos en sótano sino en plataforma o mejor aún a nivel, lo cual es menos

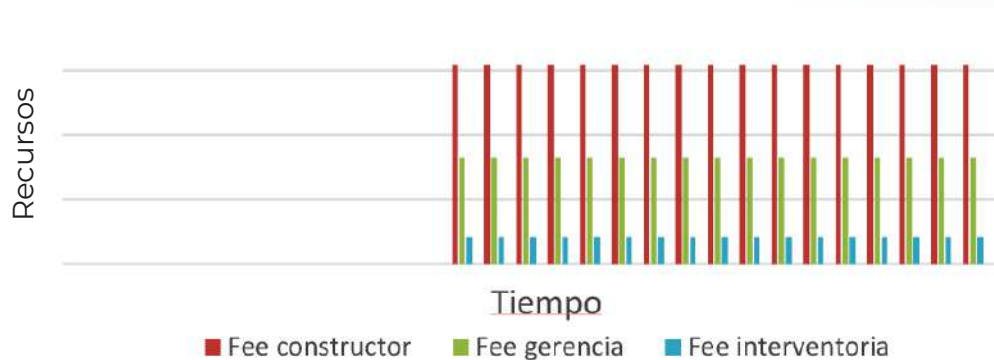
costoso. Se estima que construir el 80% de los parqueaderos a nivel y el 20% en plataforma recuperaría lo que hace falta para alcanzar la TIR objetivo. Adicionalmente, observamos que tener el 80% de las celdas de parqueadero en el primer nivel, ocuparía prácticamente el 100% del área útil del lote.

Gráfica 5.9.
Ejecución del CAPEX

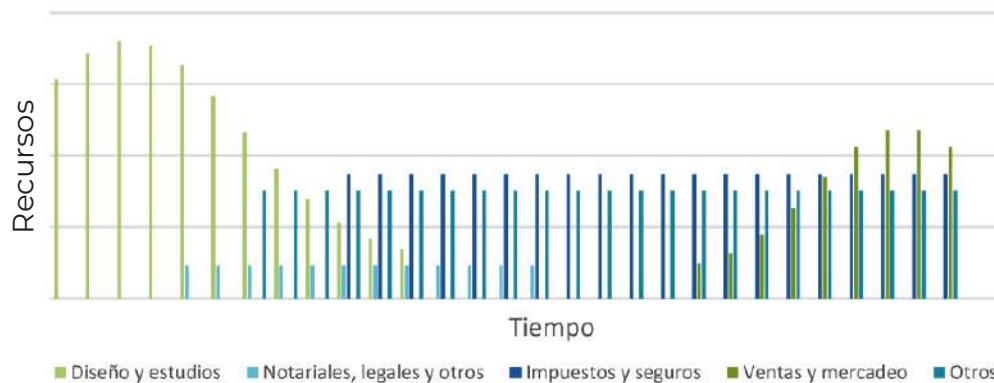
A. Ejecución costos directos



B. Honorarios



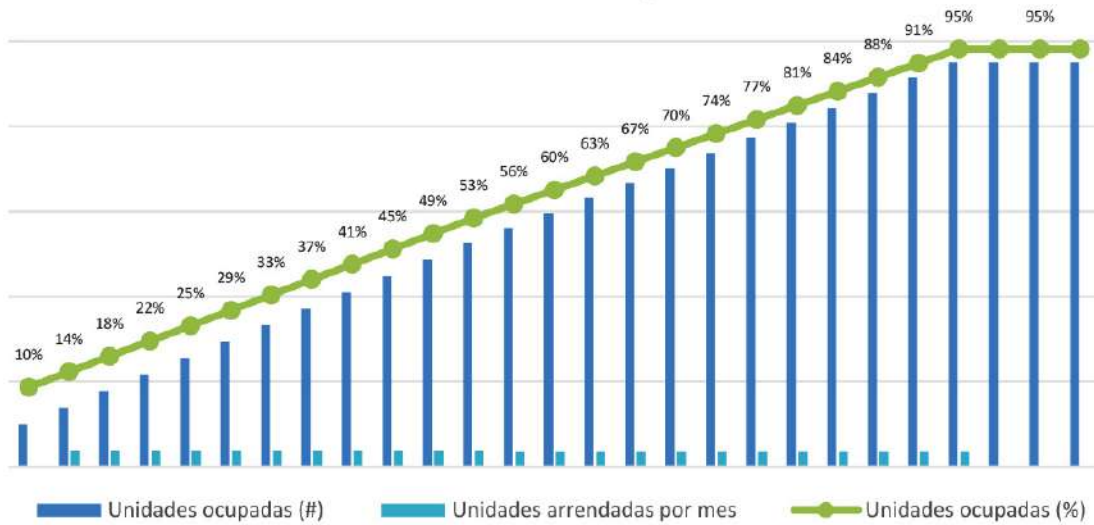
C. Otros costos indirectos



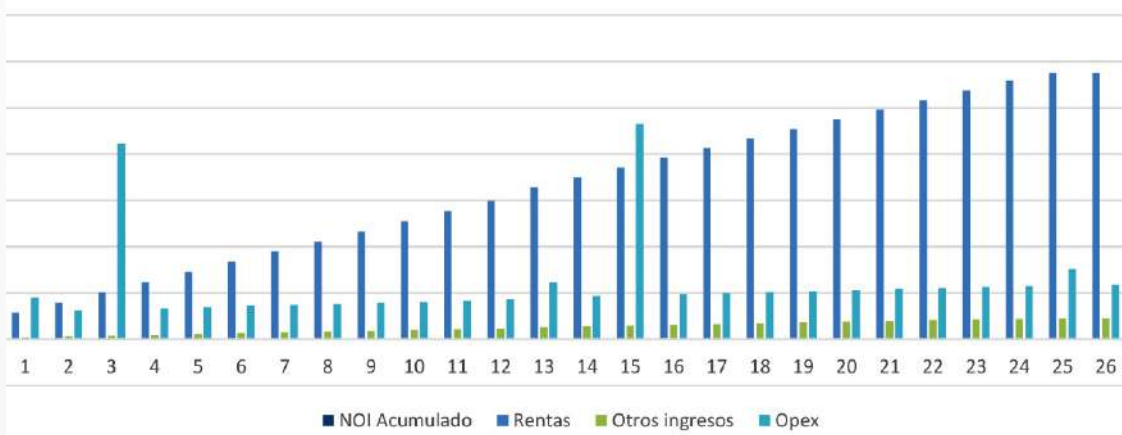
Fuente: Elaboración Deloitte.

Gráfica 5.10. Ejecución de la operación

A. Curva de ocupación



B. NOI 24 meses



Fuente: Elaboración Deloitte.

5.3 COMPARACIÓN ESTRATOS MEDIOS – BAJOS

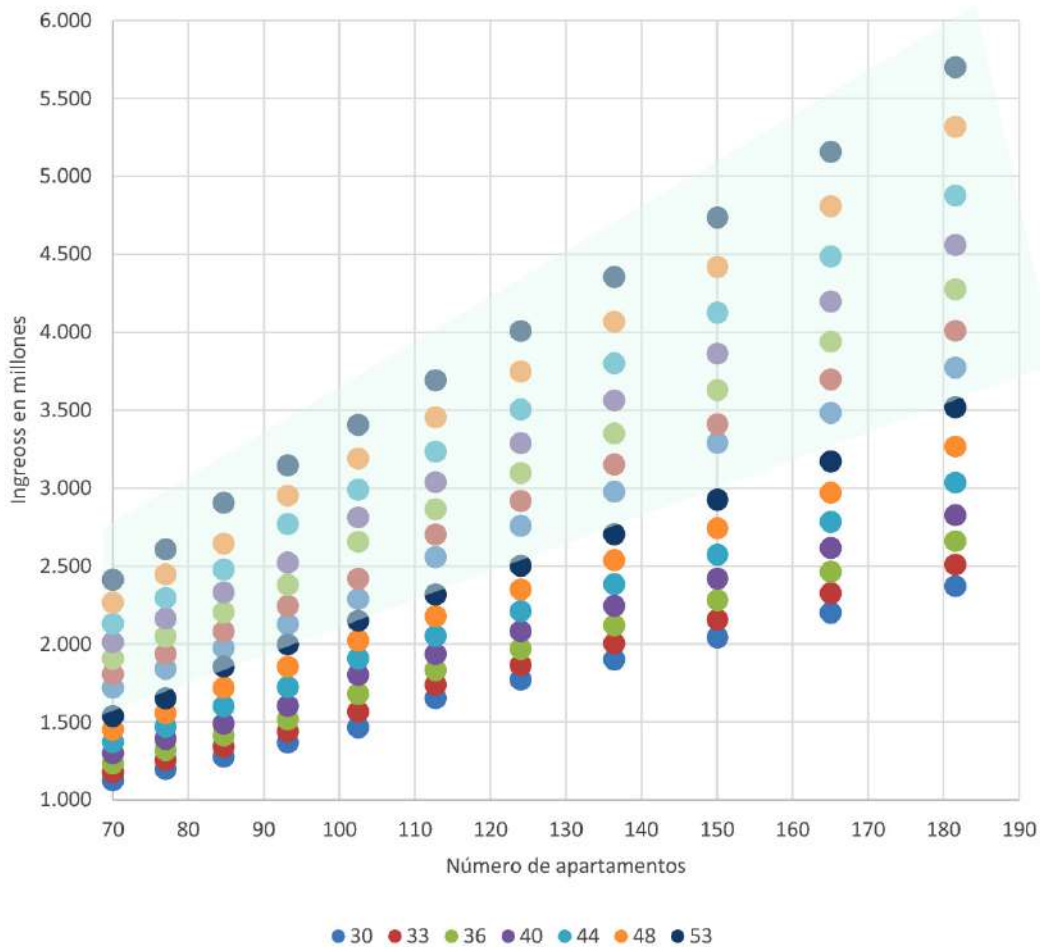
Costos e Ingresos requeridos para rentabilidad objetivo

El GLA y tamaño de los proyectos permanecen iguales, para ser consistentes. Sin embargo, los ingresos requeridos para cada estrato se presentan en la gráfica 5.11. Los ingresos sombreados corresponden a los ingresos de un modelo estándar en estrato medio, mientras que los que están por fuera del sombreado corresponden a estratos bajos. De esta manera, un proyecto de 70 apartamentos en estrato medio, requiere entre 1.719MM a 2.412MM dependiendo de las áreas de los apartamentos. Mientras que un proyecto de estrato bajo, requiere ingresos entre 1.126MM a 1.537MM.

El estrato medio es tal vez, el activo más incierto de todos los estratos, puesto que los costos/GLA y el valor de la tierra son muy variables. La siguiente gráfica muestra los ingresos y costos estimados para los proyectos de estratos medios, en caso de que el costo/m² GLA varíe. De esta manera los proyectos en estratos 4 pueden variar de 1.200.000/m² GLA a 1.700.000/m² GLA.

Por esta razón, los ingresos requeridos pueden ir desde 1.215MM en el año estabilizado a 4.000MM. No obstante, hay que aclarar que para no trasladar el mayor costo al canon de arrendamiento, el valor de lote es el principal capítulo que debe bajar. En el estrato bajo, los costo/m² GLA son bastante estables, por lo que no es necesario hacer el análisis sugerido.

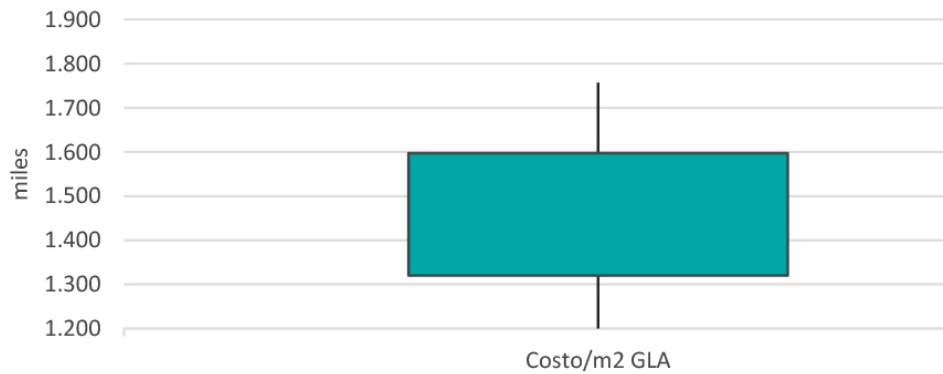
Gráfica 5.11.
Ingreso año estabilizado



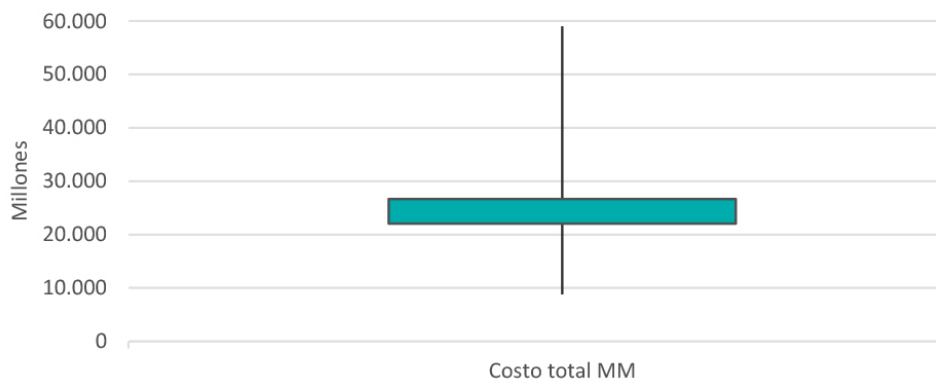
Fuente: Elaboración Deloitte.

Gráfica 5.12. Rango de costos

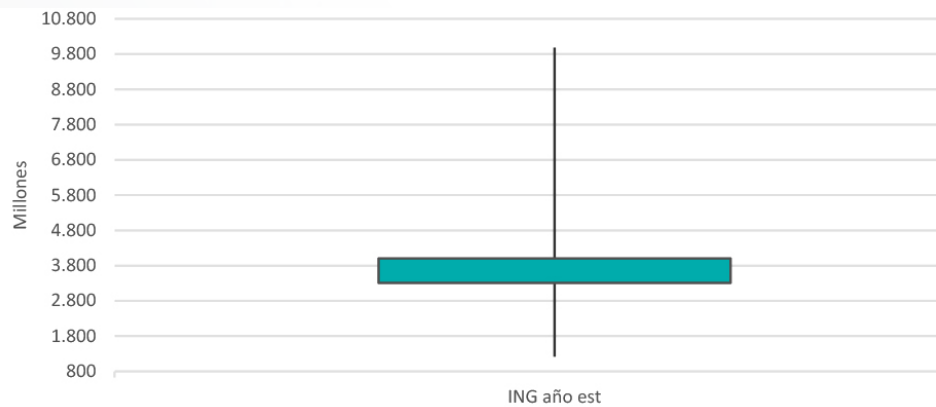
A. Rango de los costos/m² GLA de los proyectos



B. Rango de los costos de los proyectos



C. Rango de los ingresos requeridos en año estabilizado



Fuente: Elaboración Deloitte.

Canon como condición de rentabilidad

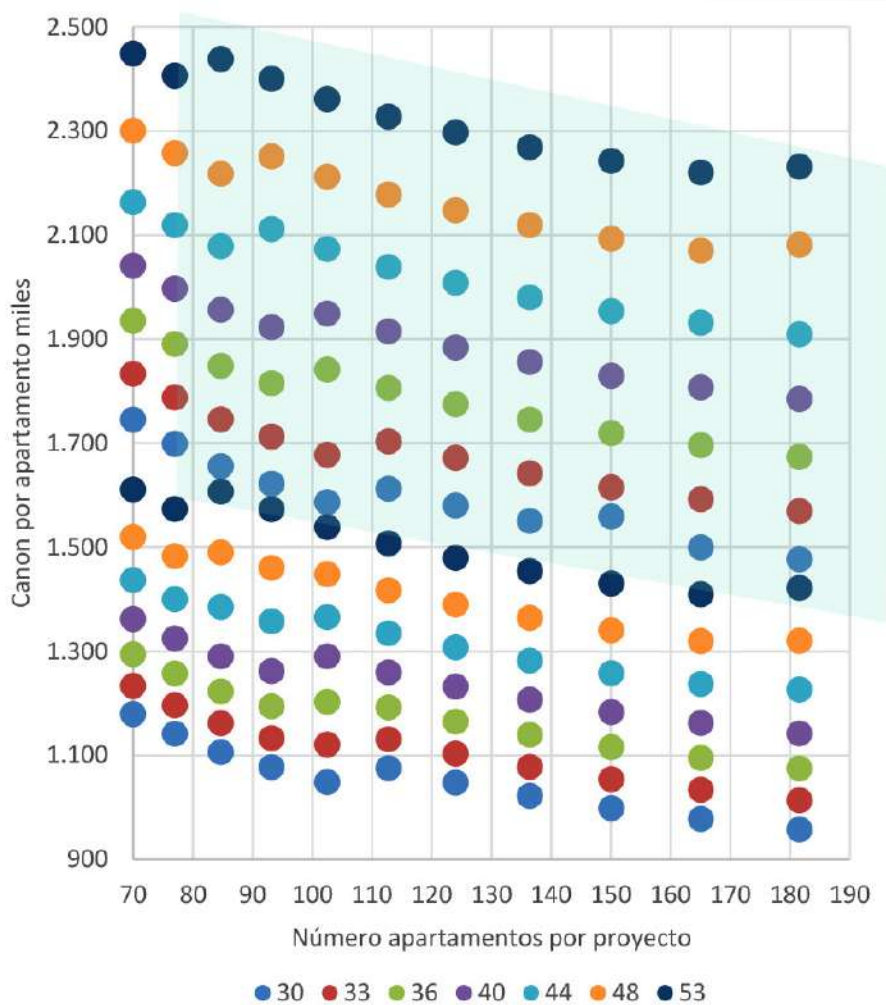
El área sombreada de la gráfica 5.13 muestra los cánones para los estratos medios, los cuales según el tamaño del proyecto, están en el rango de \$1.500.000 a \$2.500.000. Actualmente el canon de mercado está en \$1.100.000 lo cual significa que el operador

debe hacer un mayor esfuerzo para colocar una prima sobre las rentas, de lo que tenía que hacer en los estratos altos.

El mayor esfuerzo se ve en los estratos bajos, puesto que el canon de mercado (incluyendo administración) se encuentra en 700.000 por apartamento. No obstante, para lograr una rentabilidad de 15%, estimamos que un proyecto en estratos bajos debe rentar en muchos casos hasta \$1.500.000. Por esta razón, y si se desea una TIR de 15%, se necesita un subsidio a la renta.

Por otro lado, se estableció que en los estratos bajos es más difícil aumentar la TIR aumentando el canon, comparado con estratos medios y altos correspondientemente. Mientras en estrato alto para aumentar 100p.b. la TIR se requería aumentar el canon por apartamento en 3% en promedio, los proyectos de estratos bajos deben aumentarlo en 10%. En los estratos medios, el aumento del canon debe ser de aproximadamente 6.5%.

Gráfica 5.13.
Canon por apartamento – año estabilizado



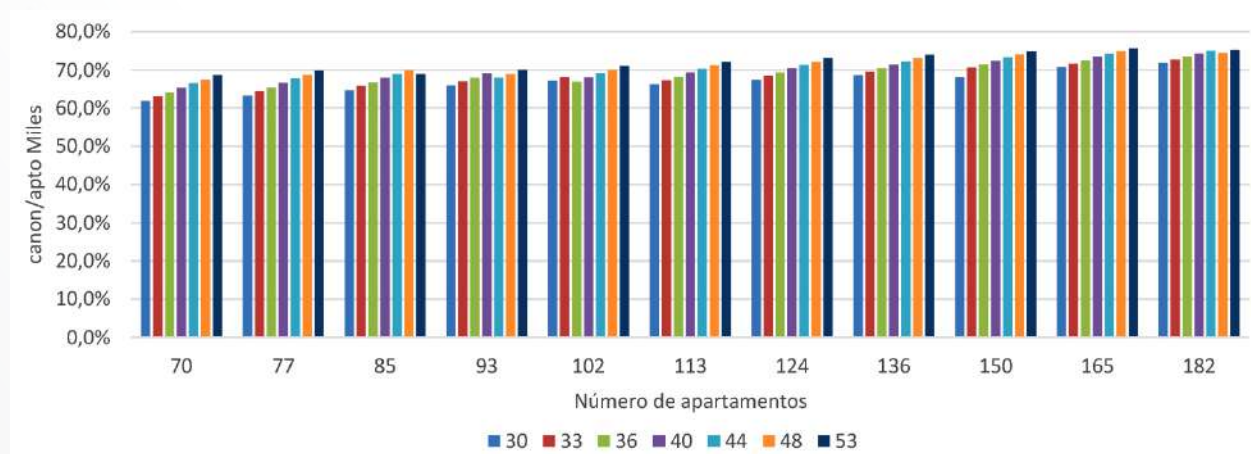
Fuente: Elaboración Deloitte.

Márgenes NOI año estabilizado

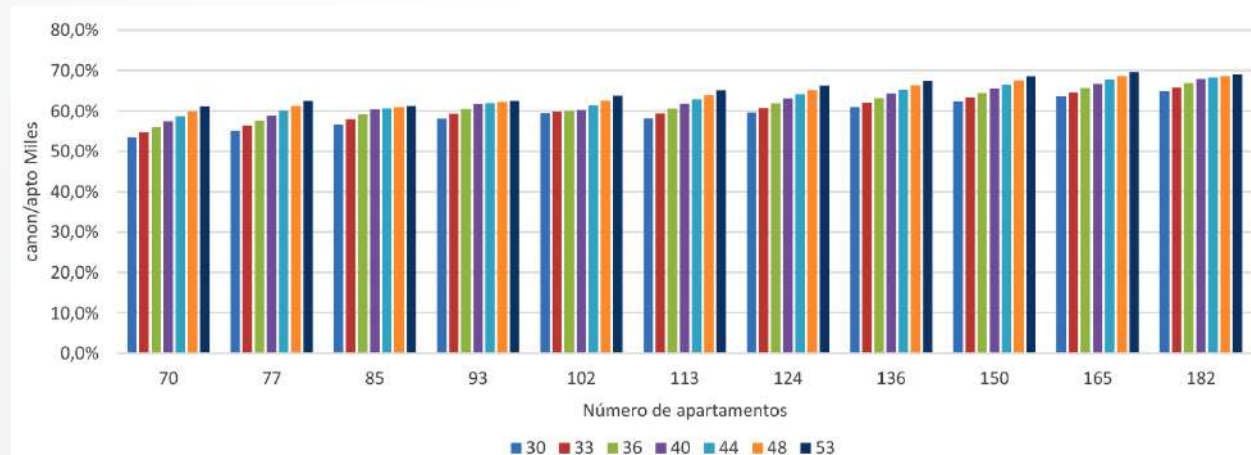
Como era de esperarse, los cánones por encima del mercado tienen su origen en unos márgenes operacionales más castigados. Se observó anteriormente que los márgenes en estrato alto estaban en el rango de 70% a 80%. Este rango de márgenes empieza a caer con más fuerza a medida que el estrato disminuye, puesto que la carga salarial, algunos servicios públicos y el fee del gestor se mantienen prácticamente iguales. Así mismo, el gasto no operacional como la comisión fiduciaria tienen más impacto en un margen NOI que ya es bastante bajo.

Gráfica 5.14.
Márgenes NOI

A. Márgenes NOI estrato medio



B. Márgenes NOI estrato bajo



Fuente: Elaboración Deloitte.

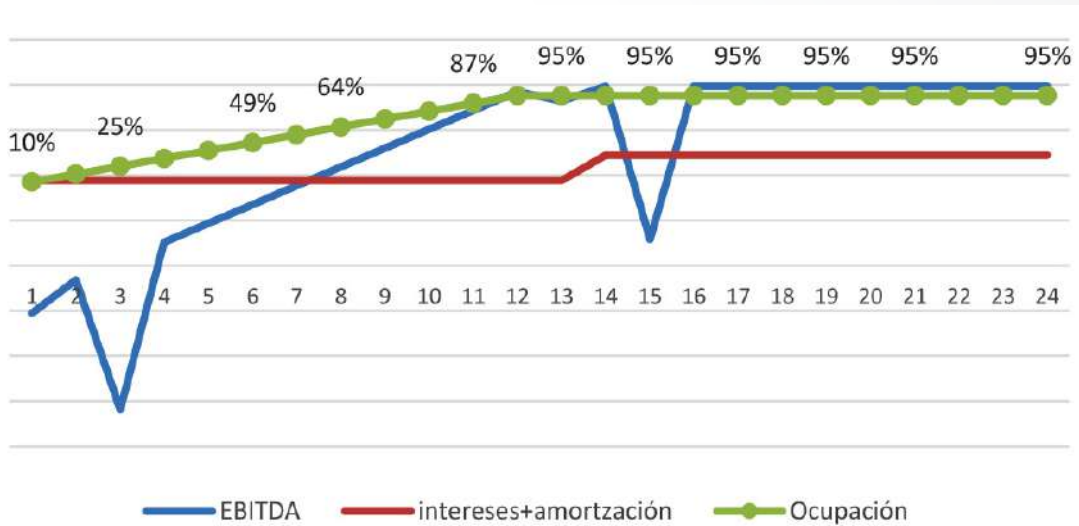
Ocupación para punto de quiebre entre utilidad operacional y pago del servicio de la deuda

En el estrato bajo se requiere más ocupación para poder generar dividendos después de pagar el servicio de la deuda al banco. Si bien en estrato alto se requería en promedio un 49% de ocupación, en los estratos bajos 56%. En otras palabras, la sensibilidad

de la ocupación de apertura, el periodo de estabilización y la ocupación de largo plazo, tienen más impacto a medida que el estrato es más bajo.

Se requiere entonces, un estudio de mercado muy detallado que le permita al operador conocer los tiempos de permanencia de un inquilino en estos estratos, así como su cumplimiento en el pago. En el caso del estrato medio, la ocupación de punto de quiebre es de alrededor de 52%.

Gráfica 5.15.
Ocupación - Estrato bajo



Fuente: Elaboración Deloitte.

6. CONSIDERACIONES FINALES

Las condiciones para el despegue del modelo de negocio de la vivienda multifamiliar en renta ya están dadas en Colombia.

El mercado tiene la escala, la capacidad de originación desde el lado de los promotores, y un mercado de ahorro institucional líquido y maduro con capacidad de adquirir estos proyectos en su fase operativa. Es deseable el ajuste del esquema de financiación de la construcción debido a los notables cambios que se observan en la comercialización y, consecuentemente, en la magnitud y temporalidad de los flujos de ingresos del proyecto.

El modelo también prevé como actor fundamental al gestor profesional de activos, típicamente un jugador internacional con amplias credenciales, o un actor nacional en asocio con un internacional debido a las mayores exigencias de este modelo comparado con el modelo tradicional de administración de la propiedad horizontal.

Camacol ha asumido con agrado la labor de hacer pedagogía entre todos los posibles actores y facilitar espacios comunes de encuentro en los que sea posible identificar intereses y causas comunes. Son deseables los ajustes al marco regulatorio que equilibren las relaciones entre arrendatarios y arrendadores, en especial cuando los recursos de inversión del propietario tienen su origen en el ahorro previsional. Este equilibrio es clave para la creación de confianza entre los administradores de

estos recursos. La pedagogía pasa también por la puesta en funcionamiento de mecanismos a través de los cuales los administradores de ahorro puedan dar a conocer sus preferencias en cuanto al tipo de proyectos que desearían adquirir. Estos mensajes contienen claras señales al mercado y llevan a que se genere el tipo de oferta que podría ser financiable.

La condición de escala no es uniforme a lo largo del país, y por ello podría esperarse que el modelo despegue primero en los centros urbanos de mayor tamaño. En el curso de evolución previsible se anticipa la consolidación de los grandes segmentos (estudiantil, coliving, multifamily, vivienda para adultos) y posteriormente su avance hacia la vivienda social.

El papel del arriendo como mecanismo de acceso a vivienda ha sido ampliamente estudiado y se reconoce su importancia tanto como complemento como paso previo en el tránsito hacia la propiedad. Estos saltos son posibles siempre que medie la confianza entre las partes involucradas.

Desde Camacol vemos con optimismo el interés que se ha generado en torno a la promoción de este nuevo modelo de negocio y celebramos que el trabajo de varios años finalmente esté dando frutos. Aun queda bastante por hacer, sin embargo sabemos que contamos el entusiasmo, la creatividad, la capacidad de trabajo y el compromiso de nuestros afiliados y de todos los actores de la cadena de valor de la construcción.

BIBLIOGRAFÍA

Alarcón, A., Demaestri, E., & Piedrabuena, B. (2014). Financiamiento de la vivienda en Chile. Santiago de Chile: BID.

Álvarez, G. (06 de 08 de 2019). La Tercera. Obtenido de Multifamily: quién es quién en el negocio de renta residencial en Chile: <https://www.latercera.com/pulso-trader/noticia/multifamily-quien-quien-negocio-renta-residencial-chile/771514/>

Alvarez, G. (2020). Los retornos que se esperan para el negocio de la renta inmobiliaria en 2020. La Tercera. Obtenido de <https://propertylink.cl/category/noticias/page/2/>

BDO Chile. (2019). Artículo: Reporte Multifamily N° 4. Obtenido de <https://www.bdo.cl/es-cl/publicaciones/real-estate/reporte-multifamily-n%C2%BA-4>

Belsky, E., & Drew, R. (2008). Overview: Rental Housing Challenges and Policy Responses. En N. Retsinas, & E. Belsky, Revisiting Rental Housing.

BID. (2014). Se busca vivienda en alquiler: opciones de política para América Latina y el Caribe / Andrés G. Blanco, Vicente.

BID. (2015). BID. Recuperado el 2020, de BID: <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Alquiler-en-n%C3%BAmeros-La-tenencia-de-vivienda-en-Am%C3%A9rica-Latina-y-el-Caribe.pdf>

Boyle, J. (2019). Multifamily: from a second-tier asset class to king of the hill. Trepp. Obtenido de <https://info.trepp.com/trepptalk/the-history-of-multifamily-from-a-second-tier-asset-class-to-king-of-the-hill>

Calderón, J. (20 de Mayo de 2015). Universidad Nacional de Ingeniería, Lima. Obtenido de Universidad Nacional de Ingeniería, Lima: https://www.academia.edu/40173650/2015_-_Hacia_una_vivienda_publica_de_alquiler_en_el_Peru_Mercado_de_alquileres_y_Estado

CBRE. (2020). U.S. MULTIFAMILY HOUSING: A Primer for Offshore Investors. Nueva York.

Census Bureau. (2018). Survey of Market Absorption of New Multifamily Units. Washington D.C. Obtenido de <https://www.census.gov/content/dam/Census/library/publications/2018/demo/H130-18-Q2A.pdf>

CFPB. (5 de Agosto de 2016). ¿Qué son Fannie Mae y Freddie Mac? Obtenido de Oficina para la Protección Financiera del Consumidor: <https://www.consumerfinance.gov/es/obtener-respuestas/que-son-fannie-mae-y-freddie-mac-es-1959/#:~:text=Fannie%20Mae%20y%20Freddie%20Mac%20son%20grandes%20empresas%20que%20garantizan,por%20sus%20siglas%20en%20ingl%C3%A9s>

Constructivo . (Julio de 2019). Obtenido de Constructivo : <https://constructivo.com/noticia/gobierno-oficializa-la-implementacion-del-bono-de-arrendamiento-para-vivienda-1559225093>

Conthe, M. (14 de Julio de 2008). Expansion. Obtenido de <https://www.expansion.com/blogs/conthe/2008/07/14/government-sponsored-enterprises-gse.html>

Cornell Legal Information Institute. (2020). 12 U.S. Code § 1701z-11. Management and disposition of multifamily housing projects. Ithaca: Cornell Press.

DANE. (2019).

Desarrollo, B. I. (2014). Financiamiento de la vivienda en Chile. Washington. Downs, A. (2008). Why Rental Housing Is the Neglected Child. En N. Retsinas, & E. Belsky, Revisiting Rental Housing.

Fondo Mivivienda. (s.f.). Fondo Mivivienda. Obtenido de Fondo Mivivienda: <https://www.mivivienda.com.pe/portalweb/usuario-busca-viviendas/pagina.aspx?idpage=423>

Gestión . (24 de Abril de 2019). Gestión . Obtenido de Gestión : <https://gestion.pe/economia/desalojo-express-procedimiento-seguir-notario-264986-noticia/?ref=gesr>

González, R. (8 de Julio de 2020). Entrevista con Actores Clave para el entendimiento del Multifamily en otras partes del mundo. (Deloitte, Entrevistador)

Herrera, M. (6 de Marzo de 2018). Inmobiliare. Recuperado el 2020, de Inmobiliare: <https://inmobiliare.com/vivir-de-las-rentas-el-reto-de-la-vivienda-en-alquiler-en-mexico/>

Labbé, G. (03 de 03 de 2020). Medium. Obtenido de Pequeños inversionistas o Multifamily ¿Quién domina el mercado de la renta residencial en Santiago?: <https://medium.com/goplacit-datos/peque%C3%B1os-inversionistas-o-multifamily-qui%C3%A9n-domina-el-mercado-de-la-renta-residencial-en-santiago-8a7eccd29ba8>

López, E., & Herrera, N. (2018). Arriendos por las nubes: efecto de la creciente concentración de la propiedad. Obtenido de <https://www.ciperchile.cl/2018/07/25/arriendos-por-las-nubes-efecto-de-la-creciente-concentracion-de-la-propiedad/>

Massachusetts Law Reform Institute. (2010). What Types of Multifamily Subsidized Housing Programs Are There? Boston: Massachusetts Legal Help.

Morales, E. L., & Castillo, N. H. (25 de Julio de 2018). CIPER Chile. Obtenido de <https://ciperchile.cl/2018/07/25/arriendos-por-las-nubes-efecto-de-la-creciente-concentracion-de-la-propiedad/>

National Multifamily Housing Council . (31 de July de 2020). NMHC Research and Insights. Obtenido de NMHC Web Site: <https://www.nmhc.org/research-insight/the-nmhc-50/top-50-lists/2020-top-builders-list/>

National Multifamily Housing Council. (2018). The Contribution of Multifamily Housing to the U.S. Economy. Washington D.C.

Newmark Knight Frank. (2020). United States Multifamily Capital Markets Report . Nueva York.

Nexo Abogados. (2019). Ley de arriendo en Chile: Derechos y obligaciones. Obtenido de <https://www.nexoabogados.cl/blog/articulos/ley-de-arriendo-en-chile-derechos-y-obligaciones>

Oficina para la protección financiera del consumidor. (2016). ¿Qué son Fannie Mae y Freddie Mac? Obtenido de REVISADO: AUG 05, 2016

PQS Perú . (29 de Enero de 2020). Obtenido de PQS Perú : <https://www.pqs.pe/actualidad/noticias/porcentaje-de-viviendas-alquiladas-en-peru>

PrensaRE. (3 de Enero de 2020). Prensa Real Estate. Obtenido de <http://prensarealestate.com/chile-gran-apuesta-expertos-2020-renta-residencial/>

Sabatini, F., Brain, I., & Mora, P. (2012). Mercado de arriendo en Chile. Programa ProUrbana del centro de políticas públicas. Washington DC: Banco Interamericano de Desarrollo.

Unión Interamericana para la Vivienda; Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento; Fondo MIVIVIENDA S.A. (Febrero de 2016). La vivienda en alquiler: retos y oportunidades para atender la demanda de vivienda. Obtenido de La vivienda en alquiler: retos y oportunidades para atender la demanda de vivienda: <http://ww3.vivienda.gob.pe/DGPRVU/docs/Estudios/12%20Libro%20Foro%20Total%20Vivienda%20en%20Alquiler%20-%20Uniapravi.pdf>

Vásquez, W. (11 de Agosto de 2015). El nuevo Régimen de Promoción del Arrendamiento para Vivienda. Apuntes desde una perspectiva contractual. Obtenido de El nuevo Régimen de Promoción del Arrendamiento para Vivienda. Apuntes desde una perspectiva contractual.: <http://facultad.pucp.edu.pe/derecho/blog/el-nuevo-regimen-de-promocion-del-arrendamiento-para-vivienda-apuntes-desde-una-perspectiva-contractual/>

Winterowd, P. (23 de Marzo de 2020). Understanding Freddie Mac and Fannie Mae in Multifamily Lending. Obtenido de Bonneville Multifamily Capital: <https://bmfcap.com/understanding-freddie-mac-fannie-mae-multifamily-lending/>



Plataforma líder en **inversión, desarrollo y operación** de activos **multifamily** en Latinoamérica. Más de 50 años de experiencia conjunta en inversiones institucionales.

CCLA es una alianza entre CIM Group y Compass Group, dos empresas líderes en inversiones inmobiliarias y gestión de activos.



Un equipo de 120 personas alrededor de Latinoamérica

Highlights Operativos de CCLA

- **Presencia en 4 países**
- **9 edificios en operación**
- **+2,600 unidades en operación**
- **95% de ocupación**
- **+5,100 unidades en desarrollo**
- **14 proyectos en desarrollo**

Data a junio 2022

CIM

CIM es propietario, operador, prestamista y desarrollador de bienes raíces e infraestructura enfocado en comunidades. Desde 1994, CIM ha buscado crear valor en proyectos e impactar positivamente la vida de las personas en las comunidades de América mediante la inversión de más de US\$ 60 mil millones en proyectos de infraestructura y bienes raíces. El diverso equipo de expertos de CIM aplica su amplio conocimiento y enfoque disciplinado a través de la gestión práctica de activos reales, desde la debida diligencia hasta las operaciones y la disposición de activos. CIM se esfuerza por marcar una diferencia significativa en el mundo mediante la ejecución de iniciativas ambientales, sociales y de gobierno (ESG) y mejorando cada entorno en el que invierte.



Compass Group es un administrador de activos especializado enfocado en América Latina con operaciones en ocho países y más de 25 años de experiencia invirtiendo en la región. Fundada inicialmente en Nueva York en 1995, hoy tiene operaciones en varios países de América Latina y al 31 de diciembre de 2020, las entidades que forman Compass Group supervisan más de US\$ 41 mil millones en activos bajo administración, asesoría y distribución, y son especialistas en gestión de activos para inversionistas institucionales, intermediarios, family offices y clientes de alto patrimonio. Compass Group a través de sus entidades locales ha participado activamente en el mercado inmobiliario en América Latina desde 2008, en sus 10 oficinas ubicadas en Chile, Argentina, Uruguay, Perú, Brasil, Colombia, México, Londres, Miami y Nueva York.