



Multifamily en Colombia

Multifamily in Colombia

Por

José Miguel González Bermúdez¹

Santiago Isaza Mesa²

Trabajo de grado presentado como requisito parcial para obtener el título de
Magíster en Administración de Financiera – MAF

Asesora

Ph. D. María Patricia Durango Gutiérrez

Universidad EAFIT

Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno

Maestría en Administración Financiera – MAF

Medellín

2025

¹ mgonzaleb@eafit.edu.co

² sisazam@eafit.edu.co

© 2025 José González & Santiago Isaza
Todos los Derechos Reservados

Contenido

1. Generalidades de los Multifamily	1
2. Características de los Multifamily.....	2
3. Regiones del mundo donde funcionan	3
4. Público objetivo.....	3
5. Adaptación del modelo al contexto colombiano	4
6. Análisis de riesgos.....	5
6.1 Riesgos operativos	5
6.1.1 Riesgo de baja ocupación.....	5
6.1.2 Riesgo de mala operación del activo.....	5
6.1.3 Riesgo de costos operativos superiores a lo previsto	5
6.2 Riesgos de funcionamiento	6
6.2.1 Riesgo de deterioro de ingresos por cambios en el mercado	6
6.2.2 Riesgo de impago de arrendatarios	6
6.3 Riesgos de construcción.....	6
6.3.1 Riesgo de sobrecostos	6
6.3.2 Riesgo de retrasos en la entrega.....	6
6.3.3 Riesgo de licenciamiento y permisos	6
6.4 Riesgos financieros	7
6.4.1 Riesgo de refinanciación	7
6.4.2 Riesgo de tasas de interés.....	7
6.4.3 Riesgo cambiario.....	7
6.5 Riesgos regulatorios y de política pública	7
6.5.1 Riesgo de cambios regulatorios	7
6.6 Riesgos de mercado.....	7
6.6.1 Riesgo macroeconómico	7
6.7 Riesgos ambientales y sociales	8
6.7.1 Riesgo ambiental.....	8
6.7.2 Riesgo de rechazo comunitario	8
7. Financiamiento de proyectos.....	9
8. Clasificación de cartera	11
8.1 Mitigantes del riesgo de cartera	11
8.1.1 SARC (Sistema de Administración de Riesgo de Crédito).....	11
8.1.2 SARM (Sistema de Administración de Riesgo de Mercado)	11
8.1.3 SARL (Sistema de Administración de Riesgo de Liquidez).....	12
8.1.4 Basilea – LCR	12
9. Garantías.....	13
9.1 Seguros de riesgo financiero	13
9.1.1 Crowdfunding	13

9.1.2 Fondos de inversión	13
9.2 Ayuda estatal	13
10 ¿Por qué es esto un buen negocio para los bancos?	15
10.1 Tipos de crédito Multifamily en Estados Unidos.....	15
11. Conclusiones	17
11.1 Modelo de construcción	17
11.2 Modelo de compra-renovación	18
Referencias	20

Índice de tablas

Tabla 1. Estados Unidos. Tipo de crédito Multifamily	16
--	----

Índice de figuras

Figura 1. Colombia. Financiación de vivienda	15
--	----

1. Generalidades de los Multifamily

El modelo Multifamily hace referencia a desarrollos inmobiliarios residenciales que son diseñados, construidos y gestionados con el objetivo de ser arrendados en su totalidad (National Association of Home Builders, NAHB, s. f.). Se define como *Multifamily* a un edificio que contiene al menos dos unidades de vivienda. A diferencia del modelo tradicional de propiedad horizontal, donde cada unidad habitacional se vende a usuarios finales o inversionistas particulares, en el esquema Multifamily todo el conjunto es de propiedad única, usualmente de un fondo de inversión, empresas que se dedican a comprar y operar Multifamilies o un vehículo financiero que lo opera como un activo generador de ingresos.

Este modelo ha sido ampliamente desarrollado en países con mercados de vivienda madura como Estados Unidos, Alemania y Canadá, donde el arrendamiento es una opción habitacional preferente por amplios segmentos de la población. El Multifamily no solo responde a una necesidad de vivienda, sino que se concibe como una unidad de negocio de largo plazo que combina estabilidad de flujos de caja con valorización del activo.

En Colombia, el 64 % de los hogares corresponde a hogares que viven en arriendo o subarriendo. Incluso, en algunas zonas, el número es mayor al 50 %. Es el caso de Bogotá, con el 52,4 %, y de Bucaramanga, con el 51,9 % (Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE, 2024).

Según el Censo Nacional de Población y Vivienda de 2018, el promedio de personas por hogar que vivía en arriendo fue de 3,1, donde la mayoría estaba compuesto por tres personas (24 %), seguido por dos (22 %). El censo también mostró que el 58 % de las cabezas de hogar que arrendaban eran hombres y el 41 % mujeres, y que la mayoría (32 %) no estaban casados y vivían en unión libre hacía dos años o más; es decir, que era parejas que habían tomado la decisión de vivir juntos y eligieron el arriendo como la opción más viable para comenzar su proyecto de vida (Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE, s. f.-a). Sin embargo, según la Cámara Colombiana de la Construcción (Camacol, 2022), en ciudades como Medellín y Pasto, la mayoría de los jefes de hogar que arriendan son solteros (20 y 26 %, respectivamente).

De lo anterior se evidencia que, junto al valor creciente que implica la compra de un apartamento o casa, las familias modernas ven el arrendamiento como la opción más viable para iniciar sus vidas.

El funcionamiento del modelo se basa en la combinación entre diseño arquitectónico, administración operativa eficiente y estrategia financiera. Desde un inicio, estos proyectos se diseñan considerando al arrendatario como cliente final, no al comprador. Esto obliga a tener en cuenta elementos como zonas compartidas enfocadas en la experiencia de vida —oficinas, gimnasios, áreas verdes, zonas para mascotas—, ubicación estratégica cerca de puntos de transporte o áreas comerciales, gestión centralizada, servicios incluidos, dimensiones de las unidades y distribución interna ajustada al mercado potencial colombiano y esquemas de arrendamiento flexibles.

2. Características del modelo Multifamily

Desde el punto de vista financiero, este tipo de desarrollo se apoya en una estructura de capital que combina una gran parte del proyecto financiado con deuda de largo plazo y una parte más pequeña con recursos propios o de inversionistas. Gracias a los flujos de caja que generan los cánones de arrendamiento es posible llevar a cabo el cumplimiento del servicio de la deuda y, al mismo tiempo, generar rendimientos al capital invertido. Este modelo de funcionamiento se asemeja al de otros activos inmobiliarios de arriendo como las oficinas, los centros comerciales o los consultorios, con la ventaja que este tipo de arrendamiento suele presentar una menor volatilidad en su precio y ocupación y una mayor capacidad de adaptación frente a los ciclos del mercado.

Entre los elementos que caracterizan al modelo Multifamily, están los siguientes aspectos claves:

- Tenencia institucional del activo: el inmueble es propiedad de un inversionista único o un grupo de inversionistas.
- Gestión profesionalizada: operadores especializados y con experiencia administran el inmueble, lo que garantiza que dicha administración cuente con altos estándares de calidad para los arrendatarios.
- Contratos de arrendamiento estandarizados y flexibles: promoción de contratos de corto y mediano plazo, acordes con las necesidades actuales del mercado.
- Estrategia de ocupación basada en experiencia del usuario: una oferta de servicios que supla las necesidades más comunes y básicas de los arrendatarios es clave para lograr una baja rotación y estabilidad en la ocupación de los inmuebles.
- Estabilidad en los ingresos generados por los arrendamientos: permite una proyección financiera estable a largo plazo.

3. Regiones del mundo donde funcionan

El modelo ha alcanzado gran desarrollo en países como Estados Unidos, que cuenta con un mercado maduro y sofisticado, donde los proyectos Multifamily representan más del 30 % de las inversiones inmobiliarias institucionales y cada vez crece más el crédito y la inversión institucional hacia este modelo. Canadá es otro de los países relevantes, pues ciudades como Toronto y Vancouver lo han adoptado activamente, a fin de resolver problemas de acceso a vivienda o déficit habitacional. Por su parte, en Alemania, en ciudades como Berlín o Frankfurt, este tipo de arrendamientos es la norma en zonas urbanas altamente densificadas; o el Reino Unido, España y Australia, cuya forma de inversión está expandiéndose hacia la tendencia del «Build to Rent» (BTR, construir para alquilar).

En América Latina, países como México, Chile y Brasil están empezando a adoptar el modelo, especialmente en las grandes urbes, donde la densificación y el acceso a las necesidades más comunes y básicas de su población es una prioridad en la transformación que hoy viven.

4. Público objetivo

El público objetivo de estos desarrollos es el de perfiles de personas jóvenes profesionales y estudiantes que buscan movilidad, servicios incluidos y cercanía a zonas de actividad económica o relacionamiento con su entorno. También se incluyen parejas sin hijos y familias pequeñas, cuya prioridad es la flexibilidad y la oferta de sitios de bienes servicios cercanos, adultos mayores interesados en la propuesta de servicios incluidos y ubicaciones céntricas cercanas a los centros de salud y, por último, trabajadores temporales o remotos —también llamados «nómadas digitales»— que requieren contratos flexibles y a corto plazo.

En suma, el perfil de los arrendatarios es cada vez más diverso y coincide con las nuevas tendencias demográficas y laborales.

5. Adaptación del modelo al contexto colombiano

Ciudades como Bogotá, Medellín y Barranquilla presentan una mayor demanda de apartamentos en comparación con Cali, lo que refleja un mercado de arriendo más activo (Valora Analitik, 2019) y hace a estas ciudades más idóneas para el modelo Multifamily. Según el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (Colombia, DANE, s. f.-a), el 44,2 % de los hogares urbanos habita en arriendo.

Otra de las razones más importantes que se evidencian hoy es el déficit habitacional cualitativo y cuantitativo. Se necesita mucha más oferta formal y con estándares de calidad y seguridad adaptados a las necesidades y realidades de dichas ciudades (Colombia, Congreso de la República, 2021). Igualmente, existen dificultades de acceso a vivienda propia debido a la informalidad del mercado laboral y las altas tasas de interés de los créditos hipotecarios. La concentración poblacional en los núcleos urbanos favorece la viabilidad de grandes proyectos y los convierte en excelentes oportunidades tanto para inversionistas como para futuros arrendatarios.

Adaptar el modelo Multifamily en Colombia implica también ajustes regulatorios y financieros. Por ejemplo, una figura de arrendamiento especializado con mayor plazo y enfoque institucional permitiría financiar la construcción de estos proyectos sin depender de ventas previas, como exige actualmente el crédito constructor.

El concepto *ciudad de 15 minutos* toma una gran relevancia para este tipo de proyectos, ya que es una tendencia que ha venido siendo adaptada por ciudades como París y Bogotá, promoviendo núcleos urbanos donde los ciudadanos puedan acceder a vivienda, trabajo, educación, salud y recreación a no más de 15 minutos de distancia a pie o en bicicleta, haciendo que las grandes urbes sean más sostenibles en el tiempo y constituyendo una gran oportunidad para este tipo de construcciones, ya que reúnen grandes cantidades de habitantes en un solo espacio, con la capacidad de resolver sus necesidades por medio de una oferta comercial adaptada a sus necesidades.

Así, el modelo Multifamily se articula naturalmente con este enfoque urbano al:

- Ubicarse estratégicamente en zonas bien conectadas.
- Ofrecer servicios comunitarios integrados.
- Reducir la necesidad de desplazamientos largos.
- Fomentar la vida en comunidad y el uso mixto del suelo.

Además, los proyectos Multifamily pueden incluir espacios para comercio, oficinas, *coworking* y cultura, apoyando la diversificación de usos del suelo que requiere el concepto *ciudad de 15 minutos*.

6. Análisis de riesgos

La estructuración de proyectos de arrendamiento especializado en Colombia basados en el modelo Multifamily requiere de una comprensión profunda de los distintos riesgos asociados a su desarrollo, financiación, operación y maduración en el mercado local.

Se presenta a continuación un análisis detallado de los principales riesgos identificados, junto con su descripción, implicaciones y estrategias de mitigación sugeridas.

6.1 Riesgos operativos

6.1.1 Riesgo de baja ocupación

Uno de los riesgos más relevantes en proyectos Multifamily es la posibilidad de no alcanzar los niveles de ocupación necesarios para estabilizar los flujos de caja del activo.

En el contexto colombiano, donde el mercado de vivienda en arriendo institucional está aún en una fase temprana de desarrollo, este riesgo es especialmente sensible debido a la competencia con la oferta informal de vivienda en arriendo y la tradicional preferencia por la propiedad.

Para reducir este riesgo es fundamental realizar exhaustivos estudios de mercado previos, segmentar correctamente el producto inmobiliario y diseñar estrategias comerciales dinámicas que permitan captar y retener la demanda de manera efectiva (Coldwell Banker Richard Ellis, CBRE, 2024).

6.1.2 Riesgo de mala operación del activo

El éxito de un proyecto Multifamily depende en gran medida de un funcionamiento cotidiano eficaz, ya que una gestión deficiente en aspectos como mantenimiento, administración de contratos y atención al cliente puede afectar de manera significativa la tasa de retención de arrendatarios.

Para estas razones se recomienda la contratación de operadores con experiencia comprobada, el establecimiento de indicadores de desempeño (KPI, *key performance indicators*) claros y la tercerización de servicios no estratégicos.

6.1.3 Riesgo de costos operativos superiores a lo previsto

Los aumentos imprevistos en los gastos de mantenimiento, servicios públicos, seguros, impuestos o costos administrativos constituyen un peligro que puede afectar los márgenes de operación del proyecto.

A fin de mitigar este tipo de riesgos, se sugiere la generación de fondos de reserva operativa, la adquisición de servicios a través de acuerdos a largo plazo y la modificación regular de los precios de alquiler en función de los índices inflacionarios.

6.2 Riesgos de funcionamiento

6.2.1 Riesgo de deterioro de ingresos por cambios en el mercado

El comportamiento del mercado inmobiliario puede llevar a reducciones en los precios de arriendo, afectando los ingresos proyectados del activo. Nuevos desarrollos, cambios económicos o modificaciones en la política pública pueden alterar significativamente la dinámica de la oferta y la demanda.

Una estrategia de diferenciación basada en valor agregado, la diversificación de formatos habitacionales y la implementación de tarifas dinámicas son entonces mecanismos claves para proteger los ingresos (CBRE, 2024).

6.2.2 Riesgo de impago de arrendatarios

El incumplimiento en los pagos de arriendo por parte de los inquilinos afecta de forma directa la rentabilidad del proyecto. En Colombia, donde una porción significativa de la población activa es informal y enfrenta alta vulnerabilidad económica, este riesgo es considerable.

Por tanto, el establecimiento de requisitos de aseguramiento como pólizas de arrendamiento, garantías de depósitos y protocolos robustos de selección de inquilinos son prácticas imprescindibles (Colombia, DANE, 2024).

6.3 Riesgos de construcción

6.3.1 Riesgo de sobre costos

Los incrementos en los costos de construcción derivados de variaciones en el precio de los materiales o la mano de obra pueden impactar negativamente el retorno de la inversión.

Para controlar este riesgo se sugiere la contratación de constructoras bajo esquemas de precio máximo garantizado (GMP, *guaranteed maximum price*), así como la inclusión de márgenes de contingencia presupuestal.

6.3.2 Riesgo de retrasos en la entrega

La entrega tardía del proyecto no solo aplaza el inicio de generación de ingresos, sino que puede implicar sanciones contractuales o pérdidas de oportunidad.

Una planificación detallada, la supervisión técnica continua y la estructuración de contratos con penalizaciones por incumplimiento de cronograma ayudan a mitigar este riesgo (Banco Interamericano de Desarrollo, BID, 2021).

6.3.3 Riesgo de licenciamiento y permisos

La obtención de licencias y permisos constituye un desafío importante en el entorno colombiano, caracterizado por procesos administrativos complejos y dispares entre sus municipios.

El acompañamiento legal especializado desde las etapas iniciales del proyecto y la construcción de relaciones institucionales sólidas son fundamentales.

6.4 Riesgos financieros

6.4.1 Riesgo de refinanciación

La imposibilidad de renovar, refinanciar o colocar los activos financieros al vencimiento de la deuda puede afectar la viabilidad del proyecto.

El mantenimiento de niveles adecuados de cobertura del servicio de deuda (DSCR, *debt service coverage ratio*) y la planeación de estrategias de salida como ventas institucionales o titularización son prácticas claves.

6.4.2 Riesgo de tasas de interés

El alza en las tasas de interés, especialmente en un país como Colombia donde existe una alta sensibilidad a la política monetaria, puede encarecer el servicio de la deuda.

La contratación de deuda a tasas fijas y el uso de instrumentos de cobertura (*swaps* o *caps* de tasas) permiten mitigar esta exposición.

6.4.3 Riesgo cambiario

En el caso de fondeo internacional, las variaciones abruptas del tipo de cambio pueden generar pérdidas financieras importantes.

Se recomienda la estructuración de la deuda en la misma moneda de los ingresos y, de ser necesario, el uso de coberturas cambiarias (EY, s. f.).

6.5 Riesgos regulatorios y de política pública

6.5.1 Riesgo de cambios regulatorios

Modificaciones en las normativas de arrendamiento, tributación o licenciamiento pueden alterar los supuestos del proyecto.

Una participación en gremios sectoriales, el monitoreo continuo del entorno normativo y la inclusión de cláusulas de adaptación contractual son estrategias de mitigación recomendadas.

6.6 Riesgos de mercado

6.6.1 Riesgo macroeconómico

Eventos como recesiones, alta inflación o incrementos en el desempleo afectan la capacidad de pago de los arrendatarios y, en consecuencia, el desempeño financiero del proyecto.

Ubicar los proyectos en zonas urbanas consolidadas, diversificar la oferta habitacional y enfocarse en segmentos socioeconómicos con alta resiliencia son mecanismos para enfrentar este riesgo.

6.7 Riesgos ambientales y sociales

6.7.1 *Riesgo ambiental*

Eventos como inundaciones, deslizamientos o contaminación ambiental pueden deteriorar el valor del activo y afectar su operación.

Realizar estudios de suelos y riesgos ambientales durante la etapa de estructuración y contratar seguros adecuados contra riesgos naturales es lo más recomendado.

6.7.2 *Riesgo de rechazo comunitario*

La oposición de comunidades locales puede retrasar o incluso bloquear el desarrollo del proyecto.

La implementación de programas de relacionamiento comunitario y la incorporación de beneficios sociales en el diseño del proyecto son herramientas efectivas para construir aceptación social (BID, 2021).

7. Financiamiento de proyectos

La financiación de un proyecto inmobiliario es el pilar base de su estructuración y puesta en marcha. En Colombia existen pocas empresas con el capital suficiente para financiar de capital el 100 % de un proyecto y, las que lo tienen, prefieren usar el apalancamiento financiero.

Entre los tipos de créditos más utilizadas se encuentran los préstamos directos para los proyectos de construcción de vivienda, los préstamos de crédito comercial, las operaciones de *leasing* y los desembolsos por tesorería.

Aunque los bancos varían poco en sus características hacia el crédito constructor, las siguientes son las más comunes:

- Dirigido a personas jurídicas con establecimiento de comercio y actividad de construcción.
- Beneficio de reducción en tasa para proyectos sostenibles.
- Monto máximo para financiar.
- Desembolsos (10 % pre-operativo; 90 % contra avance de obra).
- Requiere preventas del 70 %.
- Financiación hasta el 80 % de los costos del proyecto (excluye lote, gastos financieros, licencias, pólizas y comisiones fiduciarias).
- Vigencia del crédito por el plazo de la obra + 12 meses.
- Los recursos serán administrados por una fiducia inmobiliaria.
- Pólizas (todo riesgo constructor, responsabilidad civil extracontractual y decenal).
- Forma de pago con abonos directos a capital, subrogaciones y pagos a prorrata.
- Financiación en UVR (unidades de valor real) o pesos.
- Hipoteca de mayor extensión.

El crédito constructor está diseñado para apoyar a constructores en el desarrollo de proyectos inmobiliarias, ya sea de vivienda VIS (vivienda de interés social), VIP (vivienda de interés prioritario), No VIS (cuyo valor supera el límite establecido para la VIS), o de uso comercial e industrial (oficinas, bodegas, hoteles, entre otros).

Este crédito se entrega al constructor por medio de desembolsos parciales y en etapas, según el avance de obra, lo que permite el control de los recursos y controla el riesgo. Como fue mencionado, generalmente cubre el tiempo estimado de construcción más un período de 12 meses.

La mayoría de los bancos ofrecen tasas preferenciales para proyectos sostenibles, proyectos con estándares EDGE,³ LEED⁴ (liderazgo en energía y diseño ambiental) o CASA⁵ (certificación de la sostenibilidad de la edificación).

³ EDGE: un estándar global de certificación para la diversidad, equidad e inclusión (DEI) en el lugar de trabajo, centrado en la equidad de género e inter-seccional.

⁴ LEED: sistema de certificación de edificios sostenibles desarrollado por el U.S. Green Building Council (USGBC).

⁵ CASA: sistema de evaluación y certificación que reconoce proyectos de vivienda sostenibles y saludables.

En el detalle de este crédito constructor, el banco estudia la información financiera de la empresa, analiza detalles del proyecto como la licencia de construcción, los planos y el cronograma de obra y el presupuestado. También tiene en cuenta la trayectoria del constructor y el equipo detrás del proyecto.

Internamente, los bancos también consideran el perfil del que se le va a asignar el crédito, las garantías y las tasas, y toman decisiones teniendo en cuenta su diversificación de créditos y la cartera de colocación.

8. Clasificación de cartera

8.1 Mitigantes del riesgo de cartera

No basta solo con generar un préstamo o aprobar una línea: se debe velar por mantener sanos los niveles de la cartera de colocaciones, un asunto transversal para todas las áreas de los bancos; y aunque las directrices son más simples de lo que pareciera, en resumidas cuentas el objetivo es cobrar. El camino por recorrer hasta el momento de recibir el pago por parte de un cliente debe ser claro y sin incidencias, en lo particular para las empresas inmersas en la industria inmobiliaria.

8.1.1 SARC (*Sistema de Administración de Riesgo de Crédito*)

A partir de la Circular Externa 11 (Colombia, 2022) y la Carta Circular 31 (Colombia, 2002), la Superintendencia Financiera de Colombia implementó modificaciones significativas al Capítulo II de la Circular Externa 100 (Colombia, 1999), con el objetivo de fortalecer el enfoque de autorregulación en la administración del riesgo de crédito. Esta normativa establece que la supervisión debe apoyarse principalmente en la gestión interna del riesgo, haciendo obligatorio que las entidades vigiladas diseñen y mantengan un sistema de administración del riesgo crediticio (SARC). Para ello deben contar con bases de datos robustas que les permitan realizar análisis detallados sobre el comportamiento histórico de sus deudores.

Esta gestión facilita estimaciones como la probabilidad de incumplimiento y la pérdida esperada, que se derivan del comportamiento observado en deudores con características similares, y requieren una estructuración cuidadosa de la información para una toma de decisiones adecuada (Colombia, Superintendencia de la Economía Solidaria, s. f.-a).

8.1.2 SARM (*Sistema de Administración de Riesgo de Mercado*)

El SARM debe permitir a las entidades solidarias vigiladas llevar a cabo un seguimiento permanente de la evolución de su exposición al riesgo de mercado. El monitoreo y revisión de los aspectos generales que hacen parte de este sistema deberá realizarse mínimo con una periodicidad semestral, y debe cumplir con los siguientes requisitos mínimos:

- Guardar correspondencia con el volumen y la complejidad de las operaciones desarrolladas.
- Permitir el seguimiento de los niveles de exposición al riesgo de mercado y los límites generales establecidos por la entidad solidaria, así como los especiales determinados por el tipo de operación o posiciones de tesorería y los portafolios, según la estructura, las características y las operaciones autorizadas.
- Permitir el seguimiento de los límites y niveles de exposición al riesgo de mercado consolidado por factor de riesgo.
- Permitir la elaboración de reportes gerenciales y de monitoreo de riesgo de mercado que evalúen los resultados de las estrategias e incluyan el resumen de las posiciones del portafolio de

operaciones de tesorería, el factor de riesgo de mercado, el tipo de operación de tesorería, la contraparte/emisor y los plazos o duraciones, entre otras (Colombia, Superintendencia de la Economía Solidaria, s. f.-b, p. 6).

8.1.3 SARL (Sistema de Administración de Riesgo de Liquidez)

- «Se entenderá como *riesgo de liquidez* la contingencia de que una organización incurra en pérdidas excesivas por la enajenación de activos a descuentos inusuales y significativos, con el fin de disponer rápidamente de los recursos necesarios para cumplir con sus obligaciones contractuales» (Colombia, Superintendencia de la Economía Solidaria, s. f.-b, p. 3).
- Es obligatorio para bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento, cooperativas financieras y almacenes generales de depósito, entre otras entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Está regulado principalmente en el Capítulo II, Título I, Parte II de la Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100 de 1995) de la Superintendencia Financiera (Colombia, 1999).
- Busca que las entidades identifiquen, midan, controlen y monitoreen el riesgo de liquidez que puede afectar su capacidad de cumplir con obligaciones de pago oportunamente.

En concreto:

- Las entidades deben cumplir con reportes periódicos a la Superintendencia Financiera (por ejemplo, indicadores de riesgo de liquidez, plan de contingencia de liquidez y pruebas de estrés).
- Además, a partir de 2020, también se exige cumplir con estándares como el LCR (*liquidity coverage ratio*, coeficiente de cobertura de liquidez) y otras medidas de Basilea III adaptadas al sistema colombiano.

8.1.4 Basilea – Coeficiente de cobertura de liquidez (LCR)

El coeficiente de cobertura de liquidez (LCR, *liquidity coverage ratio*) tiene como finalidad fortalecer la capacidad de los bancos para enfrentar escenarios de tensión financiera de corto plazo. Este indicador exige que las entidades financieras mantengan un conjunto suficiente de activos líquidos de alta calidad (HQLA, *high-quality liquid assets*), sin restricciones, y que puedan convertirse rápidamente en efectivo en los mercados, a fin de cubrir sus necesidades de liquidez durante un período de 30 días. Esta medida busca disminuir el riesgo de propagación de crisis desde el sistema financiero hacia la economía real.

El cálculo del LCR se basa en metodologías tradicionales de análisis interno sobre exposiciones a eventos de liquidez y exige que el valor del LCR se mantenga igual o superior al 100 % en condiciones normales, permitiendo su uso por debajo de ese umbral únicamente en situaciones de estrés financiero, bajo evaluación posterior de las autoridades regulatorias (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2013).

9. Garantías

9.1 Seguros de riesgo financiero

La banca cumple un rol fundamental en la economía y es la fuente de financiamiento por excelencia; incluso, los fondos de inversión de desarrollo inmobiliario recurren a ella para financiar sus proyectos. Si bien existen otras alternativas para financiar parcial o totalmente un proyecto inmobiliario, estas solo serán mencionadas brevemente dado que, por el momento, no tienen mayor relevancia en el mercado colombiano.

9.1.1 *Crowdfunding*

Resumido como *financiamiento en masa*, el *crowdfunding* es una alternativa que se ha generalizado a través de las *startups fintech* que buscan innovar, asumiendo el rol de intermediario entre un desarrollador inmobiliario que busca financiamiento y pequeños inversores que persiguen una rentabilidad, o bien, ser dueños del inmueble que seleccionen. En España, este tipo de plataformas comenzó a posicionarse en 2015.

Para Hernández Sainz (2017), esta modalidad de inversión tiene tres ramas, a saber: el intercambio de un bien monetario por un bien físico (una especie de preventa); las donaciones; y el mercado de valores o a las inversiones tradicionales que buscan retornos sobre dicha inversión.

9.1.2 *Fondos de inversión*

Los fondos de inversión se han configurado principalmente para financiar parte de la inversión, es decir, buscan ser un complemento al financiamiento bancario. En esta modalidad, los aportantes del fondo entregan una inversión inicial a la espera de rentabilidad o de canjes. Al igual que el anterior, este método probablemente no logra aportar la inversión total del proyecto, pero representa una alternativa para adquirir terrenos emplazados en sectores consolidados.

Básicamente, los desarrolladores buscan asociarse con los dueños de terrenos para que estos sean aportados a la sociedad inmobiliaria y, en paralelo, se firma una promesa de compraventa por un número de unidades del futuro proyecto. Aunque, en general, se logra descontar el terreno, esta práctica suele ser compleja desde el punto de vista del alzamiento de garantías y de los resguardos.

9.2 Ayuda estatal

La financiación para el desarrollo de proyectos de vivienda multifamiliar es de gran interés para muchos profesionales del sector inmobiliario y financiero. La singular participación de organizaciones federales como la Administración Federal de Vivienda (FHA) y el Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano (HUD) parece ser clave para la continuidad de este sector inmobiliario. Más de 800 000 unidades en aproximadamente 8500 proyectos multifamiliares se han

financiado con hipotecas aseguradas por la FHA y respaldadas por contratos de asistencia para la vivienda de la Sección 9 basados en proyectos (Foong & Ooka, 2002).⁶

⁶ Funding for developing multifamily housing projects is of great interest to many real estate and financial industry professionals. The unique involvement of federal organizations such as the Federal Housing Administration (FHA) and HUD appears to be key to the continuous existence of this sector of the real estate industry. More than 800,000 units in approximately 8,500 multifamily projects have been financed with mortgages insured by the FHA and supported by contracts for project-based Section 9 housing assistance payments (Foong & Ooka, 2002).

Traducción libre de los autores.

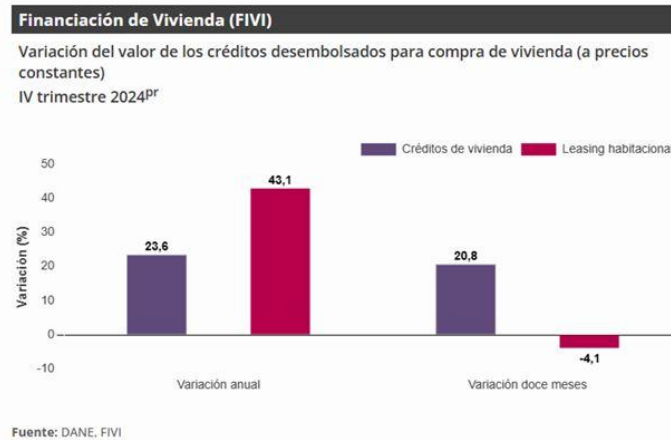
10 ¿Por qué es esto un buen negocio para los bancos?

10.1 Tipos de crédito Multifamily en Estados Unidos

Durante el cuarto trimestre de 2024, se desembolsaron COP 8 283 300 millones para compra de vivienda, de los cuales COP 7 178 209 millones fueron créditos de vivienda y COP 1 105 091 millones fueron *leasing* habitacional (Colombia, DANE, s. f.-b) [Figura 1].

Figura 1

Colombia. Financiación de vivienda



Fuente: Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE. (s. f.-b).

Fannie Mae es el mayor proveedor del sector privado de financiamiento para propiedades multifamiliares en Estados Unidos (s. f.). El portafolio multifamiliar de esta organización por sí solo asciende a USD 82 000 millones, que abarca todos los mercados multifamiliares y condiciones económicas. Esta entidad ofrece financiamiento para propiedades multifamiliares como edificios de apartamentos, condominios o cooperativas con cinco o más unidades individuales, a través de una red de prestamistas. Su objetivo es proporcionar a desarrolladores multifamiliares, inversionistas y otros patrocinadores con fines de lucro o sin ellos una fuente confiable de fondos a bajo costo para financiar propiedades multifamiliares.

El papel de Fannie Mae y Freddie Mac fue examinado por Segal y Szymanoski (1999), a través de un análisis que estudió el papel que estas agencias desempeñan en los mercados hipotecarios de vivienda multifamiliar, examinando específicamente hasta qué punto han tenido éxito en cubrir los vacíos de crédito en la demanda de financiamiento hipotecario [Tabla 1].

Tabla 1
Estados Unidos. Tipo de crédito Multifamily

TIPOS DE CREDITO MULTIFAMILY EN ESTADOS UNIDOS				
TYPE OF LOAN	Maximum LTV	DSCR	NON-RECOURSE / RECOURSE	SIZE
Fannie Mae	Up to 80%	1.25 x	Non-recourse with standard "bad boy" carve-outs	1- 100 Million
Freddy Mac	Up to 80%	From 1.25x	Non-recourse with standard "bad boy" carve-outs	From 1 Million
Freddie Mac Small Balance apartment	Depends on the market but it can go up to 80 % in Top Markets	From 1.20x in Top Market	non-recourse	From 1 Million
Multifamily CMBS Loans	Up to 75%	1.25x	Non-recourse with standard "bad boy" carve-outs	\$2 million and up
	TERMS	AMORTIZATION	INTERESTS	PREPAYMENT
Fannie Mae	5-, 7-, 10-, and 12-year terms	30 years	Fixed	Yield maintenance and other graduated prepayment options are available. There is no prepayment premium if the loan is paid within the last 90 days of the loan term.
Freddy Mac	3, 5, 7, 10+ year terms	Up to 30 years Up to 30 years; partial interest-only options available, full-term interest-only options may also be available in certain circumstances.	Floating and fixed rate	Yield maintenance until securitized followed by 2-year lockout; defeasance thereafter. No prepayment premium for the final 90 days.
Freddie Mac Small Balance apartment	20-year hybrid ARM with initial 5, 7, or 10-year fixed-rate period, OR 5, 7, or 10-year fixed-rate loan	25 to 30 years	Vary, but lower for properties in Top and Standard Markets and higher for properties in Small and Very Small Markets	Prepayment Penalty. Step down; or yield maintenance. Soft-step downs are also available.
Multifamily CMBS Loans	5-year fixed, 7-year fixed, 10-year fixed	25 to 30 years	Starting at 200bps over relative swap rate	Defeasance or yield maintenance

Fuente: National Association of Home Builders, NAHB (s. f.).

11. Conclusiones

El Multifamily es un modelo de negocio ampliamente usado alrededor del mundo, en diferentes continentes y con diferentes condiciones. En Colombia se evidencia claramente una alta necesidad de vivienda digna, en tanto existe un déficit habitacional que demanda más hogares y oferta inmobiliaria.

Esta oferta debe entenderse como una alternativa digna que supla las necesidades actuales de los colombianos, acorde con la composición de los hogares modernos y cerca de espacios que ofrezcan los bienes y servicios que valoran los hogares, guiados por los conceptos *ciudad de 15 minutos* y *comunidad*.

El modelo Multifamily se adecua perfectamente a la realidad colombiana. Las ciudades tienen la densidad necesaria para llenar la oferta, el poder adquisitivo es el adecuado para este modelo, y los colombianos están migrando a hogares más consolidados en los que un producto diseñado acorde con sus necesidades, gustos y preferencias es necesario.

De ahí, entonces, que esta investigación haya desarrollado dos modelos financieros que se exponen a continuación.

11.1 Modelo de construcción

En este modelo, el constructor erige un edificio de apartamentos 62 m², un espacio ideal para el tamaño de hogares actual. Una vez construido, se procede a su operación, que estará a cargo de un solo operador, cuyas funciones principales serán fijar el precio del arriendo y llevar a cabo un supuesto de los ingresos, costos y gastos, a fin de medir su viabilidad financiera.

El modelo tiene diferentes supuestos, incluyendo el número de unidades y el plazo. Con base en ellos, se realizó un ejercicio lo más ajustado a la realidad posible: un presupuesto de construcción de 130 unidades, con plazos y precios cercanos a la realidad. Para los costos de operación se tomaron como base los costos de operación de edificios similares y se ajustaron al modelo. En relación con el financiamiento —una parte primordial del modelo—, los costos se ajustaron a una tasa en la cual los bancos se sentirían cómodos prestando, en tanto ella cumple con los supuestos del modelo y también permite hacer el cierre.

En este modelo existen dos créditos: crédito constructor y crédito de operación.

El primero se da por el plazo de construcción más unos cuantos meses más —en este caso, 20 meses de construcción y cuatro meses extra—. Dentro de estos 24 meses, 20 son solo pago de intereses, debido a que el proyecto aún no genera ingresos; durante la construcción se paga solo intereses. y a los cuatro meses se paga la totalidad del crédito.

El segundo tiene el objetivo de pagar el primer crédito, ampliar el monto del crédito por medio de la valorización y ampliar el período de crédito, esta vez a 10 años, período en el cual se estima vender el proyecto.

Para calcular dicha valorización se utilizó el indicador CAP Rate (*capitalization rate*), donde la tasa de capitalización del activo se mide como Ingreso operativo neto anual/ Valor de mercado de la propiedad.

En otras palabras, si se tiene un CAP Rate del 7 %, significa que se espera recuperar ese porcentaje del valor actual de la propiedad cada año solo por ingresos operativos.

Este segundo crédito de operación también cuenta con un periodo de solo intereses, en este caso de 8 meses, período en el cual el banco le da holgura al proyecto mientras empieza a recibir ingresos más seguros y amortización a 360 meses, pero pagado en 96 meses. Esto quiere decir que la amortización lineal se hace como si fuera a pagarse en 360 meses, pero, en realidad, al último mes —el mes 120— del proyecto se paga lo restante. Esto se llama crédito *Balloon*, en el cual se pagan pequeñas cuotas mensuales para dejar un gran pago final.

Este último monto grande se paga con la venta del edificio. Esta forma de financiación permite entonces que los flujos de ingresos por concepto de los cánones de arrendamiento sean suficientes para pagar el servicio a la deuda y apalancarse de la valoración del activo para pagar el crédito.

11.2 Modelo de compra-renovación

A diferencia del anterior, este es un modelo de compra de un inmueble ya existente en el que se renueva un complejo de apartamentos de 60 m², un espacio ideal para el tamaño de hogares actual. En este modelo una vez se remodela el complejo se procede con operación de este, en cuyo caso siendo el mismo quien opera todo el edificio. Allí se establece un precio de arriendo, y se hacen supuestos de ingresos, costos y gastos para medir su viabilidad financiera.

El modelo contempla supuestos como número de unidades, plazo, entre otros, que lo alimentan para que sea lo más ajustado a la realidad. El presupuesto de construcción abarca 350 unidades, siguiendo las mismas consideraciones del modelo anterior.

Para el financiamiento, fue importante ajustar la tasa a un valor en el cual los bancos viabilizaran la financiación y que, a su vez se ajustara al modelo financiero y, por consiguiente, hacer el cierre.

El modelo también incluye los dos créditos mencionados: crédito de compra-renovación y crédito para el período de operación. Es importante mencionar que el primero se da por el plazo que tardan dichas reformas más unos cuantos meses adicionales, en caso de imprevistos. En total son 12 meses de obras y seis meses extra.

El segundo tiene el objetivo de pagar el primer crédito, ampliar el monto del crédito por medio de la valorización y ampliar el período de crédito, esta vez a 10 años, período en el cual se estima vender el proyecto.

Para calcular dicha valorización también se utilizó el indicador CAP Rate, esta vez al 7,6 %. Es importante mencionar que dicha amortización está programada para darse en un período de 360 meses, pero pagado en 96 meses. Esto quiere decir que la amortización lineal se hace como si fuera a pagarse en 360 meses, pero, en realidad, al último mes —el mes 120— del proyecto se

paga lo restante. Esto se llama crédito *Balloon*, en el cual se pagan pequeñas cuotas mensuales para dejar un gran pago final.

Este último monto grande se paga con la venta del edificio. Esta forma de financiación permite entonces que los flujos de ingresos por concepto de los cánones de arrendamiento sean suficientes para pagar el servicio a la deuda y apalancarse de la valoración del activo para pagar el crédito.

Referencias

- Banco Interamericano de Desarrollo, BID. (2021). *Desarrollo urbano y vivienda*. <https://www.iadb.org/es/quienes-somos/temas/desarrollo-urbano-y-vivienda>
- Cámara Colombiana de la Construcción, Camacol. (2022). *Vivienda multifamiliar en renta*. <https://camacol.co/sites/default/files/descargables/CARTILLA%20VIVIENDA%20EN%20RENTA%20AGOSTO%201%20DE%202022%20-%20PARA%20WEB%201%20-compressed.pdf>
- Coldwell Banker Richard Ellis, CBRE. (2024, 23 de diciembre). *Our view: Best opportunities in global real estate for 2025*. <https://www.cbreim.com/insights/articles/our-view-best-opportunities-in-global-real-estate-for-2025>
- Colombia, Congreso de la República. (2021, 14 de enero). *Ley 2079* [«por medio de la cual se dictan disposiciones en materia de vivienda y hábitat»]. <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=160946>
- Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE. (s. f.-a). *Censo Nacional de Población y Vivienda*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/demografia-y-poblacion/censo-nacional-de-poblacion-y-vivenda-2018>
- Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE. (s. f.-b). *Financiación de Vivienda (FIVI)*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/construccion/financiacion-de-vivienda>
- Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE. (2024, 11 de marzo). *Gran Encuesta Integrada de Hogares – GEIH 2023*. <https://microdatos.dane.gov.co/index.php/catalog/782>
- Colombia, Superintendencia de la Economía Solidaria. (2021, 1 de enero). *Actualización Circular Básica Contable y Financiera*. <https://www.supersolidaria.gov.co/es/content/actualizacion-circular-basica-contable-y-financiera>
- Colombia, Superintendencia de la Economía Solidaria. (s. f.-a). Capítulo II. Sistema de Administración del Riesgo de Crédito – SARC, en *Circular Básica Contable y Financiera*. https://www.supersolidaria.gov.co/sites/default/files/public/data/capitulo_ii_sistema_de_administracion_del_riesgo_de_credito_-_sarc_0.pdf
- Colombia, Superintendencia de la Economía Solidaria. (s. f.-b). Capítulo V. Sistema de Administración del Riesgo de Mercado – SARM, en *Circular Básica Contable y Financiera*. https://www.supersolidaria.gov.co/sites/default/files/data/capitulo_v_sistema_de_administracion_de_riesgo_de_mercado_-_sarm_0_0.pdf
- Colombia, Superintendencia Financiera. (1999). *Circulares externas 1999*. <https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/17884/normativahistorico-normas-de-las-anteriores-superintendencias-bancaria-y-de-valores-historico-de-circulares-superintendencia-bancariacirculares-externas-17884/>

- Colombia, Superintendencia Financiera. (2002, 5 de marzo). *Boletín 10*.
<https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/18265/normativahistorico-normas-de-las-antiores-superintendencias-bancaria-y-de-valores-historico-boletin-juridico-superintendencia-de-valoresanos-antiores-18265/>
- Colombia, Superintendencia Financiera. (2020, 19 de marzo). *Circular externa 011*.
https://camacol.co/sites/default/files/descargables/CIRCULAR%20EXTERNA%20SUPERFINANCIERA%20NACIONAL%20011%20DE%202022_1.pdf
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. (2013, enero). *Basilea III: Coeficiente de cobertura de liquidez y herramientas de seguimiento del riesgo de liquidez*.
https://www.bis.org/publ/bcbs238_es.pdf
- EY, Ernst & Young. (s. f.). *Real Estate, Hospitality & Construction*.
https://www.ey.com/en_gl/industries/real-estate-hospitality-construction
- Fannie Mae. (s. f.). *Multifamily Capital Markets*. <https://multifamily.fanniemae.com/multifamily-capital-markets>
- Fong, E., & Ooka, E. (2002). The social consequences of participating in the ethnic economy. *International Migration Review*, 36(1), 125-146.
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1747-7379.2002.tb00074.x>
- Hernández Sáinz, E. (2017). *El crowdfunding inmobiliario mediante contratos de cuentas en participación: una fórmula de inversión participativa ¿alegal o prohibida?* Universidad de Valladolid.
- National Association of Home Builders, NAHB. (s. f.). Sitio web <https://www.nahb.org/>
- Segal W., & Szymanoski, E. (1999). Fannie Mae, Freddie Mac, and the multifamily mortgage market. *SSRN Working Papers*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.157207>
- Valora Analitik. (2019, 15 de mayo). *Bogotá, Medellín y Barranquilla demandan más apartamentos que en Cali, según estudio*. Valora Analitik.
<https://www.valoraanalitik.com/bogota-medellin-y-barranquilla-demandan-mas-apartamentos-que-en-cali-segun-estudio/>