

# La promoción inmobiliaria

Mario Sanz Bernal

PID\_00179170



# Índice

<b>Introducción</b> .....	5
<b>Objetivos</b> .....	7
<b>1. La promoción inmobiliaria</b> .....	9
1.1. Organizaciones y productos inmobiliarios .....	9
1.1.1. Quién promueve .....	9
1.1.2. Qué promueve .....	16
1.2. Los tres pilares de la promoción .....	21
1.2.1. La gestión inmobiliaria .....	21
1.2.2. El mercado .....	24
1.2.3. La inversión .....	30
<b>2. La cadena de valor</b> .....	36
2.1. Cadena de valor promoción .....	37
2.2. Un aspecto integrador (conceptualización y diseño vehículo inversor) .....	42
2.3. La cadena de valor patrimonio .....	43
<b>3. Análisis estratégico, operativo y económico de una     promoción</b> .....	46
3.1. Toma de decisiones: las herramientas básicas necesarias .....	46
3.1.1. Nivel estratégico .....	46
3.1.2. Nivel operativo .....	49
3.2. Estudio de mercado, conceptos clave .....	53
3.2.1. Oferta y demanda .....	54
3.2.2. Segmentación y posicionamiento .....	57
3.2.3. Conceptualización .....	60
3.3. Análisis económico: financiación, viabilidad, inversión .....	62
3.3.1. Financiación .....	63
3.3.2. Estudio de viabilidad .....	67
3.3.3. Análisis económico de la inversión .....	80
<b>Resumen</b> .....	85



## Introducción

Diseñar una promoción inmobiliaria tiene que ver con considerar, evaluar y desarrollar los aspectos que van a dar valor a un producto inmobiliario para su venta o gestión.

Así pues, a la hora de diseñar una promoción, lo más importante es plantear correctamente el problema, es decir, cuáles son las incógnitas a las que dicho diseño tiene que dar respuesta.

Con el objeto de sintetizar el planteamiento del problema, podemos agrupar las incógnitas en dos bloques:

- 1) Qué vamos a diseñar.
- 2) Qué y quiénes van a intervenir o influenciar en el diseño.

La respuesta a qué vamos a diseñar la encontramos en el **producto inmobiliario**, tanto en su concepto (vivienda, oficina, hotel, comercial, lúdico, etc.) como en su tamaño, y es el centro sobre el que girará todo nuestro análisis para posicionarlo en el mercado y ser atractivo para el inversor.

La respuesta a qué y quiénes van a intervenir la encontramos en lo que definimos como los tres pilares que condicionan el diseño de una promoción:

- 1) Nuestra **capacidad de gestión** para desarrollar dicho producto.
- 2) El **mercado** capaz de incorporarlo.
- 3) El **inversor** a quien va dirigido nuestro producto.

En este módulo trataremos de dar una visión amplia de los aspectos a tener en cuenta en el diseño de una promoción inmobiliaria y de los factores que influyen, a nivel de gestión, mercado y sector inversor, para poder decidir sobre lo fundamental, la conceptualización del producto y la viabilidad del mismo.

En la primera parte del módulo, y como preámbulo, expondremos una visión general de organizaciones (¿quién promueve?), así como los diferentes productos inmobiliarios (¿qué promueve?) y sus características más relevantes en el diseño.

El núcleo de esta primera parte está basado en el análisis de los factores que influyen en el diseño desde un punto de vista externo al producto, los cuales, como hemos dicho anteriormente, están recogidos en los tres pilares de

la promoción: capacidad de gestión, mercado e inversor. Haremos un recorrido por estos conceptos, de los que muchas veces, por obvios, nos olvidamos, centrándonos en el diseño propio, basado en la conceptualización y la viabilidad del proyecto. Estos aspectos relacionados con el producto son necesarios, pero no suficientes. Conocer nuestras capacidades de gestión, de financiación, técnicas, el interés de los socios y la estrategia empresarial es fundamental a la hora de iniciar un proyecto, como también es fundamental conocer el mercado, la aceptación de nuestro producto en tipología, calidad y precio, y conocer nuestra competencia. Por último, de igual importancia resulta evaluar a quién va destinado, quién nos lo va a comprar o arrendar, quién es el público objetivo inversor, su capacidad de compra y sus preferencias.

En la segunda parte del módulo analizaremos las fases de diseño y los conceptos básicos a tener en cuenta en el mismo para cada fase. En esta parte, pues, el protagonista será la **cadena de valor**. Para ello realizaremos un recorrido pormenorizado por la misma, analizando los agentes que intervienen en cada una de sus etapas. Veremos la importancia de medir nuestras capacidades antes de iniciar cada eslabón, pues interrumpir el proceso supone dilapidar los esfuerzos técnicos y económicos invertidos en él. Para ello tendremos siempre presentes las herramientas necesarias para el análisis de una promoción inmobiliaria, tanto en sus aspectos básicos, estrategia, urbanismo jurídico y económico, como en su destino final, venta o patrimonio.

En la tercera y última parte del módulo, el objetivo será doble: por un lado, analizar los factores a nivel estratégico y operativo en la toma de decisiones para realizar una inversión y, por otro lado, abordar los aspectos económicos clave: financiación, viabilidad económica y análisis de la inversión, con el fin de darle una visión amplia para la toma de decisiones a la hora de lanzar un proyecto inmobiliario. Habida cuenta de la trascendencia que en dicho análisis tiene acertar con el precio de venta o explotación del producto inmobiliario, realizaremos un alto en el camino para comentar brevemente aspectos del estudio de mercado. La determinación de costes es cuestión de rigor. Para ello será necesario contemplar cada uno de los parámetros que van a influir, y realizar un análisis comparativo con datos del sector. La determinación del precio de venta es más incierto y la única manera de ajustarlo es realizando un buen estudio de mercado: conocer bien nuestro producto, en qué segmento compete, cómo vamos a posicionarlo y cuál es el interés del potencial cliente. Con todo ello, habremos hecho un recorrido suficientemente amplio como para dotarnos de herramientas y criterios para el diseño de una promoción inmobiliaria.

## Objetivos

Los objetivos que el estudiante debe alcanzar al finalizar el módulo son los siguientes:

- 1.** Tener una visión amplia de los aspectos a tener en cuenta en el diseño de un determinado producto.
- 2.** Conocer los factores que influyen, a nivel de gestión, mercado y sector inversor, para poder decidir sobre lo fundamental: la conceptualización del producto y la viabilidad del mismo.
- 3.** Conocer los tres pilares de la promoción que influyen en el diseño desde un punto de vista externo al producto: capacidad de gestión, mercado e inversor.
- 4.** Entender bien las fases de diseño y los conceptos básicos a tener en cuenta en el mismo para cada fase.
- 5.** Analizar los factores a nivel estratégico y operativo en la toma de decisiones para realizar una inversión.
- 6.** Conocer los aspectos económicos clave de la inversión: financiación, viabilidad económica y análisis de la inversión.
- 7.** Tener una visión amplia para la toma de decisiones a la hora de lanzar un proyecto inmobiliario.
- 8.** Dotarse de herramientas y criterios para el diseño de una promoción inmobiliaria.



# 1. La promoción inmobiliaria

## 1.1. Organizaciones y productos inmobiliarios

Como hemos dicho, este primer apartado expone, a modo de preámbulo y de forma general, las estructuras organizativas de **quién promueve** y **qué se promueve** (los diferentes productos por usos y principales características). Estas dos ideas estarán presentes a lo largo de todo el módulo y su conocimiento es básico para tener una objetiva visión del sector.

### 1.1.1. Quién promueve

La respuesta a esta pregunta es muy amplia y en los últimos tiempos se han ampliado notablemente los actores que conforman el conjunto de organizaciones y empresas promotoras. Como en muchos sectores, pero quizás con mayor impacto en el sector inmobiliario, los ciclos de crisis y de bonanza económica modifican las estructuras organizativas presentes en el sector. En este sentido, las estructuras cambian reorientándose o desapareciendo unas y posicionándose otras en oportunidades de mercado, se ajustan pues aspectos como el dimensionado de empresa, peso de activos en promoción y patrimonio, valor añadido de la gestión y, sobre todo, nivel de endeudamiento y acceso al crédito. Este último factor, el nivel de endeudamiento y acceso al crédito, la capacidad de la empresa de financiarse junto con la obtención-inversión en materia prima, suelo o edificaciones en los distintos estados de maduración, según la estrategia de la empresa, condicionan no sólo el crecimiento sino el propio existir de la empresa y son aspectos clave en las organizaciones empresariales de las inmobiliarias.

### Estructuras organizativas

Para centrar ideas podemos agrupar en tres segmentos las estructuras organizativas que operan en la promoción inmobiliaria:

1) **La iniciativa pública.** En principio, la iniciativa pública estaría restringida al desarrollo de promociones o proyectos de interés social, que difícilmente podrían ser abordadas por la iniciativa privada.

En este campo se encontrarían, entre otras, las actuaciones portuarias y aeroportuarias, logística, equipamientos (culturales, sanitarios, educativos, servicios, etc.) y vivienda social.

Ello comporta el correspondiente planeamiento y gestión del suelo y, finalmente, la realización de las urbanizaciones y construcciones por los diferentes sistemas de concurso: licitación y adjudicación, contrato de obra, derechos de superficie o concesiones para la explotación por una entidad privada, o incluso mediante la creación de una sociedad público-privada para su construcción y potencial gestión.

Hasta ahí, y de forma muy resumida, éstas serían las competencias de la iniciativa pública. No obstante, en numerosas ocasiones la iniciativa pública, sobre todo a nivel municipal, ha invadido el campo de actuación de la iniciativa privada. Esto básicamente se ha dado por dos causas: la primera, el acceso al suelo de forma gratuita a través de las cesiones del 10%<sup>1</sup>, que provienen del planeamiento urbanístico. La segunda, la visión de una posibilidad de negocio que genere recursos adicionales.

<sup>(1)</sup>Actualmente superior al 15%.

Ello ha comportado la formación de estructuras organizativas paralelas a los ayuntamientos, gestionadas de forma similar a la empresa privada. Así pues, se diferencian dos estructuras en la iniciativa pública:

- La que es propia de su función, asumida por departamentos internos de la Administración y que atiende a necesidades de infraestructuras-equipamientos y al interés social.
- La que se crea de forma paralela a las administraciones y compiten con la iniciativa privada, fruto de un acceso favorable al suelo y con el objeto de generar recursos adicionales a través de la promoción inmobiliaria.

2) **La iniciativa privada.** El segmento de la iniciativa privada está muy fragmentado, con diferentes estructuras organizativas en función del objetivo y la estrategia empresarial. Para simplificar, en función del objetivo empresarial identificamos dos grandes grupos: las **empresas patrimonialistas** de Real Estate, que basan su negocio en una actividad recurrente financiera, y **empresas promotoras**, que basan su negocio en la transformación y rotación del activo. Cada uno de estos grupos se organiza de forma diferente en función de su posicionamiento estratégico, como veremos a continuación:

- **Empresas patrimonialistas.** Dentro de este grupo podemos encontrar empresas inmobiliarias patrimonialistas, fondos de inversión, *family office*, entidades financieras. En general son empresas muy capitalizadas, de ámbito internacional, con una exposición pequeña al riesgo. Estas empresas, en función de su estrategia, actúan desde la simple transacción de un activo en renta, hasta la realización del mismo, bien por contrato llave en mano, bien con gestión propia para su posterior explotación. En el primer caso, en el que el núcleo estratégico es la transacción de un activo en renta, la organización está focalizada en un potente departamento de análisis de inversiones y en la gestión de los activos, que en numerosas ocasiones se externaliza a empresas especialistas.

Esta gestión comporta tres áreas:

- La **gestión patrimonial**, que se encarga de todo lo referente a la conservación y servicios del edificio (mantenimiento, seguridad, control, servicios).
- La **gestión comercial**, que mantiene la relación con los clientes-arrendatarios y se ocupa de renovar o recomercializar los contratos al vencimiento.
- La **gestión administrativa**, que comporta todas las funciones administrativas, contabilidad, cobro de facturas, pagos de tasas e impuestos, contratación de seguros, etc.).

El campo de actuación de estas compañías es amplio, pero la mayor parte de su actividad se centra en la compra de activos en renta. La compra viene determinada por la rentabilidad exigida, tipología, ubicación del activo, de la calidad del arrendatario, el plazo de obligado cumplimiento, las garantías y las revisiones de la renta.

Otra línea de actuación es la promoción de un activo para su arrendamiento. En este caso, generalmente, actúan sin asumir el riesgo ni de transformación del suelo, ni de construcción, esto es, mediante la denominada fórmula de "llave en mano". No obstante, algunas empresas tienen estructuras propias que intervienen en el total desarrollo de la fase promoción. Así pues, las empresas patrimonialistas actúan en tres campos de menor a mayor riesgo:

- Compra-venta de activos en rentabilidad
  - Compra "llave en mano" para su explotación
  - Promoción del activo, para su posterior explotación
- **Empresas promotoras.** El grupo de empresas promotoras es el más numeroso y es donde hay una mayor variedad de compañías. Podemos encontrar microempresas de carácter local, hasta empresas familiares (quizás las más numerosas) y grandes corporaciones de ámbito nacional e internacional.

En general son empresas con un gran componente de deuda que operan mayoritariamente en el ámbito nacional (la promoción tiene un carácter más local) con una exposición medio-alta al riesgo.

La organización de estas empresas es diversa en función de su estrategia y exposición al riesgo.

Aquí, igual que en el caso anterior, podemos identificar claramente tres campos de actuación:

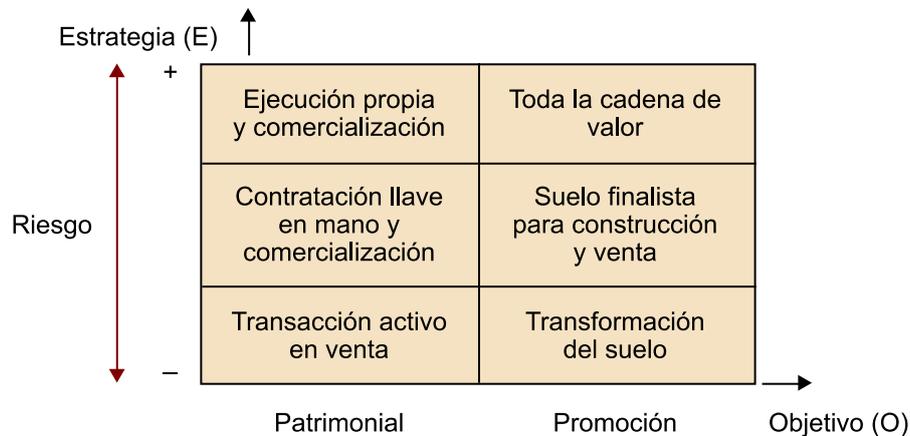
- Un primer campo son aquellas empresas que actúan en toda la cadena de valor, desde la transformación del suelo hasta la venta y post-venta del activo. Son empresas con organizaciones complejas, tanto más cuanto mayor es el número de subsectores (residencial, terciario...) donde actúan. Son organizaciones generalmente transversales con un

buen número de *staffs* y en las que los diferentes comités (ejecutivo, operativo, inversiones, comercial) desarrollan un papel fundamental.

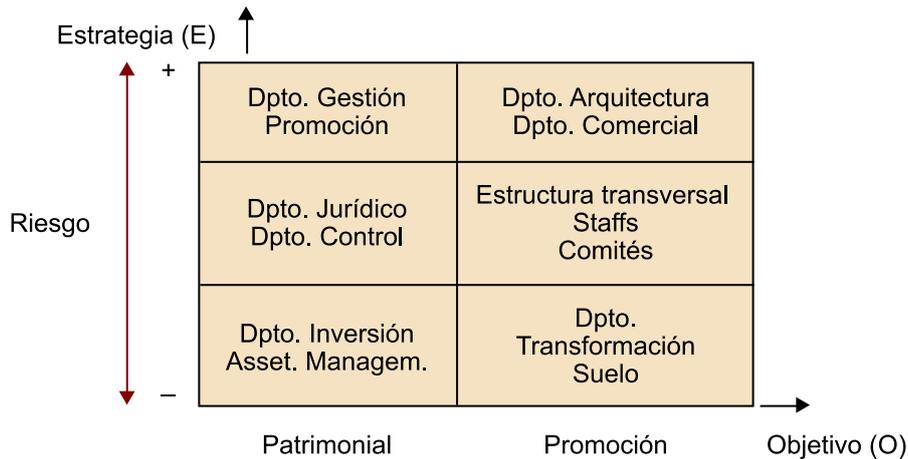
- Otras actúan en la primera parte de la cadena de valor, la transformación del suelo hasta la calificación de solar con la designación amplia de usos para su venta. En éstas, el departamento de suelo y urbanístico son el núcleo de su organización.
- Por último distinguimos aquellas empresas que actúan en la parte final de la cadena de valor, compra de suelo finalista para su construcción y venta.

Estos tres campos de actuación se multiplican, a su vez, por el subsector donde actúan, como hemos dicho anteriormente, residencial, terciario: oficinas, hotelero, comercial, lúdico-deportivo, industrial-logístico.

Las estructuras organizativas en el segmento de la iniciativa privada las podemos representar, de forma gráfica, en un cuadro de doble entrada donde representamos el objetivo empresarial en el eje de las abcisas y la estrategia en función del riesgo, en el de las ordenadas.



El mismo cuadro resaltando los departamentos organizativos relevantes:



**3) Las entidades financieras.** Su campo natural de actuación en el sector inmobiliario sería el de apoyar financieramente la expansión y crecimiento de la iniciativa privada en los sectores de demanda potencial y/o innovación en nichos de mercados de oportunidad. También dentro del objetivo de la banca estaría la inversión inmobiliaria de activos en renta para su cartera de clientes. No obstante, la actuación en el segmento de la promoción inmobiliaria, que en principio no debería ser estratégico para la banca por su exposición al riesgo, ha sido de gran relevancia.

Al igual que en la iniciativa pública, en época de bonanza la posibilidad de generar un negocio paralelo, favorecido por su ventaja competitiva de acceso al crédito, contribuyó a la creación de organizaciones paralelas de la mayoría de entidades financieras, bancos y cajas.

Estas organizaciones se estructuraron de forma similar a la empresa privada. La diferencia con la iniciativa pública es que, así como las entidades paramunicipales se quedaron en tamaños de empresa relativamente pequeños para actuar dentro de su municipio, las sociedades inmobiliarias de las entidades financieras alcanzaron tamaños de grandes corporaciones siendo empresas referentes en el mercado, incluso cotizando en el mercado de valores. La rotación de las sociedades así creadas, motivo de múltiples transacciones, han generado plusvalías altamente especulativas. Plusvalías que desaparecen en un mercado en recesión.

Así pues, las entidades financieras son hoy, de manera atípica, un jugador importante en la promoción inmobiliaria del mercado español y como tal hay que tenerlo en cuenta.

Como resumen de este apartado diremos:

- Que las estructuras organizativas, nuestro entorno competitivo, los jugadores en el mercado son tres:
  - Iniciativa pública
  - Iniciativa privada
  - Entidades financieras
- Sólo la iniciativa privada es el segmento natural de actuación de la promoción inmobiliaria. La actividad promotora en la iniciativa pública y las entidades financieras es inestable en el tiempo por obedecer ésta a un tema de oportunidad y no de estrategia ni objeto social.
- La iniciativa privada se estructura por objetivos y estrategia y, según estos parámetros, su posicionamiento en la cadena de valor y exposición al riesgo dimensionan sus organizaciones internas.

### Agentes que intervienen

Es muy importante, aunque sea de forma breve y esquemática, identificar a los principales *players* que actúan en el proceso de la promoción inmobiliaria. No sólo identificarlos, sino conocer sus valores y estrategias para poder sacar el mayor valor añadido que cada uno de ellos pueda aportar a la cadena de valor.

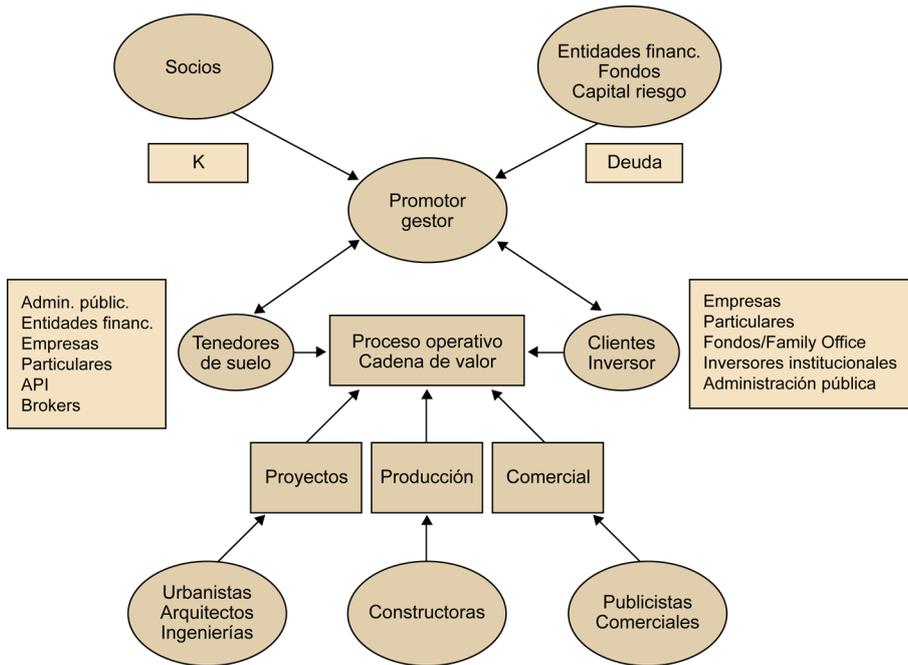
De forma esquemática identificamos cinco niveles en los que el promotor-gestor se relacionará con personas físicas y jurídicas que intervienen en el proceso de promoción:

- **Socios que aportan capital.** Aparte de personas físicas, pueden concurrir empresas del sector para un determinado proyecto, fondos de inversión, *family office*, entidades financieras, etc. Cada proyecto tendrá una composición societaria óptima y si bien es cierto que no podemos estar formando sociedades para cada proyecto, el exceso de rigidez en la composición societaria perjudica, incluso puede imposibilitar, afrontar un determinado proyecto con una estructura de capital deuda adecuada.
- **Entidades que aportan deuda para completar la financiación.** Es fundamental analizar bien la relación capital-deuda más conveniente para cada proyecto y elegir las entidades que nos van a prestar el dinero y las condiciones. Es muy importante identificar qué entidades pueden ser más favorables a prestar dinero más allá de las entidades financieras, como los fondos de capital riesgo o préstamos participativos de fondos o *family office*.

- **Tenedores de suelo** o, mejor dicho, **tenedores de activos**. Este nivel está formado por un amplio conjunto de personas y entidades. Así, por ejemplo, particulares, empresas familiares, empresas, administraciones públicas, entidades financieras. Todos ellos, a través de sí mismos o de los agentes de la propiedad inmobiliaria o agencias especializadas *brokers* conforman el mercado de suelo y/o edificaciones. Es absolutamente necesario el conocimiento y la relación con ellos pues estamos hablando de la materia prima, que además se comercializa en un mercado poco estructurado.
- **Personas y empresas que intervienen en el proceso operativo** (proyectos, licencias, producción, comercialización). Este nivel es el proceso de conceptualización y productivo. En él intervienen todas las empresas y profesionales técnicos relacionados con los planes urbanísticos y proyectos, las empresas constructoras y las empresas comercializadoras. Es el único nivel en que la empresa puede tener internalizados los diferentes equipos para la realización del proyecto, si bien para cada proyecto deberemos analizar las ventajas de externalizar uno o varios procesos.
- **Clientes e inversores finales**. El conocimiento de nuestro potencial cliente a través de la segmentación y posicionamiento de nuestro producto es de capital importancia a la hora de dirigir nuestra publicidad, comunicación y fuerza de ventas.

Hemos hecho un recorrido breve pero suficiente para entender que para conseguir un buen diseño es clave la identificación y el conocimiento de todos los agentes que intervienen en el proceso de una promoción inmobiliaria, desde la elección de los socios y la formación del capital y la deuda, hasta los canales de comunicación que utilizaremos para llegar a los potenciales clientes que previamente habremos identificado.

El esquema siguiente os ayudará a retener las ideas:



### 1.1.2. Qué promueve

Al hablar de promoción inmobiliaria solemos encasillarla en la promoción y venta del uso residencial. De esta manera asimilamos promoción a venta, e inmobiliaria a residencial. Es más, el *Diccionario de la lengua española* de la Real Academia Española define como *inmobiliaria* a la "empresa o sociedad que se dedica a construir, arrendar, vender y administrar viviendas". Si bien la definición amplía el concepto de venta al de construcción, arrendamiento y administración, sigue refiriéndose únicamente a viviendas.

En este módulo y, con un concepto más amplio, debemos entender la **promoción inmobiliaria** como la acción de diseñar y desarrollar un producto inmobiliario para su venta o arrendamiento y gestión. Asimismo, entenderemos como **producto inmobiliario** el suelo con fines edificatorios y los edificios para cualquier uso.

Así pues, identificamos el concepto de promover al de diseñar y desarrollar para vender o arrendar, y el concepto inmobiliario al de suelo con fines edificatorios y los edificios para cualquier uso. Es decir, distinguimos claramente dos sistemas de promoción (venta y alquiler) y dos grupos de desarrollo (suelo y edificaciones).

El desarrollo de suelo tiene su propio campo e implica la tramitación administrativa de la clasificación o reclasificación de un suelo hasta su conversión en solar (suelo urbano). Esto es clasificado para determinados usos y condiciones urbanísticas y urbanizados. Dicho desarrollo implica dos acciones:

- **Planeamiento urbanístico.** Se desarrolla con sus diferentes planes en función de la clasificación inicial del suelo y el trámite de clasificación. En

este sentido son figuras del planeamiento los planes generales, planes parciales, planes especiales, etc., cuyos objetivos son, entre otros:

- Delimitar ámbitos.
  - Definir superficies de suelo y aprovechamientos edificatorios y de uso lucrativo y público (vialidad, zonas verdes, zonas privadas, equipamientos públicos).
  - Definir densidades edificatorias.
  - Definir usos.
- **Gestión urbanística.** Se refiere a conceptos de propiedad y reparto tanto de aprovechamientos y beneficios como de cargas en función, principalmente, del porcentaje aportado de propiedad en el suelo a planificar.

Fijémonos ahora que en la definición de *producto inmobiliario* hemos dicho también "para cualquier uso". Pues bien, con el fin de ver la amplitud del campo de actuación, relacionamos a continuación, con breves comentarios, los distintos usos.

Para una mejor asimilación, los agrupamos en tres:

- **Uso residencial.** Se identifica con el uso de vivienda. Dentro de dicho uso se distinguen dos grandes segmentos:
  - **Vivienda social.** Incluye la vivienda de protección en régimen especial, régimen general y concertada. Adicionalmente las diferentes autonomías pueden definir y definen otras variedades dentro del régimen concertado.
  - **Vivienda libre.** Aparte de la diferente adaptación de ésta a los distintos niveles sociales, existe una diversidad de segmentos. Así pues, primera residencia, segunda residencia o vivienda vacacional, apartamentos con servicios, apartamentos turísticos...
- **Uso terciario.** Es el que agrupa una mayor cantidad de segmentos que relacionamos a continuación:
  - **Oficinas.** En este segmento podemos distinguir dos grupos en función de su ubicación y concepto. Por su ubicación diferenciamos centro ciudad, área de negocios, área descentralizada o periferia. Por su concepción, edificios corporativos, multidisciplinarios, parques de negocio.
  - **Hotelero.** Con una doble clasificación, urbanos y turísticos en sus diferentes categorías.
  - **Comercial.** También este segmento, al igual que las oficinas, responde a una primera división por ubicación –urbana y periférica–, y según su conceptualización: locales comerciales, grandes almacenes, centros comerciales y parques de medianas. Las dos primeras, de clara vocación urbana, mientras que las superficies de medianas centran sus ubicaciones en la periferia. Los centros comerciales están teniendo una evolución en su ubicación cada vez más de ciudad, desplazándose desde zonas periféricas a zonas más urbanas. En este segmento nos deten-

#### Ved también

No nos extenderemos más en este punto. En el apartado "Fases del diseño de una promoción: la cadena de valor" volveremos a incidir sobre la importancia de evaluar la situación urbanística de cada suelo y de la necesidad de realizar un minucioso análisis de plazos y costes incurridos para el desarrollo del suelo y su promoción.

dremos a definir brevemente los centros comerciales y los parques de medianas.

La idea de **centro comercial** responde a la agrupación, en un mismo edificio, de diferentes actividades comerciales, tanto por concepto (moda, accesorios, complementos, hogar, electrónica, libros, restauración, impulso, deportes, alimentación, etc.) como por diversidad de superficies. Por lo general, las superficies de los locales van desde los 50 m<sup>2</sup> hasta los 3.000 m<sup>2</sup> de tiendas de moda y deporte, con excepción de pequeños puntos de venta (zapatero, loterías, floristerías...) y de superficies de alimentación que superan, en la mayoría de los casos, los 3.000 m<sup>2</sup>.

La determinación de los diferentes conceptos y superficies, denominada **mix comercial**, junto con el estudio de circulaciones, son dos parámetros esenciales en el diseño de un centro comercial.

El concepto de **parque de medianas** responde a la agrupación, en una misma ubicación pero en diferentes edificios, de medianas superficies generalmente superiores a 3.500 m<sup>2</sup>, que cada una por sí sola constituye un destino y cuya agrupación tiene un refuerzo de sinergias que provoca el interés de grandes masas de población para desplazarse a la periferia.

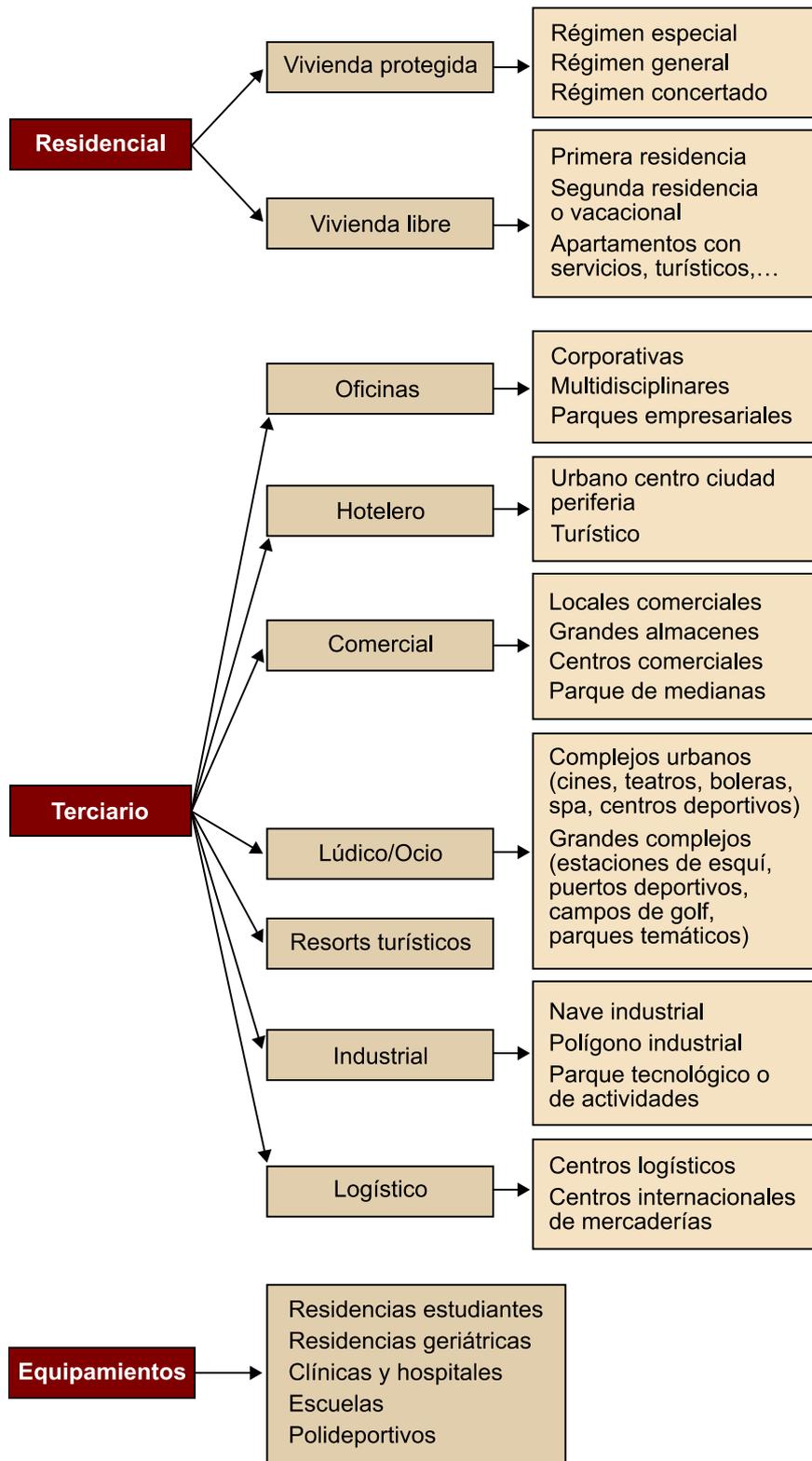
Así, dentro de este concepto se encuentran los comercios de muebles, hogar, bricolaje, alimentación, deportes, jardinería, automóvil, jugueterías, etc. Todos ellos conforman el denominado parque de medianas que exigen grandes extensiones de terreno, buenos accesos y vías de comunicación.

- **Lúdico/ocio.** Este segmento agrupa todas aquellas actividades que tienen que ver con la captación del interés de la población para destinar su tiempo libre. Es, sin duda, el segmento donde agrupamos una mayor diversidad de conceptos y en el que el diseño, conceptualización y comercialización de los mismos exigen estructuras organizativas muy diversas. Para mayor claridad agrupamos las actividades lúdicas en dos grupos o conceptos:
  - Las **edificaciones y complejos urbanos**, cuya actividad es compatible con la actividad laboral, pudiéndose utilizar de manera cotidiana. Incluye cines o multicines, teatros, boleras, gimnasios, centros deportivos, spas... En muchas ocasiones estas actividades se incluyen conjuntamente en los centros comerciales.
  - Los **grandes complejos lúdicos**, generalmente dispuestos en las afueras de las ciudades y cuya actividad exige mayor tiempo. Estos complejos basan la mayor parte de su negocio en el fin de semana y períodos vacacionales. Incluye estaciones de esquí, puertos deportivos, campos de golf, parques temáticos y de atracciones...

Vemos claramente que, aun estando en un mismo segmento, el diseño, tamaño de inversión, comercialización y gestión de los dos grupos es totalmente diferente.

- **Resorts turísticos.** Podríamos englobar este segmento en lúdico, pero su especificidad requiere un tratamiento aparte. Se trata de grandes complejos turísticos situados en ciudades con gran potencial turístico y que, por la diversidad de oferta, lo hace atractivo a un público internacional. El concepto es mayoritariamente vacacional, aunque extendido a todo el año e incluso pensado como destino permanente para personas retiradas o familias desplazadas por largos períodos. En dichos *resorts* conviven una multitud de actividades: hoteles de diferentes cadenas, residencial, comercial, lúdico con marinas, campos de golf, zonas deportivas, gimnasios, spas, etc. E incluso equipamientos, centros sociales, escuelas, centros sanitarios de primeros auxilios, etc. La gestión de dichos *resorts* es compleja, precisando de un gestor especializado para la administración, mantenimiento, conservación, limpieza y seguridad de las zonas comunitarias.
- **Industrial.** Este es claramente un segmento de ubicación periférica en las ciudades. Distinguimos tres grupos:
  - **Naves industriales.** Cada vez menos se realizan naves industriales aisladas en entornos urbanos. Los planeamientos urbanísticos de las ciudades tienden a desplazar la actividad industrial hacia las afueras de las ciudades, agrupadas en polígonos industriales o parques tecnológicos, que se diferencian en el tipo de actividad industrial.
  - **Polígonos industriales.** Responde principalmente a naves industriales destinadas a procesos de fabricación.
  - **Parques tecnológicos y de actividades.** Su principal objetivo es la investigación y desarrollo.
- **Logística.** Segmento muchas veces incluido dentro del industrial, que si bien por su calificación urbanística podría ser así, por su concepto es claramente diferencial. El factor determinante de la actividad logística es su ubicación, amplitud de circulación y facilidad de accesos. Así pues, los encontramos en los alrededores de puertos y aeropuertos y en los nudos y accesos de las autopistas principales. Por lo general se realizan en agrupaciones como centros de actividad logística o centros nacionales e internacionales de mercaderías.
- **Uso de equipamientos.** Por último, el uso para equipamientos recoge actividades de interés social, y su ubicación es principalmente urbana. A este uso corresponden residencias de estudiantes, residencias geriátricas, clínicas y hospitales, escuelas, polideportivos, etc.

**Esquema de los diferentes usos del producto inmobiliario**



A modo de resumen y comentario final de este apartado, fijaremos cuatro conceptos en relación a los usos que debemos tener en cuenta en el diseño de una promoción inmobiliaria:

1) El concepto de promoción inmobiliaria es un concepto amplio y abierto. Amplio en cuanto a la gran cantidad de usos y actividades a las que dar respuesta, y abierto porque la iniciativa empresarial amplía de forma continuada la lista de segmentos y actividades a desarrollar.

2) La promoción inmobiliaria tiene como objeto el desarrollo de suelo y el diseño y construcción de proyectos edificatorios de todos los usos para su venta, arrendamiento o gestión.

3) El conocimiento pormenorizado de los diferentes usos y las posibles sinergias entre éstos nos ayudará en la conceptualización del producto inmobiliario. La combinación de actividades principales y complementarias (por ejemplo, comercial-hoteleroficinas o residencial-oficinas-comercial) ha dado excelentes resultados de comercialización por las sinergias creadas. El conocimiento amplio de los usos para su combinación y justo dimensionado es una clave de éxito.

4) El conocimiento, por un lado, de nuestras capacidades de gestión y los equipos externos que seamos capaces de dirigir y, por otro lado, del producto inmobiliario, los usos y segmentos de actividad que queramos promover en cuanto a conceptualización, tamaño de inversión y canales de comercialización nos proporcionarán la información necesaria para decidir abordar la promoción o desestimarla.

## 1.2. Los tres pilares de la promoción

En este punto, tomada la decisión de iniciar el diseño de una promoción inmobiliaria, nuestra atención se centrará en tres conceptos, con tres objetivos claros, que denominaremos los tres pilares: la **gestión inmobiliaria**, cuyo objetivo es aportar valor añadido al producto de manera eficiente, el **mercado**, cuyo objetivo es el posicionamiento o, aún más ambicioso, identificar conceptos que nos posicionen en un nicho de mercado, y la **inversión**, cuyo objetivo es la financiación en parámetros de cobertura de la necesidad financiera, garantías y riesgo. A continuación examinaremos cada uno de estos pilares.

### 1.2.1. La gestión inmobiliaria

En el sector inmobiliario cada promoción es diferente, con procesos operativos diferentes. De manera simplificada, pero didáctica, diremos que en la gestión de todo proyecto intervienen dos decisiones en función del proceso operativo. De un lado, determinar la **estructura de responsabilidades** y toma de decisiones, organigrama. De otro lado, diseñar los documentos y **herramientas** que utilizaremos para el análisis y evaluación de la promoción.

Pues bien, sistematizar metodologías de diseño de la gestión con estructuras y organigramas verticales conlleva muchas veces ineficiencias en la gestión. Son preferibles las organizaciones transversales, donde **departamentos** (adminis-

tración, producción, técnico, comercial) debaten con las áreas (suelo, residencial, oficinas...) para la toma de decisiones. En este tipo de organizaciones más dinámicas, es favorable el debate en comités con intervención de la dirección para decisiones relevantes y controvertidas.

Asimismo, sistematizar metodologías de análisis y evaluación, si bien es necesario en su concepto procedimental, también deberá ser motivo de debate y aspectos subjetivos en su evaluación.

Por tanto, una primera reflexión a realizar en la gestión inmobiliaria es con qué estructura, vertical o transversal, actuamos y las herramientas / parámetros a utilizar en el análisis, evaluación, toma de decisiones y la flexibilidad-sensibilidad que otorgamos a las mismas.

Como hemos comentado, las estructuras transversales se adaptan mejor a la gestión inmobiliaria, sobre todo en corporaciones diversificadas y para grandes proyectos.

Como comentario último a la decisión de la estructura de gestión y para ilustrar el funcionamiento transversal, diremos, por ejemplo, que en el proyecto arquitectónico, el arquitecto, departamento técnico, tiene la responsabilidad del mismo, pero determinados parámetros de funcionalidad vienen determinados por el área correspondiente (residencial, oficinas, etc.) como pueden ser programa, distribuciones, nivel de acabados e instalaciones, etc. Esto mismo pasa con otros departamentos, por ejemplo, el comercial, que a la hora de diseñar la publicidad ejerce su responsabilidad, si bien el área correspondiente podrá aportar parámetros básicos, como los argumentos de venta en el concepto de producto, incluso los criterios de segmentación, etc. El responsable de área debe ser un experto en su producto en cuanto a conceptualización y comercialización.

Los departamentos son los que tienen las capacidades técnicas para desarrollar los conceptos trasladados.

Hemos creído necesario hacer esta reflexión en este punto de la gestión inmobiliaria, ya que para cada promoción el gestor deberá preguntarse dos cuestiones:

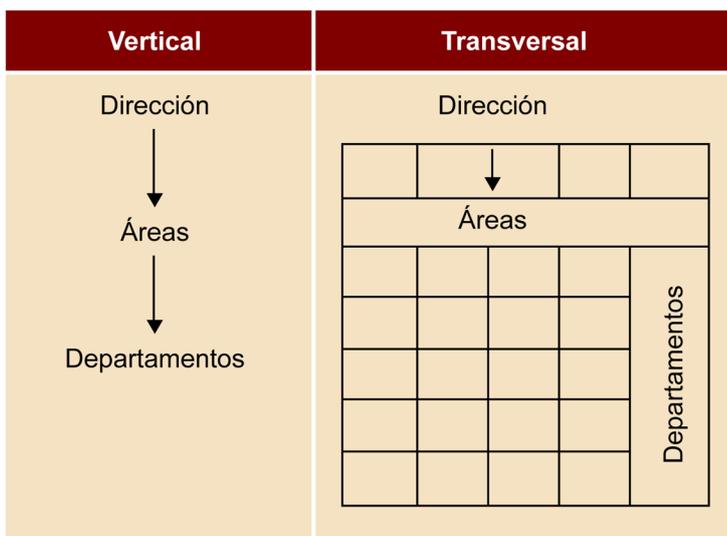
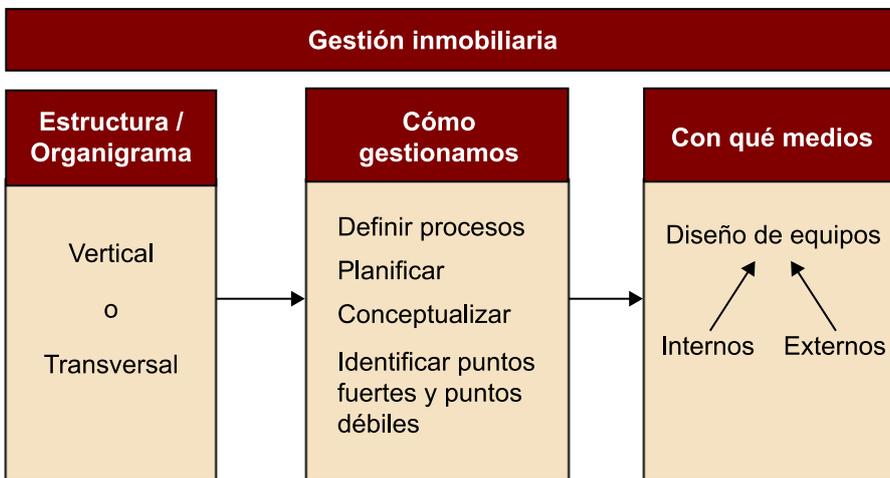
- Cómo gestiono el proyecto.
- Con qué recursos lo hago.

Afrontar estas dos preguntas requiere tener bien definido lo expuesto hasta ahora, la estructura de gestión y las herramientas de análisis y evaluación para la toma de decisiones.

Para responder al cómo vamos a gestionar, debemos plantearnos en qué somos **más competitivos** y aportamos mayor valor. En definitiva, en qué vamos a concentrar los mayores esfuerzos para dotar del mayor **valor añadido** a nuestro producto.

Para ello, de forma cronológica, identificaremos y definiremos todos los procesos operativos del proyecto, planificaremos las acciones a realizar, conceptualizaremos el producto y finalmente identificaremos aquellos procesos y conceptos donde tengamos un posicionamiento fuerte para realizarlo y débil para buscar los recursos de mejora.

Respecto a los recursos a utilizar, la determinación de puntos fuertes y débiles de mi organización con relación al producto me llevará a asignar los técnicos o empresas a contratar externamente.



### 1.2.2. El mercado

En este apartado hablaremos del mercado desde un punto de vista macro. No desde el estudio de mercado para un determinado producto, sino de analizar de manera amplia las posibles líneas de negocio que ofrece el sector y las posibilidades de expansión tanto a nivel nacional como internacional.

Esto es, el campo de actuación que abarca el mercado inmobiliario y la viabilidad de realizar una expansión territorial en un mercado global.

#### Líneas de negocio (un mercado cíclico)

En primer lugar vamos a entender cómo se comporta el mercado ante las variaciones de demanda. Como todos los sectores, el mercado inmobiliario es un mercado cíclico.

- Desocupación por debajo equilibrio hasta mínimo
- Fuerte demanda estimula nueva oferta
- Rentas-ventas suben por encima coste replazo
- Nueva oferta construcción prevista



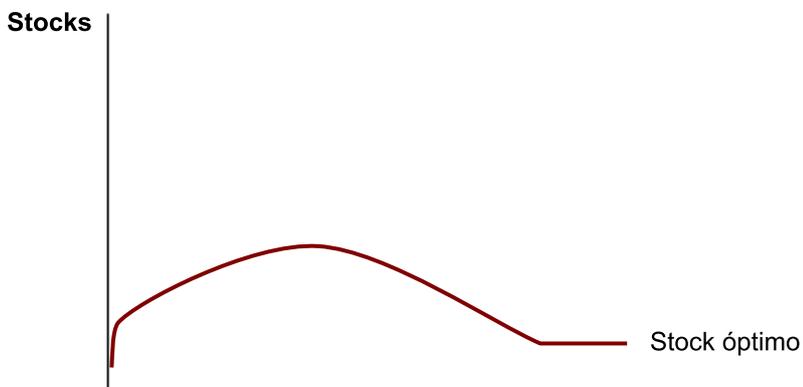
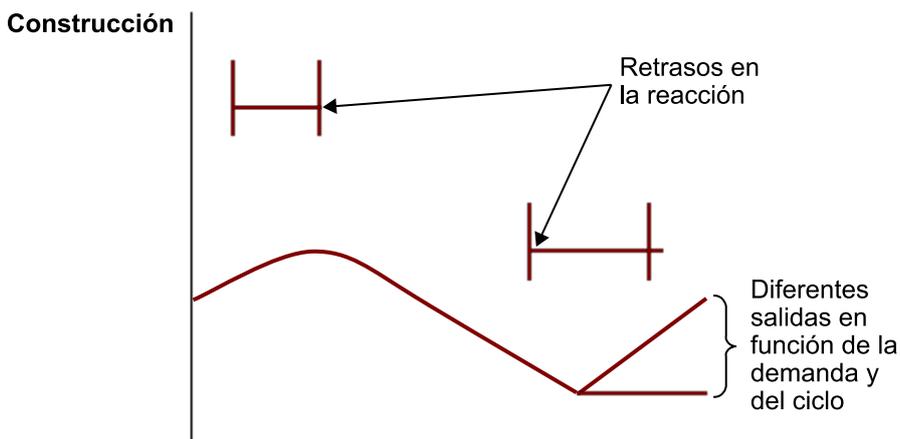
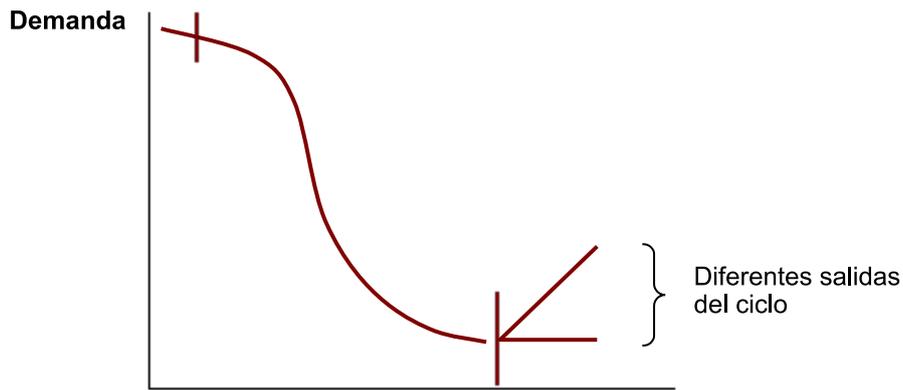
- Nueva oferta construcción
- Desocupación aumenta desde equilibrio
- Demanda baja por nueva oferta
- Rentas-ventas bajan a partir de pico cíclico

- Desocupación baja desde máximo hasta equilibrio
- Demanda recupera y se fortalece
- Rentas-ventas suben desde fondo cíclico hacia nivel de replazo
- Oferta limitada

- Rentas-ventas caen por debajo del coste replazo hasta tocar fondo
- Inexistencia nueva oferta construcción
- Desocupación aumenta hasta tocar fondo
- Oferta por encima de demanda estancada

Evolución del mercado

La particularidad es que la reacción de la oferta frente a la demanda se produce de manera lenta, ya que los procesos productivos y de puesta en marcha son largos en el tiempo y la toma de decisión de parar procesos o ponerlos en marcha también, por tratarse de inversiones de gran tamaño. Así, como vemos en el gráfico, cuando estamos en períodos de demanda, el retraso en la puesta en marcha de nuevos proyectos y la duración de éstos acumula una gran demanda que conlleva una elevación de los precios por encima de una situación objetiva y de equilibrio.



De la misma manera, cuando la demanda cae, los proyectos iniciados continúan en gran medida (tomar decisiones de parar proyectos es difícil, puesto que es difícil considerar las inversiones realizadas como costes hundidos hasta el siguiente ciclo) lo que hace incrementar los stocks, aun en período de caída de demanda con una corrección en precios.

En este sector es cierto que cuanto más alta es la subida, más dura será la caída motivada, principalmente, por los desajustes de reacción entre variaciones de oferta y demanda.

Ahora bien, tenemos líneas de escape dada la amplitud del sector inmobiliario y a segmentos complementarios y alternativos que podemos identificar. Además, el sector inmobiliario es un sector abierto a nuevas iniciativas y nuevos

productos. Basta fijarnos en el apartado "Diferentes usos" y veremos la cantidad de nuevos productos que se han introducido en el mercado para satisfacer una necesidad de demanda o creando esta necesidad con productos atractivos.

Así, en el mercado inmobiliario debemos estar permanentemente atentos a la evolución de las diferentes líneas de negocio en el ciclo de mercado y a la manera de comercialización de éstas (venta, renta, gestión). No hay reglas generales, pero sí líneas de análisis, de las que a continuación exponemos dos para provocar la reflexión del lector:

- **Mercados complementarios y alternativos.** El ciclo económico del mercado es diferente para los distintos usos. El sector hotelero, por ejemplo, se comporta diferente del residencial y éste del de oficinas. Estos mercados son complementarios y atienden a diferentes segmentos de demanda. En muchas ocasiones la diversificación de la cartera nos permite actuar, reforzar o refugiarnos en unos u otros usos en función de su comportamiento en el ciclo.

En empresas poco diversificadas, monoproducción, o de pequeño tamaño, resulta más fácil analizar mercados alternativos que analizar y actuar en mercados complementarios, por la especialización y diferencia de negocio que ello supone. Entendemos como mercados alternativos aquellos que responden a un mismo segmento, pero en diferentes líneas y sistemas de explotación.

Así, por ejemplo, en el segmento residencial por las diferentes líneas, la segunda residencia es alternativa a la primera residencia, o la vivienda social a la libre, o incluso la rehabilitación, aprovechando la desocupación o la nueva construcción.

Por sistemas de explotación, el alquiler o alquiler con opción a compra, alternativo a la venta.

En el mercado hotelero, el segmento *low cost*, basado en la simplificación de servicios, manteniendo altas calidades de las instalaciones, frente a los hoteles tradicionales con amplitud de servicios –restauración, cafeterías, servicios de recepción, conserjería, etc.–, mucho más intensivos en personal.

Asimismo, en el segmento de oficinas, la recuperación de oficinas en el centro de la ciudad con estándares de calidad bajos, dotándolas de mayor valor añadido tanto en instalaciones y servicios como amplitud de canales y fórmulas de comercialización frente a la nueva construcción.

Vemos que hay una gran diversidad de acciones a analizar para ganar competitividad y adecuarse en líneas complementarias o alternativas a las situaciones de mercado.

- **Búsqueda de nuevos productos.** La demanda es cambiante como consecuencia de la evolución de la sociedad y cambios de hábitos. En algunas ocasiones los cambios de hábitos no responden a la evolución sino a reacciones de la introducción de un nuevo producto que finalmente ha creado

una necesidad, un nuevo hábito. Numerosos ejemplos de este último los podemos ver en el sector de la informática y nuevas tecnologías.

En el sector inmobiliario también se dan los dos casos en el cambio de hábitos, tanto los motivados por la evolución de la sociedad como los impulsados por nuevos productos. El análisis de ambas situaciones posibilita la creación de nuevos nichos de mercado.

Así, por ejemplo, diferentes fenómenos sociales como la movilidad de técnicos y directivos para estancias cortas en otros países, en un mercado global, el incremento de separaciones y formación de familias monoparentales o el recorte de estructuras y optimización de cuadros directivos, desplazando a éstos de unas localidades a otras para el inicio de una rama de actividad o negocio, han propiciado la creación de las viviendas amuebladas y con servicios, todavía incipiente y que responde a una necesidad de ocupación inmediata, sin realizar inversión y para estancias cortas.

Otro ejemplo serían los apartamentos turísticos, como respuesta a una demanda turística *low cost* dirigida a grupos reducidos de 4/5 personas dispuestas a prescindir de los servicios hoteleros.

Otro ejemplo serían los *lofts*, que buscan dar respuesta a la necesidad de desarrollar, en un mismo local, el destinado a vivienda y a la actividad económica. Estos locales están pensados principalmente para autónomos profesionales liberales.

En un campo totalmente distinto situaríamos la reaparición de las comunidades de propietarios ante la inactividad promotora.

Como vemos, muchos son los segmentos de la demanda que podemos contemplar que responden a cambios en la sociedad. En mercados maduros como el europeo, estos campos de actuación son más lentos que en mercados en vía de desarrollo, en los que el crecimiento inyecta mayor velocidad a la evolución de los cambios de hábitos de la sociedad.

Hemos intentado despertar la iniciativa ante un mercado cíclico de lentas correcciones que tienen como líneas de escape la propia amplitud del sector con líneas de negocios muy diversas, tanto en segmentos como en sistemas de gestión.

La observación permanente de la situación en el ciclo, la evolución de los hábitos de la sociedad y la inquietud de introducir cambios que puedan generar nuevos hábitos deberán estar presentes en el diseño de toda promoción inmobiliaria.

### **Situación geográfica (¿un mercado local?)**

Lo comentado hasta ahora sirve para cualquier país, pero el diseño y desarrollo de promociones inmobiliarias en otro país en búsqueda de nuevos mercados comporta una serie de oportunidades, pero también de dificultades que trataremos aunque de forma puramente enumerativa, pero suficiente para el objetivo de este módulo.

Evidentemente, nos ceñiremos a aquellos aspectos que tienen que ver con el diseño y el desarrollo de una promoción inmobiliaria sin entrar en conceptos societarios de implantación, fiscalidad, etc.

A la hora de tomar la decisión de exportar nuestros conocimientos inmobiliarios a otro país surgen una serie de barreras de entrada que tendremos que analizar y evaluar. Una vez analizadas y evaluadas, habrá que plantear las acciones a realizar para superarlas.

Para una comprensión más didáctica, agruparemos las barreras de entrada para cada uno de los tres pilares que hemos definido y que condicionan el diseño de toda promoción (gestión-mercado-inversión):

<b>Barreras de entrada al desarrollo de proyectos en otros países</b>		
<b>A) De gestión</b>	Distancia	Comunicación, desplazamientos, <i>reporting</i> control y seguridad
	Capacidad de gestión	Formación de estructura organizativa
	Tramitación	Adaptación a normativas y trámites locales
<b>B) De mercado</b>	Cultura	Adaptación de Proyectos
	Confianza	Desconocido, canales de comercialización
	<i>Lobbys</i> locales	
<b>C) De inversión</b>	Financiación	Banca local – Mercado hipotecario
	Inversión Posicionamiento	Costes estructurales iniciales
	Riesgo de cambio	

Adicionalmente, en el proceso de internacionalización existe otra gran barrera de entrada, el riesgo país. En este sentido, es absolutamente necesario hacer un análisis del riesgo amplio estudiando los aspectos económicos (evolución y tendencia del crecimiento, sistema financiero-hipotecario, laboral), políticos (de estabilidad política), sociales, demográficos y de inversión nacional, pero sobre todo, extranjera (apetencia por otros países en invertir en el mercado inmobiliario).

Este estudio nos posicionará en la toma de decisiones de entrada a un determinado país. Nos ayudará a evaluar los factores de riesgo, pero como aspecto fundamental, en la evaluación del riesgo está la seguridad jurídica. Esto es, la fortaleza de un marco legislativo que regule la propiedad (registro de la propiedad), los permisos urbanísticos y la tramitación y obtención de licencias. Son numerosos los ejemplos de fracasos que se han dado en países con buenas perspectivas de negocio, pero cuyo marco legislativo ha dejado en total indefensión a la inversión extranjera (española) en países emergentes.

Así pues, ante la entrada en un país consideraremos las barreras de entrada al mismo, de gestión, de mercado e inversión, pero sobre todo, de riesgo país, evaluando los aspectos económicos, políticos, sociales y, especialmente, de seguridad jurídica.

Por otro lado, las ventajas son claras. Las más importantes son dos:

- La posibilidad de **entrar en países** en momentos de ciclo favorable.
- La capacidad de **aportar *know how*** en países emergentes, países con crecimiento en vías de desarrollo.

Respecto a este último punto, la aportación de conocimiento es importante en cualquier estadio del diseño de la promoción, con especial aportación en cuatro puntos:

**1) Aspectos normativos.** Este campo, en los países maduros, en cuanto al sector inmobiliario se refiere, está muy desarrollado en todos los usos (residencial, terciario, equipamientos). En particular, el residencial y principalmente, en vivienda social, sector donde los países en vías de desarrollo tienen especial interés, el campo normativo de acceso a la vivienda, ayudas sociales, etc., está muy desarrollado y puede ser de gran ayuda a dichos países.

Pero también a nivel de planeamiento y gestión urbanística, normativas edificatorias para todos los usos, son campos en que el valor añadido a aportar a los países en vías de desarrollo es muy significativo.

**2) Aspectos financieros.** Tanto de análisis de viabilidad de negocios como, sobre todo, de introducción del sistema de crédito hipotecario a la población, que todavía en muchos países o no existe o está de manera muy incipiente.

**3) Constructivo.** Evidentemente, este es un campo con mucho recorrido y aportación de valor añadido en las técnicas de construcción.

**4) Comercial.** Campo de gran aportación, desde los estudios de mercado que nos ayuden a segmentarlo y posicionar nuestro producto, hasta las acciones comerciales de la fuerza de ventas, canales de comunicación, publicidad en medios, etc.

Por todo ello, podemos concluir que las barreras de entrada en países extranjeros existen y deberán evaluarse con precisión para tomar la decisión de promover en dichos países, pero las ventajas competitivas y de aportación de valor añadido, sobre todo en países emergentes, son claras.

La doble atracción de estos países: estar en un ciclo expansivo y la posibilidad de aportar nuestro *know how* son motivos suficientes para reflexionar sobre la internacionalización de la promoción inmobiliaria.

### 1.2.3. La inversión

Para concluir este apartado, abordamos el tercer pilar: la inversión.

Tras una visión amplia para poder reflexionar sobre las estructuras y herramientas de gestión más eficientes a utilizar en el diseño de una promoción inmobiliaria y sobre las posibilidades que nos ofrece el mercado, estaremos en disposición de decidir cómo vamos a gestionar, en qué mercado y con qué producto vamos a actuar. Ahora daremos las pautas para afrontar financieramente el proyecto. Esto cierra la primera parte del módulo y completa el conjunto de criterios previos a tener en cuenta en el diseño de una promoción inmobiliaria.

#### **Tamaño de la inversión. Relación capital-deuda**

El tamaño de la inversión nos vendrá dado por el producto inmobiliario. Entenderemos por **tamaño de la inversión** las necesidades de capital generadas por el proceso productivo desde la compra de un terreno o inmueble para su transformación, que son existencias (activo circulante) y no inmovilizado (activo fijo), hasta la venta o explotación del mismo. En este sentido, asumimos que no hay destino de fondos en adquirir inmovilizado, sino que todos los fondos necesarios son los generados por el proceso productivo, las operaciones. Lo que denominamos las necesidades operativas de fondos o *networking capital*.

El tamaño, así definido, es el que nos determinará nuestra necesidad de buscar deuda y/o ampliar capital para mantener una relación de capital-deuda acorde con nuestros objetivos de inversión y los parámetros exigidos a ésta, principalmente basados en criterios de rentabilidad y riesgo.

#### **Reflexión**

Abramos aquí un pequeño paréntesis de reflexión sobre los criterios que seguirán en este apartado sobre el análisis de la inversión. Evidentemente, como venimos diciendo a lo largo del módulo, la definición de ratios y parámetros para la evaluación y toma de decisiones para la compra de suelo son necesarios, pero deberemos contemplar dentro de un análisis de sensibilidad otros parámetros subjetivos que completarán los argumentos para decidir. Hacemos hincapié en este aspecto, pues la materia prima en el mercado inmobiliario, el suelo, es totalmente diferencial a otros mercados. Aquí la materia prima es única y la oportunidad de compra, incierta.

Si decidimos no comprar, podemos comprar otro suelo pero de ubicación y características diferentes. Por ello, la oportunidad de compra de materia prima acorde con nuestra estrategia y posicionamiento son parámetros necesariamente a tener en cuenta.

En la decisión sobre el diseño de la relación capital-deuda intervienen dos protagonistas:

- Los socios, que querrán la máxima rentabilidad de su inversión, esto es, maximizar el **ROE** (*return over equity*).
- Los **prestamistas**, que querrán garantizar la devolución de la deuda.

Para ello éstos últimos se fijarán básicamente en tres parámetros:

- La **cobertura financiera** o capacidad de pago de intereses.
- El **apalancamiento**, como deuda sobre el beneficio que mide asimismo el riesgo sobre la devolución de principal.
- La **generación de caja operativa**, como dinero disponible para pagar intereses y deuda.

Deberemos encontrar el equilibrio entre capital y deuda para cada proyecto, a través de los análisis de rentabilidad de la inversión y la exposición al riesgo medido a través de análisis de sensibilidad por variación principalmente de precios de venta y plazos de entrega. La deuda incrementa la rentabilidad del accionista, pero también la volatilidad de ésta por el aumento de intereses y pago de principal. Este aumento, en proyectos que generan beneficios por debajo de las expectativas con que se evalúan los parámetros de rentabilidad (TIR), reduce rápidamente el ROE.

Además, a mayor solicitud de deuda, el banco aplica mayor prima de riesgo incrementando el coste de la deuda y disminuyendo el beneficio y la rentabilidad. Sólo si la rentabilidad del activo es superior al coste de la deuda se incrementa el ROE, lo cual deberíamos tener muy en cuenta al incrementar nuestra solicitud de deuda.

En resumen, la deuda es necesaria para nuestros proyectos, pues los proyectos inmobiliarios suponen una gran inversión. El volumen de deuda será tal que la cobertura financiera o capacidad de pago de intereses y apalancamiento o capacidad de pago de principal está asegurada, incluso en escenarios de análisis de sensibilidad desfavorables.

Asimismo, vigilarémos que el coste de la deuda sea inferior a la rentabilidad del activo-proyecto para que aumente la rentabilidad del accionista. En muchas ocasiones este último aspecto comporta una mayor disposición de capital que conlleva una menor solicitud de deuda y una disminución de las primas de riesgo y, consecuentemente, el coste de la deuda. Este es el equilibrio de capital-deuda que deberémos buscar.

Un ejemplo nos ayudará a fijar las ideas. Supongamos un proyecto inmobiliario que precise de una inversión de 50 millones de euros a realizar en 2 años y con el siguiente cronograma:

	Inicio	1.º sem.	2.º sem.	3.º sem.	4.º sem.
Inversión semestre		5	10	10	5
Inversión acumulada	20	25	35	45	50

A partir de este supuesto, analizamos dos situaciones:

A) Margen operativo sobre inversión (sin financiación) = 7,5 M € (15% s/inversión)

B) Margen operativo sobre inversión (sin financiación) = 4 M € (8% s/inversión)

Para simplificar, analicemos una situación de E/D = 20/80 y un coste de la deuda (interés + diferencial + comisiones + gastos) = 5,5%.

En esta situación, el cronograma de E/D acumulado (si lo hacemos de manera proporcional) será:

	Inicio	1.º sem.	2.º sem.	3.º sem.	4.º sem.
E	4	5	7	9	10
D	16	20	28	36	40

#### E/D

Estos dos valores (E/D) los podemos variar para cada hipótesis, para estudiar la sensibilidad.

Calculando el coste de la deuda al 5,5% obtenemos un valor aproximadamente de 3M€.

Analicemos ahora la rentabilidad para cada hipótesis:

A) Margen: 7,5 M €

Inversión: 50 M €

M. operativo: 7,5 M €

Financieros: 3 M €

BAI: 4,5 €

En el caso de financiar todo con *equity* E = 50 M €, obtenemos un ROE (7,5/50) del 15%.

En el caso de E/D = 20/80; E = 10 M €, obtenemos un ROE (4,5/10) del 45%.

Claramente más ventajosa esta segunda situación.

B) Margen: 4 M €

Inversión: 50 M €

M. operativo: 4 M €

Financieros: 3 M €

BAI: 1 €

En el caso de financiar todo con *equity* E = 50 M €, obtenemos un ROE (4/50) del 8%.

En el caso de E/D = 20/80; E = 10 M €, obtenemos un ROE (1/10) del 10%.

El diferencial entre estas situaciones ya no es tan evidente.

Cuando el margen operativo es ampliamente superior al coste de la deuda, la financiación con deuda es claramente ventajosa.

Con costes de la deuda similares al margen operativo, tenemos que evaluar la relación E/D y las diferentes situaciones del coste de la deuda (interés) aplicada.

Para concluir el ejemplo, en referencia al tipo de inversor, podemos analizar lo siguiente:

El primer caso (margen del 15% sobre inversión) podría ser un caso de promoción inmobiliaria residencial o terciario de oficinas en venta. En este caso, el inversor podría ser un fondo de capital riesgo, que busca grandes rentabilidades asumiendo un mayor riesgo.

El segundo caso (margen del 7/8% sobre la inversión) podría ser un caso de explotación en patrimonio (viviendas en alquiler) de menor riesgo, pero también con menor rentabilidad. El tipo de inversor, en este caso, podría ser un fondo de inversión, fondo de pensiones o institucional, como compañías de seguros.

Como hemos dicho en párrafos anteriores, la entrada de uno u otro tipo de inversor dependerá también del tamaño de la inversión.

## **Búsqueda de capital inversor**

A la hora de afrontar la financiación de un proyecto, las necesidades financieras se cubrirán por tres fuentes: el **capital**, la **deuda** y la **tesorería** generada de la diferencia de cobros y pagos.

Si bien habremos evaluado según los criterios del apartado anterior la relación de capital-deuda, finalmente tendremos como capital a aportar (*equity*) la necesidad financiera menos la suma de la autofinanciación o tesorería generada por la diferencia de cobros y pagos y los préstamos que hayamos sido capaces de conseguir. Si no tenemos capacidad de aportarlo o, aun teniéndola, queremos diversificar nuestra capacidad de inversión en otros proyectos, debemos buscar el capital inversor restante que garantice la financiación del proyecto.

En esta búsqueda tendremos en cuenta tres aspectos:

1) **Aspecto estratégico.** Aquí entra en juego nuestro interés o conveniencia de dar o no entrada en el accionariado a un determinado perfil inversor. En caso de entrar en el accionariado, lo más relevante es definir la composición última del mismo y analizar las mayorías necesarias para la toma de decisiones corporativas y de gestión. Por lo general, en este caso se crea una sociedad vehículo donde promotor e inversor pactan los acuerdos societarios de funcionamiento.

2) **Aspecto de proyecto.** En la búsqueda de un inversor hay dos conceptos fundamentales que enmarcan el tipo de inversor: el tamaño (importe de la inversión) y los usos (residencial, hotelero, oficinas...). No hay generalidades que relacionen el tamaño y el uso con el perfil inversor. Las generalidades en este sentido son peligrosas por la amplitud del campo en el que actúan. No obstante, daremos algunas referencias con la intención de identificar grandes grupos. Así, por ejemplo, proyectos de pequeño tamaño, inferiores a 5 millones de euros, estarían más dirigidos a inversores privados, mientras que proyectos de mediano tamaño, entre 5 y 20 millones de euros, a *family office*. Asimismo, proyectos de carácter residencial están más dirigidos a inversor priva-

do, otros promotores o *family office*. Inversiones de mayor tamaño, por encima de 50 millones de euros y de carácter terciario estarían más dirigidas a fondos de inversión.

Aspecto del proyecto	Perfil inversor
Proyectos < a 5 millones de euros	Inversor privado
Proyectos < a 20 millones de euros	<i>Family office</i> , capital riesgo
Proyectos de carácter residencial	Inversor privado, otros promotores o <i>family office</i>
Inversiones > a 50 millones de euros y de carácter terciario	Fondos de inversión, capital riesgo, institucionales

3) **Aspecto financiero.** En este aspecto juegan la rentabilidad y el riesgo. Así, para las diferentes combinaciones de estos parámetros, que por lo general van al unísono: mayor rentabilidad supone un mayor riesgo y a menor riesgo, menor rentabilidad, juegan diferentes perfiles de inversor.

Así pues, los fondos de capital riesgo; fondos de inversión *family office*; institucionales o de pensión, actuarían de mayor a menor riesgo con rentabilidades exigidas en el mismo orden.

Los diferentes tipos de inversor mencionados en los anteriores ejemplos pueden actuar de diversas formas, tanto en aspectos de proyecto como en aspectos financieros. Con el objeto de ordenar las ideas, hemos generalizado y agrupado en diferentes conceptos el modo de actuar de cada uno de los grupos mencionados. No obstante, las individualidades que conforman estos grupos son muy numerosas y con criterios y estrategias dispares aun dentro de un mismo grupo. Por ello, el conocimiento individual de los actores es muy importante a la hora de plantear un proyecto de inversión.

Entre los diferentes grupos que actúan en proyectos de inversión inmobiliaria, podemos identificar los que podemos ver en la siguiente tabla:

Perfil inversor	Características
Inversores privados	Generalmente actúan en inversiones de pequeño tamaño con un riesgo poco diversificado y muy acotado como alternativa a inversiones financieras.
<i>Family office</i>	Con una diversidad amplísima de estrategia y tamaño. Por lo general actúan de manera individual o agrupados con otros <i>family office</i> gestionados por un profesional, con un mayor nivel de riesgo.
Fondos de inversión e institucionales	Más especializados por usos en los diferentes sectores de la actividad inmobiliaria (hotelero, oficinas, comercial...) con un alto grado de profesionalización interna. Estos conceptos hacen que puedan asumir un mayor riesgo por el conocimiento de mercado y, por lo general, amplia cartera de clientes corporativos e institucionales.
Fondos de capital riesgo	Fondos que actúan de una manera mucho menos sectorial y más oportunista. Basados en exigir grandes rentabilidades en operaciones de mayor riesgo.

Perfil inversor	Características
Fondos de pensiones	Fondos mucho más conservadores. Por lo general actúan en inversiones de gran tamaño, en diversos sectores, pero de riesgo bajo.
Otros	Aseguradoras, banca privada y de inversión.
Operadores y cadenas comerciales/empresariales	En proyectos multidisciplinarios, donde se contemplan una diversidad de usos; hotel, oficinas, centro comercial, viviendas; podemos financiar el proyecto vendiendo los diferentes activos a operadores finales; cadenas hoteleras, de alimentación, deporte, hogar, muebles, electrónica, etc.

Como conclusión, diremos que la búsqueda de capital inversor tiene tres puntos fundamentales:

- Definir el *equity* o necesidades de capital de manera real.
- Definir la estructura de composición del *equity*, basada en el control corporativo y capacidad de gestión.
- Identificar el capital inversor idóneo para nuestras necesidades de inversión en función de dos aspectos: proyecto y financiero. En el primer aspecto nos referimos al tamaño de la inversión y al uso (sector de actividad inmobiliaria), mientras que el segundo aspecto centraría el binomio rentabilidad-riesgo.

Con estos parámetros deberemos seleccionar el tipo de inversor por grupos, pero sobre todo, por la individualidad y características de cada uno de ellos.

## 2. La cadena de valor

El núcleo central en el diseño de una promoción inmobiliaria es el análisis de la cadena de valor. Análisis que centraremos en tres aspectos:

- Identificación de procesos (eslabones de la cadena).
- Destacar los aspectos relevantes de cada proceso.
- Aportar valor añadido para el mejor posicionamiento del proyecto.

Debemos aclarar que en un proyecto inmobiliario existen dos negocios totalmente diferentes, que comportan cadenas de valor diferentes en función del destino último del proyecto, venta o patrimonio.

En el caso de venta, nuestro análisis de diseño es el que denominamos **cadena de valor 1**, que abarca desde el **análisis y compra de suelo** hasta la venta del activo. Decimos venta del activo y no del edificio porque, en el final de la cadena 1, la construcción y venta de un edificio es una posibilidad de proyecto inmobiliario, pero también lo podría ser la venta de suelo con calificación urbanística (finalista) o urbanizado (listo para pedir licencia edificatoria). Asimismo, en el inicio de la cadena 1 podemos contemplar varias posibilidades, desde comprar suelo rústico para su calificación (dentro de las posibilidades urbanísticas) hasta la compra de edificios ya construidos para su rehabilitación y/o reclasificación. En cualquier caso, con independencia del inicio o final escogido, la totalidad de procesos forman parte de una misma cadena de valor.

En el caso de patrimonio, entra una segunda cadena de valor que denominamos **cadena de valor 2**, que abarca desde la fase de **explotación del activo** hasta su desinversión. Para una mayor identificación, a la cadena de valor 1 le pondremos el nombre de **cadena de valor promoción** y a la cadena de valor 2, **cadena de valor patrimonio**.

### Importancia de la tramitación y contratación de seguros

Antes de entrar en el análisis de cada cadena, haremos un paréntesis para destacar la importancia de la tramitación y contratación de seguros que nos acompañarán a lo largo de nuestra cadena. En este sentido, en un diagrama de procesos, intervendrían cuatro protagonistas y cuatro fases diferenciales en las que deberemos asegurar diferentes riesgos y responsabilidades.

	Inicio promoción	Encargo proyectos	Inicio obra	Entrega obra
Promotor	RC	RD		
Constructor			RC - TRC	
Dirección facultativa			D y O	
Cliente				Seguro continente contenido

RC: **responsabilidad civil**. La deben contratar tanto promotor como constructor, para asegurar daños a terceros derivados de su actividad.

RD: **responsabilidad decenal**. La debe contratar el promotor al encargo de los proyectos. Para contratar la RD, la compañía de seguros obliga a la contratación de una OCT (oficina de control técnico), que verificará el cumplimiento de la normativa en el proyecto y en los procesos constructivos.

El certificado de dicha OCT dará lugar a la extensión de la póliza de RD. Dicha póliza cubrirá principalmente la responsabilidad del promotor ante desperfectos derivados de fallos de estructura y de estanqueidad.

TRC: **todo riesgo construcción**. La suele contratar el constructor haciendo beneficiario al promotor. Dicha póliza responde ante daños y accidentes causados a propios y a terceros durante la construcción de la obra. En dicha póliza cabe la posibilidad de contratar franquicias para la reducción de la prima.

D y O: **dirección y obra**. La contrata la dirección facultativa, para asegurar su responsabilidad ante defectos en la construcción derivados del proyecto o de la supervisión en la dirección de obra.

Una buena cobertura en cada caso es absolutamente necesaria, pues los defectos y sus consecuencias pueden comportar importes de reparación o indemnización a terceros muy elevados. En este caso, aconsejamos la consultoría de un buen agente de seguros para las diferentes modalidades de contratación, pólizas cruzadas, por volumen, por geografía, etc., que puedan abaratar los costes de manera sustancial y con las mismas prestaciones.

Por último, no debemos olvidarnos de la responsabilidad de consejeros y directivos que la ley asigna en el desarrollo de la actividad empresarial. Por ello, es del todo necesario que dicha responsabilidad quede perfectamente cubierta con la correspondiente póliza para directivos, de lo contrario, estos responden personalmente con su patrimonio.

A continuación vamos a desarrollar el análisis de las diferentes cadenas de valor.

## 2.1. Cadena de valor promoción

En este apartado entraremos en el análisis pormenorizado de los aspectos mencionados en el apartado anterior:

1) **Identificación de procesos**. Este aspecto consiste en enumerar y definir cada uno de los procesos y de situarlos temporalmente.

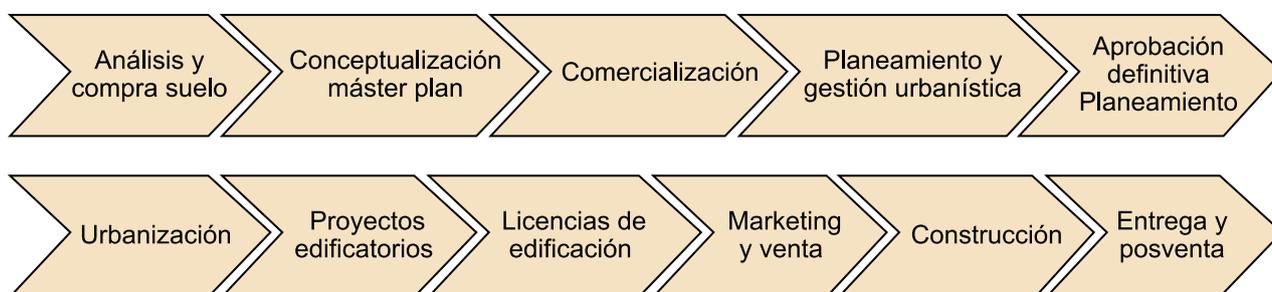
En este sentido, la situación temporal de cada proceso la haremos por el momento idóneo de iniciar el mismo. Esto que parece obvio es de gran importancia y se debe extremar la atención en la planificación y seguimiento de los procesos.

Así pues, hay procesos que son secuenciales y no comportan duda alguna, van obligatoriamente uno detrás de otro (por ejemplo, los proyectos son previos a las licencias y éstas a la construcción). Pero hay otros procesos que no son secuenciales, como la conceptualización, la comercialización y la venta. Estos procesos, por no tener un condicionante temporal, pueden desplazarse en el tiempo comportando graves consecuencias, tanto económicas como de plazo. Así, la conceptualización debería realizarse en paralelo a la compra de suelo e inmediatamente después, pero en muchas ocasiones, tras la compra del suelo, se realiza el planeamiento urbanístico, y después, los proyectos. Es en este

momento cuando se mezclan criterios de conceptualización de la promoción detectando aspectos del planeamiento en contradicción con nuestra idea de promoción (ubicación de usos, edificabilidades por uso, alturas reguladoras, accesos, disposición de zonas verdes, etc.).

En el mismo sentido, la comercialización en cuanto a estudios de mercado, consultas de expertos comerciales y contactos de principales operadores, debe realizarse en paralelo a la conceptualización e inmediatamente después para poder adaptar los proyectos a la potencial demanda. Por último, la venta debería iniciarse inmediatamente después de la obtención de licencias, pues los ingresos por ventas suponen la medida de autofinanciación del proyecto.

Hecho este preámbulo, pasamos a identificar la cadena de valor promoción como sigue:



## 2) Aspectos relevantes

- **Análisis y compra de suelo.** A este concepto dedicaremos todos nuestros esfuerzos y atención. Hay que tener en cuenta que el suelo es nuestra materia prima y que seguramente no estará disponible ni en la forma ni en el momento en que lo precisemos.

Adicionalmente, el mercado del suelo no es un mercado reglado. Los tenedores de suelo y los canales de comercialización son dispares. Así, entre los tenedores distinguimos entre los públicos y los privados. Los **públicos** generalmente ponen en el mercado el suelo a través de subastas o concursos o utilizan entidades paramunicipales para su promoción y venta.

Los **privados** son muy diversos: promotores, familias, empresas de diversos sectores, etc. Este último caso es muy frecuente y surge muchas veces del crecimiento urbano de las ciudades que absorben zonas industriales y empresariales, que en otra época formaban parte de los alrededores de la ciudad. Como consecuencia de ello, dichas industrias o empresas, bien por movilidad, bien motivadas por modificaciones en el planeamiento urbanístico, deciden vender su actual ubicación y trasladarse a polígonos industriales, en núcleos de mejor comunicación y servicios.

Pero si bien la propiedad del suelo es diversa, también lo son los canales de comercialización utilizados, basados en la intermediación con mayor o menor grado de profesionalización, que aportan muchas veces una información parcial para la toma de decisión de la inversión.

Así pues, un primer aspecto relevante es la **oportunidad**, basada en la ubicación, producto y plazo de desarrollo. Este es el aspecto más relevante, que está relacionado con la estrategia y conceptualización de nuestro proyecto.

Un segundo aspecto es la **información**. Información jurídica de titularidad y urbanística. Analizaremos cargas y gravámenes del suelo, dispersión de la propiedad y si hay otros propietarios que no participan en la venta. Evaluaremos la situación urbanística, estado del planeamiento y gestión urbanística y los procesos pendientes y plazos para su puesta en marcha.

El tercer aspecto relevante es el **precio**. Evidentemente, trataremos en este aspecto la viabilidad del negocio, necesidades financieras, análisis de sensibilidad riesgo-rentabilidad con diferentes hipótesis de producto, precio de venta y plazos (avance de ventas-obras).

Hemos relacionado los tres aspectos relevantes en la compra de un suelo y lo hemos hecho por orden de importancia o, mejor dicho, de descarte. Descartaremos un suelo si no cumple nuestra estrategia o concepto de proyecto. Si la cumple, analizaremos su situación jurídica y urbanística, que garantiza su realización, siendo esto, asimismo, un factor de descarte. Por último, si los dos anteriores aspectos son favorables, analizaremos la viabilidad económica de la operación.

- **Conceptualización y master plan.** En paralelo a la compra ya habremos realizado, aunque de una manera muy sintética, un análisis conceptual y de mercado del proyecto a realizar. Es en este momento cuando realmente ponemos las bases del proyecto; la conceptualización y el master plan. Definiremos, en la medida en que el planeamiento urbanístico nos permita, sobre todo si es un suelo en transformación, las comunicaciones, viabilidad interior, disposición de zonas verdes, volumetrías, alturas, orientaciones, ubicación de los diferentes usos, etc.

El aspecto más relevante es la definición del programa en cuanto al dimensionado de los diferentes usos de interrelación entre estos y el funcionamiento del conjunto, accesibilidad y circulación.

Evidentemente, cuanto menor flexibilidad tengamos en la definición del programa por venir marcado por la calificación del suelo, menos relevante es este eslabón de la cadena. En este caso, el máximo análisis está en la compra de suelo y en el encaje que nuestro proyecto tiene en la calificación del mismo.

- **Comercialización.** Ya dijimos en la introducción de este apartado que, inmediatamente después de la compra de suelo y tras unos primeros pasos en la conceptualización del proyecto (primero tenemos que tener claro lo que el suelo admite y nuestra idea de conjunto), debemos iniciar la comercialización, contactando con operadores y empresas especializadas en los diferentes usos, para incorporar en el master plan y en el planeamiento urbanístico los criterios y aspectos funcionales que se adapten a la demanda. La comercialización, si bien se inicia en este momento, continúa a lo largo de los procesos que le siguen hasta el inicio de la venta. Un aspecto rele-

vante de la comercialización es tener **equipos internos** que trabajen en colaboración con **equipos externos especializados** en los diferentes usos. Otro aspecto relevante en el sector terciario (oficinas, hoteles, comercial), es tener una buena agenda de **potenciales clientes** a los que integrar en el proyecto desde prácticamente su inicio.

- **Planeamiento y gestión urbanística.** En caso de que el suelo no sea finalista deberemos actuar con diferentes figuras del planeamiento (planes generales, planes parciales, planes especiales de mejora urbana, etc.). Asimismo, si el proceso reparcelatorio no está concluido, esto es, si no se han adjudicado a cada propietario de parcela aportada las parcelas de resultado acordes con el planeamiento y en función de sus derechos, deberemos actuar en la gestión urbanística según las diferentes figuras (compensación o cooperación).

Este es un proceso muy técnico y a la vez de gran trascendencia económica. El aspecto más relevante de este proceso es el **conocimiento preciso de la normativa y su tramitación**, ya que nos comportará los mejores aprovechamientos y ubicaciones en los plazos más cortos. Ello redundará naturalmente en mayores ingresos y/o menos costes de nuestro proyecto. Aunque el planeamiento es de orden estatal, hay portes del mismo que tienen carácter local y, más aún, ciertos aspectos de tramitación municipal y autonómica. Por ello es muy importante el conocimiento local del equipo redactor del planeamiento urbanístico.

- **Urbanización.** No merece gran comentario. Simplemente como aspectos relevantes indicar los mismos que diremos para la construcción: calidad, coste, plazo.
- **Proyectos edificatorios.** Es el momento de la verdad, la guinda del pastel. Lo difícil estará hecho (conceptualización, programas de funcionamiento y usos del conjunto, adecuación del planeamiento urbanístico), pero un mal proyecto puede llevar al traste todos los esfuerzos realizados. Aquí el promotor tiene que asumir nuevamente su papel. Debe definir el programa funcional, distribuciones internas, ratios y dimensiones de las zonas comunes, usos de las plantas bajas, calidades y carácter de la promoción (*target* al que va dirigido).

Un aspecto relevante de este proceso es la **colaboración entre el promotor y el equipo de arquitectura** y diseño, asumiendo cada uno su papel y responsabilidad.

- **Marketing y venta.** Como hemos dicho anteriormente, es el fin del proceso de comercialización que se inició con las primeras ideas de la conceptualización. Llegado este punto se habrán realizado ya los estudios de mercado segmentándolo y se habrá definido la demanda potencial, sus preferencias en cuanto a producto y sus capacidades en cuanto a precio. Realizaremos en este proceso la definición del argumentario de ventas, canales de comunicación, elementos publicitarios y punto/s de venta/s.

Asimismo, prepararemos toda la documentación para el cliente y el material para la venta (folletos, maquetas, soportes informáticos, etc.). Determinaremos el listado de precios y los documentos contractuales.

Un aspecto relevante de este proceso es la **comunicación**. Hacer llegar a nuestro público potencial el mensaje claro de posicionamiento de nuestro producto. Otro aspecto relevante es la imagen de nuestra compañía y la profesionalidad de nuestra **fuerza de ventas**. En este sentido los tres factores clave de nuestra fuerza de ventas son actitud, presencia y aptitud. El tercer aspecto relevante y fundamental es la determinación del **precio**.

- **Construcción**. Es un proceso muy competitivo. En función de la capacidad de gestión del promotor en el área de producción y de la complejidad del proyecto a construir, debemos tomar una primera decisión: contratación por partidas frente a contratación a constructora general. En el primer caso, adicionalmente, tendremos que valorar la responsabilidad legal asumida por el promotor en tanto que contratista general. En este sentido, evaluaremos nuestra estructura a nivel de técnicos del área de producción para la realización de estudios (estado de medianas, análisis constructivos, mejoras tecnológicas), compras (conocimiento del mercado de materiales y proveedores), pero sobre todo de obra (planificación, coordinación de contratos, control de los procesos constructivos y seguridad en obra). Si la estructura no es suficiente, lo mejor será optar por la selección de un contratista general. Asimismo, en función de la complejidad de la obra y nuevamente de nuestra capacidad, evaluaremos la conveniencia o no de contratar un *project manager*, que será el representante de la propiedad en el triángulo de relación promotor-arquitecto-constructor.

Un aspecto relevante es determinar de manera precisa los **materiales, procesos productivos** (en cuanto a ejecución y planificación) y los **recursos humanos** para objetivar y cumplir el equilibrio de calidad, precio y plazo. Asimismo, es un aspecto relevante la introducción de **mejoras tecnológicas** en los procesos constructivos.

- **Entrega y posventa**. La entrega comporta tres procesos: **legalización** de obras, actividades e instalaciones, **documentación** del proceso constructivo, planos *as built*, materiales, especificaciones y garantías, todo lo cual se recoge en lo que se denomina "el libro del edificio", que se entrega al cliente y, finalmente, **recepción del cliente**.

Este proceso, explicado aquí de manera muy simple, conlleva un proceso técnico-administrativo, de planificación, informes y visitas de obra para las diferentes inspecciones, en el que interviene un gran número de organismos e instituciones oficiales. Tras este proceso empieza el período de garantía y posventa, que es uno de los procesos más ingratos y mal resueltos.

La atención al cliente, el nivel de reclamación y protocolos de aceptación de los mismos y los procesos de reparación y subsanación de defectos comportan diferencias de criterios de solución comprometida.

Un aspecto relevante en la entrega es la planificación con suficiente antelación de los procesos de legalización de la construcción.

En la posventa, el aspecto relevante es la **recepción**. Una buena recepción con un acuerdo firmado por las partes de defectos a subsanar (salvo vicios ocultos) en un plazo, a ser posible de uso exclusivo, del promotor-constructor ayuda a disminuir procesos posteriores de reclamaciones interminables.

### 3) Valor añadido.

A continuación se puede ver un cuadro resumen del análisis de la cadena de valor promoción.

Identificación proceso	Aspecto relevante	Valor añadido
Análisis y compra suelos	<ul style="list-style-type: none"> <li>Oportunidad (ubicación, producto, plazo desarrollo)</li> <li>Información (jurídica, urbanística)</li> <li>Precio</li> </ul>	Estrategia clara. Procesos de análisis definidos. Rapidez en el análisis y en la toma de decisión
Conceptualización	<ul style="list-style-type: none"> <li>Definición programa</li> </ul>	Equipo pluridisciplinar interno promotor-técnico-comercial
Comercialización	<ul style="list-style-type: none"> <li>Equipos internos-externos</li> <li>Integrar potenciales clientes desde el inicio</li> </ul>	Conocimiento amplio inversores-clientes potenciales, comercializadores externos especialistas
Planeamiento g. urbanística	<ul style="list-style-type: none"> <li>Conocimiento normativa urbanística</li> </ul>	
Urbanización	<ul style="list-style-type: none"> <li>Calidad-coste-plazo</li> </ul>	
Proyectos edificatorios	<ul style="list-style-type: none"> <li>Colaboración promotor-arquitecto (asumir cada uno su papel)</li> </ul>	Aprovechamientos edificatorios conocimiento profundo del producto. Programa funcional
Venta	<ul style="list-style-type: none"> <li>Comunicación</li> <li>Imagen compañía Determinación precio</li> </ul>	Fuerza de ventas con gran formación y actitud positiva
Construcción	<ul style="list-style-type: none"> <li>Responsabilidad ética y profesional (seguridad)</li> <li>Equilibrio calidad-precio-plazo</li> <li>Mejoras tecnológicas</li> </ul>	Tecnología, ahorro energético. Materiales y procesos respetuosos con el medioambiente
Entrega y posventa	<ul style="list-style-type: none"> <li>Planificación entrega</li> <li>Recepción cliente</li> </ul>	Documentación, atención al cliente

## 2.2. Un aspecto integrador (conceptualización y diseño vehículo inversor)

La cadena de valor de promoción puede finalizar con la venta o continuar con la explotación en patrimonio del producto realizado. Incluso en la venta, el comprador puede destinar el inmueble a uso propio<sup>2</sup> o al arrendamiento del mismo.

<sup>(2)</sup>Caso general de la vivienda de primera residencia, edificio de oficinas corporativas o naves industriales para la explotación del negocio.

Tanto si es el promotor inicial como el comprador del bien inmueble quien destina este para su explotación en patrimonio, se produce una ruptura en el concepto de negocio, finalizando la cadena de valor promoción e iniciando la

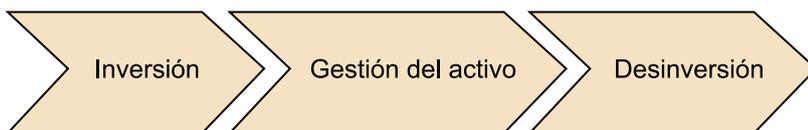
cadena de valor patrimonio. En este sentido, en algunas ocasiones, el promotor inicial del proyecto invita a participar a un grupo inversor con interés en la explotación del mismo. En la conceptualización y diseño del vehículo inversor que aglutine los intereses promotor-patrimonio, intervienen principalmente: el tipo de compañía promotor y del grupo inversor; el concepto y volumen del activo y las condiciones de salida (desinversión del activo). Definiremos entre otros, el tipo de sociedad, porcentaje del *equity*-deuda, porcentaje de los socios en el *equity*, momento y condiciones de entrada-salida de los socios (no tiene por qué coincidir), *fees* de gestión y los plazos de promoción (inversión-construcción) y explotación del activo.

Esta forma de involucrar a un grupo inversor en nuestro proyecto tiene especial interés en los casos de crecimiento (abordar varios proyectos o penetrar en diferentes países) o en momentos de crédito restrictivo, como el que afecta a España desde mediados del 2008. Adicionalmente, esta alternativa de financiación aporta sinergias en los diferentes campos de actividad de los socios y diversificación del riesgo. Incluso en momentos de un mayor acceso al crédito, es conveniente contemplar otras formas de financiación que aporten un mayor compromiso y apoyo profesional a nuestro proyecto y gestión.

### 2.3. La cadena de valor patrimonio

La cadena de valor patrimonio es mucho más simple que la de promoción. Aquí también analizaremos los mismos aspectos que en la cadena anterior.

#### 1) Identificación de procesos



#### 2) Aspectos relevantes

- **Inversión.** Es el proceso de selección y de determinación del precio del activo acorde con nuestro plan de negocio. En el caso de que el activo provenga de la fase de promoción, la inversión será el total de costes incurridos en esta.

Como vimos en el apartado "Cadena de valor promoción", en caso de que la inversión sea realizada por un tercero, este deberá haber iniciado los acuerdos con el promotor desde el momento de su conceptualización. En este proceso es relevante la determinación de la cuenta de explotación del negocio que vayamos a realizar con el activo. Como veremos en el punto siguiente, el activo lo podemos explotar en renta cobrando un alquiler o bien en gestión (contratando a un gestor especialista para la gestión de la actividad a desarrollar en el inmueble, por ejemplo, hotelera, y asumiendo nosotros la cuenta de explotación).

Asimismo, es relevante la planificación de los procesos de maduración y desinversión del activo.

Por último, pero no menos importante, es la decisión del nivel de apalancamiento y relación *equity*-deuda en aras a la rentabilidad del accionista sobre la inversión.

- **Gestión del activo.** Es el proceso fundamental por el que dotaremos de valor al activo inmobiliario y lo posicionaremos para la desinversión. Dicha gestión la podemos realizar en función de nuestras capacidades y complejidad de gestión del activo, bien por nuestros propios medios bien contratando los servicios de un gestor externo especialista.

Asimismo, en el caso de contratación de un gestor externo, en función del perfil de este y nuestra posición al riesgo, podemos establecer un arrendamiento del activo o el pago de unos *fees* para la gestión del mismo. En el primer caso, es el gestor quien asume el riesgo de explotación, en el segundo caso, nosotros.

Para una mayor claridad al respecto, veamos de manera sucinta, para diferentes usos, los sistemas de gestión que les son propios.

- **Residencial.** Gestión con medios propios o gestor externo (administrador de fincas). La gestión es en alquiler y en el caso de contratar a un administrador de fincas, este cobra unos *fees* de gestión.
- **Oficinas.** Gestión con medios propios o gestor externo. La gestión es en alquiler y para un edificio de un cierto volumen, multiusuario, lo más común es contratar a un gestor externo. El contrato de gestión comprende tres áreas: 1) **gestión administrativa** (emisión de facturas, gestión de cobros pagos, contabilidad, etc.), **gestión patrimonial** (mantenimiento del edificio en sus tres estadios: preventivo, correctivo y sustitutivo; compañías de servicios, seguridad, limpieza, legalidad actividad, seguros, etc.) y **gestión comercial** (comercialización del espacio vacante y recomercialización de contratos a vencimiento).
- **Hotelero.** Gestión con gestor especialista, generalmente una cadena hotelera. El contrato puede ser de arrendamiento o de gestión. En el primer caso, el propietario del hotel lo cede en arrendamiento al gestor, quien lo gestiona asumiendo el riesgo de explotación. En muchas ocasiones el tipo de alquiler es variable en función de los ingresos con una renta mínima garantizada. En el caso de gestión, el gestor cobra unos *fees* por la gestión integral de la explotación del negocio, siendo el propietario del inmueble quien asume el riesgo de explotación.
- **Centro comercial.** Gestión con gestor especialista. Como en el caso de las oficinas, el contrato de gestión es en tres áreas: **gestión administrativa, patrimonial y comercial**. En la gestión patrimonial es relevante el mantenimiento de las instalaciones, la limpieza y seguridad del centro. Asimismo, el ECOP (equipo coordinador de obras privadas) tiene especial importancia para asegurar el buen funcionamiento

del centro mientras se realizan reformas o cambios de marcas de los distintos comercios. En la comercialización es relevante la definición del mix comercial, el trato al cliente arrendatario apoyándolo en su gestión, el reglamento de régimen interno y maximizar la rentabilidad del centro con una activa acción comercial de marketing y comunicación, comercialización de zonas comunes, esponsorización, etc.

Estos aspectos los tendremos presentes a la hora de realizar el contrato de gestión estableciendo *fees* fijos por objetivos.

Observamos, pues, que los diferentes tipos de negocio necesitan de diferentes gestores con funciones en general comunes (gestión administrativa, gestión patrimonial y gestión comercial), pero de muy distinta aplicación con aspectos relevantes en la gestión específica para cada uso. Incluso dentro de un mismo uso, los conceptos como ubicación, tamaño y competencia comportarán diseños de gestión diferentes.

- **Desinversión.** La desinversión la debemos planificar con criterios de maduración del activo. Esto es, establecer el punto de recorrido en el que procederemos a la desinversión, en función del ciclo económico general, el relativo a nuestro negocio y el estado de maduración del mismo. El mejor momento para desinvertir será aquel en que nos encontremos en curva ascendente del ciclo económico general, pero sobre todo sectorial y en un proceso de maduración del activo no saturado, esto es, con expectativas de crecimiento de rentas o beneficios en la cuenta de explotación.

### 3) Valor añadido.

A continuación se puede ver un cuadro resumen del análisis de la cadena de valor patrimonio.

Identificación proceso	Aspecto relevante	Valor añadido
Inversión	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cuenta de explotación</li> <li>• Planificación de procesos (maduración y desinversión activo)</li> <li>• Apalancamiento (deuda-equity)</li> </ul>	Estrategia clara. Procesos de análisis definidos. Rapidez en el análisis y en la toma de decisión
Gestión activo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Renta – Gestión</li> <li>• Gestión (administrativa-patrimonio-comercial)</li> </ul>	Gestor profesional. Posicionamiento acorde a ubicación-tamaño-uso y competencia
Desinversión	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Planificación con criterios de ciclo económico y maduración del activo</li> </ul>	Determinación y seriedad en la fijación precio y canal de venta. No quemar producto. Venta activa

### 3. Análisis estratégico, operativo y económico de una promoción

#### 3.1. Toma de decisiones: las herramientas básicas necesarias

Los aspectos sobre los que tendremos que tomar decisiones para el diseño de una promoción inmobiliaria los podemos agrupar en tres niveles: estratégico, organizativo y operativo.

En el nivel estratégico decidiremos sobre el sector en el que actuar, orientación a la venta o gestión de patrimonio y enfoque de rotación frente al margen.

En el nivel organizativo tenemos dos aspectos a decidir: societario y de gestión.

Por último, el nivel operativo está centrado en la toma de decisiones en la cadena de valor. La toma de decisiones en el nivel estratégico y organizativo afecta al negocio y condicionará el diseño de la promoción inmobiliaria, pero como ya dijimos con anterioridad, la toma de decisiones en el nivel operativo, cadena de valor, es el verdadero núcleo del mencionado diseño y éxito de la promoción.

En los apartados siguientes ampliaremos lo visto hasta ahora sobre la toma de decisión de los niveles estratégico y operativo. El nivel organizativo ha sido tratado ya en apartados anteriores y no es objeto de una mayor ampliación.

##### 3.1.1. Nivel estratégico

El nivel estratégico comporta las decisiones sobre los puntos siguientes:

1) **Sector (uso) de actividad en el que actuamos.** Del sector (residencial, oficinas, comercial...) ya hemos hablado en repetidas ocasiones a lo largo del capítulo. Solamente vamos a insistir en dos aspectos:

- En la **flexibilidad** a tener en cuenta a la hora de determinar el sector estratégico donde vamos a actuar, ya que el mercado de oferta del suelo es un mercado dispar en el que los propietarios del suelo lo son de la totalidad o de una parte de un sector urbanístico y éste a su vez tiene una calificación de distintos usos definidos en el planeamiento. Esto dificulta comprar con criterios rígidos de uso específico, debiendo flexibilizar nuestra decisión a la inclusión de otros usos no tan estratégicos en aras a la oportunidad de compra.

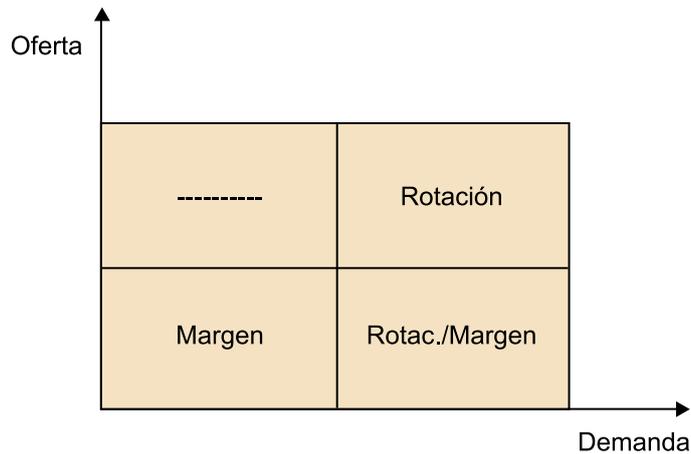
- En la **diversificación** frente a la **especialización**. Estas son dos salidas a las que podemos optar. Especializarnos, por ejemplo, en un único producto (vivienda social en alquiler, parque de medianas, parque de negocios, hoteles, polígonos industriales) o bien diversificar en proyectos multidisciplinarios. La especialización nos da ventajas competitivas, por nuestro mayor conocimiento en un determinado producto, de posicionamiento frente a inversores especializados y comporta un mayor riesgo ante ciclos sectoriales. La diversificación se adapta mejor a la oferta de suelo y tiene ventajas en cuanto a sinergias y ciclos sectoriales. Sinergias, porque la diversidad dentro de un mismo proyecto comporta un dinamismo conceptual que hace más atractivo el producto. Las ventajas también se producen en los ciclos sectoriales porque no tenemos concentrada toda nuestra oferta en un mismo sector.

**2) Orientación del producto para la venta o gestión en patrimonio.** La orientación del producto para la venta o gestión de patrimonio es una de las decisiones más relevantes que afectan tanto a la concepción del negocio como al diseño de la promoción. Referente a la concepción de negocio, muchos promotores han iniciado su trayectoria con operaciones de venta (promoción) y un proceso de transición a operaciones en patrimonio. Esto es así porque la venta nos proporciona mayores beneficios (caja) a corto, que nos permiten un mayor crecimiento, pero también con mayor riesgo que la gestión en patrimonio. Por su lado, el patrimonio requiere de un pulmón financiero mayor con retornos de la inversión, *pay-back*, mucho más largos, pero con un menor riesgo, siendo este finalmente un negocio recurrente. Aun siendo esta una decisión estratégica, nuestro nivel organizativo tiene una relevancia esencial.

Abriremos aquí un paréntesis para hacer una reflexión sobre dos conceptos del nivel organizativo (socios y capacidad de gestión), que deberemos tener en cuenta por la influencia que tienen en la toma de decisión de nivel estratégico. En este sentido, el nivel de decisión organizativo respecto a la composición societaria "compañeros de viaje", su capacidad económica y posicionamiento estratégico son factores determinantes en la toma de decisión. Asimismo y aún dentro de la concepción de negocio, la toma de decisión, venta o patrimonio, dependerán de nuestra capacidad de gestión, segundo aspecto que mencionamos en el nivel organizativo.

Un buen promotor no tiene por qué ser un buen gestor de patrimonio. Como ya dijimos, son negocios diferentes que precisan de estructuras con capacidad de gestión diferentes.

**3) Rotación frente a margen.** En el caso de que decidamos realizar una promoción en ventas, deberemos elegir, todavía a nivel estratégico, si buscamos rotación o margen. En este concepto intervienen los parámetros de oferta-demanda que podríamos representar según la siguiente figura:



### Observaciones previas a los comentarios de la figura

En primer lugar es evidente que los conceptos de rotación frente al margen varían sustancialmente dependiendo del uso. Así, por ejemplo, en el caso de un proyecto de hotel o centro comercial, la rotación frente al margen viene definida por la fase en la que ponemos a la venta el activo y por el comprador inversor a quien nos dirigimos. De manera general, para ambos casos podríamos distinguir tres fases y dos tipos de comprador/inversor.

Las tres fases son las siguientes:

- 1) Venta parcela
- 2) Venta parcela + construcción (llave en mano)
- 3) Venta del activo en explotación. Incluso en esta última podemos diferenciar tres sub-fases, en función del período de maduración:
  - Inicial (años 0-1)
  - Medio (años 2-4)
  - Final (año 5 y superior)

Generalmente, el mayor margen lo encontramos cuanto más avanzada es la fase de desarrollo. Si buscamos mayor rotación para obtener liquidez, venderemos en la fase 1 o 2 renunciando a una parte de margen.

Respecto al tipo de comprador/inversor, este es diferente en función de la fase. En la fase 1 podemos encontrar, principalmente, a otros promotores, cadenas hoteleras (en menor medida cadenas de centros comerciales) y de forma esporádica algún fondo de capital riesgo y *family office*. En la fase 2, principalmente, cadenas hoteleras y de centros comerciales y fondos de capital riesgo y de inversión. En la fase 3, principalmente, fondos de inversión.

En otro sentido valoramos la rotación-margen en los casos de residencial, oficinas (ventas por unidades) o naves industriales. En este caso la rotación viene determinada por la velocidad de venta que queremos imprimir al activo finalizado, aunque la venta se produzca sobre planos (u/mes o u/año) para una obtención más pronta de liquidez en detrimento de margen.

En segundo lugar, debemos observar que rotación y margen no son antagónicos. La búsqueda de rotación, desinversión rápida o en fases iniciales del activo, comportan por un lado una disminución del riesgo (ciclo, venta de expectativas). Por otro lado, los desvíos de inversión son mucho menores y porcentualmente los márgenes pueden ser incluso mayores que en fases más avanzadas. Por ello, la venta por rotación no tiene por qué comportar de manera sistemática una renuncia a una mayor rentabilidad. Nuestra estrategia de rotación frente al margen no será, pues, excluyente. Debemos analizar entre otros los aspectos ya comentados: coste de oportunidad, liquidez, expectativas y momento del ciclo.

A partir de la figura oferta-demanda podemos ver que se dan tres situaciones distintas:

- En las áreas de **gran demanda** generalmente también la **oferta es amplia** y difícilmente se trata de operaciones de margen. En este segmento, nuestros esfuerzos de posicionamiento del producto tienen que ser por rotación. Buscar la diferenciación de algún concepto (diseño, ubicación, prestaciones, forma de pago) y ajustar en el precio para conseguir la rotación deseada.

Ejemplos de este segmento serán viviendas de renta libre dirigidas a rentas medias-bajas.

- Un caso singular presenta lo que denominamos un **nicho de mercado**, donde se produce una **demanda considerable** con un **mercado de oferta muy reducido**. En este sentido, la relación rotación-margen nos vendrá marcada por las barreras de entrada en el nicho de mercado.

Si las barreras son altas (gran especialización, nivel de inversión elevado, etc.), podemos apostar más por el margen. En caso contrario, por la rotación, pues en breve tendremos otros competidores en juego.

Un ejemplo de este segmento serían locales comerciales en zonas exclusivas, como el Paseo de Gracia de Barcelona.

- Por último, está el caso de **poca demanda y poca oferta**. En un segmento de poca demanda difícilmente podremos optar por la rotación. Generalmente serán segmentos bastante exclusivos, de gran calidad y diseño, en los que podremos aplicar mayores márgenes con una salida más bien lenta del activo.

Un ejemplo de este segmento serían las viviendas de lujo.

### 3.1.2. Nivel operativo

El nivel operativo comporta toma de decisiones que afectan al proyecto:

- **Estratégico**, de conceptualización y posicionamiento. Es el más importante. No debemos disparar a todo lo que se mueve. Nuestra idea de negocio, capacidades, conocimiento de un determinado segmento y posicionamiento en éste, tanto en lo que respecta a administraciones públicas y profesionales del sector como a compradores e inversores, definen un ámbito de actuación tan amplio como queramos, pero concreto. El segmento o segmentos que respondan a todo lo anterior será nuestro posicionamiento estratégico en el mercado y a éste deberemos enfocar todos nuestros esfuerzos con flexibilidad, pero también con método selectivo a la hora de admitir a análisis de compra las diferentes propuestas de activos.

Tras ese primer aspecto fundamental en la toma de decisiones de nivel operativo, se analizarán y realizarán los aspectos urbanísticos, jurídicos y de viabilidad económica.

- **Urbanístico**, de proceso de calificación del suelo. En este aspecto atenderemos a dos conceptos: situación urbanística del suelo y proceso de gestión urbanística. El primero tiene que ver con el régimen de utilización del suelo. El segundo con la propiedad y desarrollo del mismo.

Estos conceptos los encontraremos siempre independientemente de municipios, autonomías, incluso países diferentes. Siempre habrá un sistema para la calificación del suelo en sus diferentes usos, edificabilidades, densidades, etc. Y otro para determinar la distribución de derechos (aprovechamientos) y obligaciones (cargas) entre los diferentes propietarios. Incluso en este último punto, aunque el propietario sea único, siempre será la Administración pública la que ostentará, en mayor o menor medida, derechos de aprovechamientos sobre suelos en procesos de transformación urbanística.

Así, respecto a la situación del suelo en España la ley define dos situaciones:

- Suelo rural
- Suelo urbanizado

Asimismo, define dos actuaciones de transformación:

- De urbanización: paso de suelo rural a urbanizado
- De dotación: para reajustar edificabilidades, usos y/o densidades

Respecto al proceso de gestión urbanística, podemos distinguir básicamente dos sistemas:

- De iniciativa pública
- De iniciativa privada

En ambos casos se trata de crear un órgano por adhesión de los diferentes propietarios, en el que se establezcan los criterios de reparcelación y asignación de las parcelas de resultado entre estos, los derechos y cargos derivados del proceso de transformación en función de las fincas de origen aportadas y los ajustes y compensaciones económicas, así como el programa de pagos acorde con el de transformación (urbanización).

Otros sistemas serían el de expropiación por parte de la Administración actuante y el de agente urbanizador, por el cual la iniciativa privada titular de un porcentaje mínimo del suelo (en Cataluña 25%) desarrolla lo que se denomina un programa de actuación integrada, por el que establece el equilibrio de derechos y obligaciones de los diferentes propietarios, en función de los aprovechamientos derivados del proyecto de transformación del suelo. Establecidos estos, propone el pago de los propietarios para realizar el proceso de transformación (proyectos de urbanización, reparcelación y ejecución de las obras de urbanización), bien en dinero bien en terrenos.

No nos extenderemos más en estos conceptos, pero esta pincelada nos sitúa en el nivel de toma de decisiones urbanísticas, que podemos resumir en la evaluación de los tiempos, costes y dificultades en los procesos de transformación, así como los derivados de la titularidad del suelo.

- **Jurídico**, de titularidad cargas y otros aspectos legales. Este concepto hace referencia a la titularidad y cargas que el activo tiene. En este sentido analizaremos los embargos, cargas hipotecarias, derechos de terceros, servidumbres, copropietarios e indivisos, etc.

En los países desarrollados, la seguridad jurídica que da el registro de la propiedad es total. No así en países en vías de desarrollo en los que no existan o sean de reciente creación dichos registros de propiedad.

- **Económico**, de viabilidad de la operación. Dedicaremos más adelante un apartado al análisis detallado del estudio de viabilidad. No obstante, en la toma de decisiones muchas veces no tendremos todos los datos objetivos necesarios (cargas, plazos, edificabilidades, etc.) y mucho menos datos más subjetivos referentes a la situación de mercado actual y en el momento en que el activo en estudio esté listo para su comercialización. Así pues, dicho estudio lo realizaremos con todos los datos objetivos que tengamos y evaluando por ratios e hipótesis de trabajo el resto de datos pendientes. Esta identificación de datos e hipótesis la minimizaremos mediante un estudio de sensibilidad. En este sentido escogeremos aquellos parámetros sobre los que las hipótesis tengan una mayor variabilidad y que sean fundamentales para nuestro análisis y haremos diferentes supuestos. Estos supuestos deberán atender a situaciones pesimistas o desfavorables, objetivas o más probables y optimistas.

Es importante no caer en procesos analíticos complejos y excesivamente detallistas que la experiencia demuestra que, sobre todo en nuestro sector, no son eficaces en función de los márgenes que adoptamos en la toma de decisiones.

Es importante no caer en aquello que decimos de forma coloquial: "que el análisis no nos lleve a la parálisis".

Es mucho más eficaz un buen análisis de sensibilidad que nos dé un detalle suficiente a la vez que una visión más amplia del espectro de viabilidad económica en el que nos situaremos en función de situaciones favorables y adversas.

Cuatro son los parámetros que siempre estarán sometidos a una cierta variabilidad: el **precio**, el **ritmo de ventas**, el **coste** y el **plazo de ejecución**. Adicionalmente, si estamos en proceso de transformación urbanística podrán ser parámetros variables las edificabilidades, las densidades y los usos. Además, la variabilidad de cada uno de ellos será diferente en función del proceso urbanístico, ubicación y consolidación del área de desarrollo del proyecto.

El estudio de viabilidad tiene, pues, el gran reto de establecer los parámetros variables mínimos y fundamentales y con las correctas gamas de va-

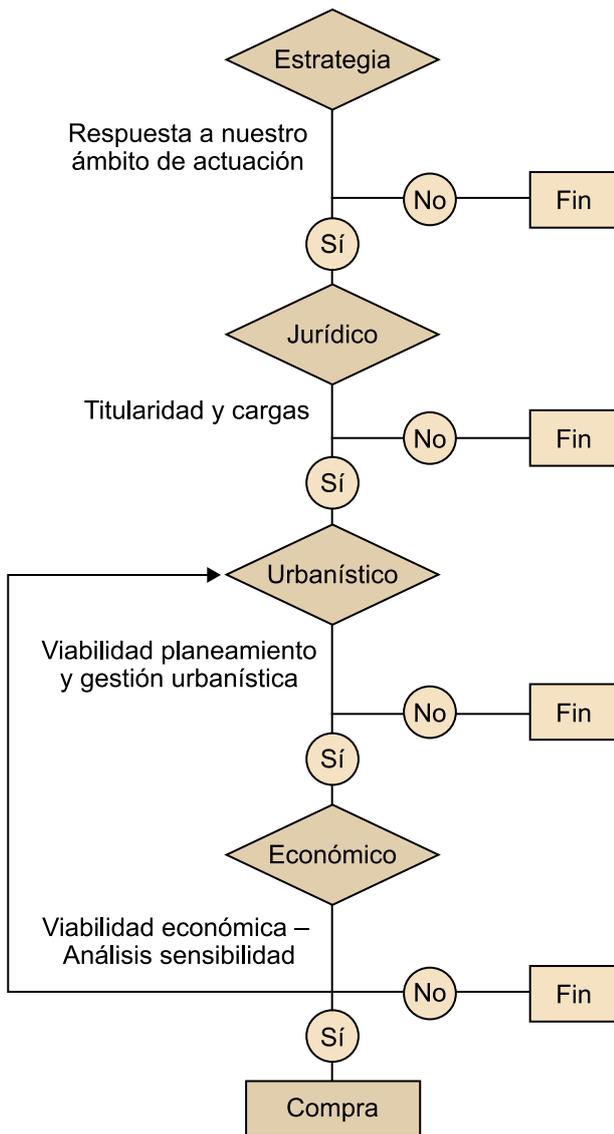
riabilidad. Un exceso de parámetros con amplias gamas de variabilidad hace muy difícil un posicionamiento en la toma de decisiones.

En la toma de decisiones en el nivel operativo estableceremos un orden lógico para actuar con la mayor eficacia. Para establecer dicho orden actuaremos con criterios primero de exclusión y segundo de facilidad de análisis. En ambos casos el orden es coincidente: estratégico, jurídico, urbanístico y económico. Quizás los aspectos urbanístico y económico pudieran ser, según el caso, intercambiables.

El análisis de orden descendente sería el siguiente:

- **Estrategia.** Ver si el activo responde a nuestro ámbito de actuación. En caso afirmativo, pasamos al jurídico, en caso contrario, fin del análisis.
- **Jurídico.** Tenemos la titularidad y cargas claras y nos dan garantías jurídicas del activo en estudio. En caso afirmativo, pasamos al análisis urbanístico; en caso contrario, fin del análisis.
- **Urbanístico.** Analizaremos la situación del suelo/activo y en su caso, las actuaciones de transformación a suelo urbanizado. Asimismo, analizaremos los compañeros de viaje, copropietarios y su voluntad o no de desarrollo del planeamiento y en caso desfavorable, su capacidad de parar el proceso. En caso favorable, concluiremos la viabilidad urbanística y pasaremos al análisis económico. En caso contrario, pondremos fin al análisis.
- **Económico.** Por último analizaremos la viabilidad económica y la sensibilidad. En este punto podrá darse que dicha viabilidad estuviera en los límites de aceptación. Si esto ocurre en una operación de transformación de suelo y los parámetros que comportan dudas son los referentes a las hipótesis sobre el resultado de planeamiento urbanístico (edificabilidades, usos, densidades), recomendamos un segundo análisis con mayor detalle de los aspectos urbanísticos.

En el supuesto que finalmente la viabilidad económica sea favorable, realizaremos la compra del activo.



### 3.2. Estudio de mercado, conceptos clave

El diseño de una promoción, en concreto en lo referente al programa de marketing, tiene su aspecto relevante, como hemos dicho ya en repetidas ocasiones, en la conceptualización. Esta estará, en gran medida, condicionada por los resultados derivados del análisis de oferta y demanda. El objetivo de dicho análisis será, por un lado, ayudarnos a la segmentación del mercado, esto es, describir y diferenciar a nuestros clientes potenciales. Por otro lado, nos aportará datos referentes a las características de los proyectos, lo que nos ayudará en la conceptualización y posicionamiento de nuestro proyecto.

Los parámetros que influyen en la oferta y la demanda y las previsiones futuras son distintos según los sectores. Todo ello comporta una segmentación diferencial por sectores y definir, en función de esto, un posicionamiento claro y competitivo de nuestro proyecto. En este punto habremos cerrado el círculo llegando de nuevo al punto donde iniciamos este párrafo, la conceptualización acorde con este posicionamiento.

Así pues, analizaremos en los siguientes apartados los aspectos diferenciales en el estudio de mercado según los sectores de actuación y los conceptos para la segmentación y el posicionamiento. Finalmente, y de forma breve por haberse tratado ya en repetidas ocasiones, pero a modo de cierre del círculo, casaremos posicionamiento y conceptualización.

### 3.2.1. Oferta y demanda

Para el estudio de la oferta y la demanda deberemos determinar los parámetros que son necesarios y nos darán información relevante a dos niveles: **sectorial** y **de proyecto**. La información sectorial la tendremos a través del conocimiento de la evolución y tendencia de algunos **parámetros macroeconómicos**. Son parámetros que nos ayudan más a determinar niveles de riesgo y oportunidad que referencias conceptuales de nuestro proyecto.

La información de proyecto la tendremos a través de datos más descriptivos que bajarán más al detalle y que focalizaremos en tres aspectos: ubicación, producto y precio.

1) **Respecto a la oferta**, los parámetros macroeconómicos que seleccionaremos serán los de mercado. Básicamente son dos los parámetros a analizar: **stock** y **precio**. El parámetro relevante es el stock. El precio del stock nos servirá como referencia, pero el precio que realmente tendremos en cuenta es el de tendencia de la demanda.

El stock como concepto amplio lo determinaremos por tres parámetros o fases: unidades pendientes de venta, unidades iniciadas, en ejecución y unidades en proyecto. La tendencia es lo más importante, por eso analizaremos la evolución del stock de años anteriores y previsiones futuras.

Como datos de proyecto en la oferta buscaremos información de lo siguiente:

- El stock en el **área geográfica de influencia** de nuestro proyecto.
- La **tipología del stock** en dicha área: infraestructuras, transportes, superficies, calidades, etc.
- El **precio del stock** en nuestra área de referencia. Se debe insistir en que el precio del stock lo tomaremos como referencia. Para las consideraciones sobre el precio es mucho más correcto evaluar el precio de demanda actual, la evolución pasada, así como, sobre todo, la tendencia a futuro. La reacción y adecuación de los precios de stock al precio de mercado es lenta, sobre todo en mercados a la baja. Los precios medios de stock son más altos que los precios de venta real en un mercado a la baja y al contrario, en menor medida, en un mercado al alza.

2) **Respecto a la demanda**, los parámetros macroeconómicos son de cuatro tipos: de mercado, demográficos, económicos y financieros.

Los parámetros principales de cada uno de ellos son los siguientes:

- **Mercado:** transacciones, ocupación, absorción neta, tipo de inversor, precios.
- **Demográficos:** evolución de la población, nivel de renta, inmigración-emigración, movimientos estacionales, población extranjera, turismo.
- **Económicos:** evolución y tendencia de PIB, IPC general-sectorial, flujos de inversión, rentabilidad activos, tasa de empleo, endeudamiento familias-empresas.
- **Financieros:** evolución y tendencia de tipos de interés, niveles de crédito y préstamo hipotecario, acceso al crédito, riesgo país.

Los parámetros referenciados son suficientemente explícitos y no daremos más explicación al respecto. Tan solo cabe aclarar la diferencia en los parámetros de mercado, entre transacciones, ocupación y absorción neta. Estos parámetros, aunque extrapolables a cualquier uso, se utilizan de manera particular en el mercado de oficinas.

Cuando hablamos de transacciones nos referimos a todas las operaciones de inversión realizadas independientemente de las desinversiones realizadas de otros activos del mismo uso durante un determinado período. La absorción neta realiza un balance entre metros ocupados y desocupados. Así, la absorción neta durante un determinado período se calcula como el stock inicial (superficie vacía al inicio del período) más la superficie de nueva construcción puesta al mercado durante el período de cálculo, menos el stock final (superficie vacía al final del período). Estos conceptos nos dan información sobre el dinamismo del mercado.

Como datos de proyecto, los mismos que para la oferta, pero esta vez referenciados a la demanda:

- **Detalle de la demanda** en el área geográfica de influencia de nuestro proyecto.
- De la **tipología de demanda** en nuestra área de influencia.
- De la **evolución** y sobre todo tendencia del **precio de demanda** en lo referido al área de influencia. En este punto debemos hacer dos observaciones respecto a la selección de parámetros.

Una primera observación es en cuanto a los parámetros macroeconómicos considerados en el análisis de oferta. Es cierto que en la evolución de la oferta intervienen también los aspectos demográficos, económicos y financieros. Así pues, una situación de crecimiento económico, con bajos tipos de interés en un mercado atractivo que capta inversión extranjera, anima a una mayor producción, pero en el mercado inmobiliario confluyen dos aspectos. En primer lugar, el nivel de inversión es elevado, y aun en un escenario de cambio de tendencia de algunos parámetros macroeconómicos, hasta que no hay un cambio en la demanda, no se produce la verdadera reacción de aumentar la producción. Es en este sentido un mercado con poca anticipación. En segundo lugar, el proceso de producción es lento y por tanto, también lo es la entrada de nuevos productos. Por ello, el análisis de stock (en su definición amplia) y demanda son suficientes para evaluar la oferta y su tendencia futura.

Una segunda observación es la relativa a los criterios básicos a tener en cuenta a la hora de analizar los parámetros macroeconómicos y datos del proyecto. Estos criterios básicos son tres: selección según el uso, localidad, tendencia. Ampliamos esta definición con algunos ejemplos.

**1) Selección de parámetros según el uso.** Para cada uso analizaremos sólo aquellos parámetros que realmente inciden, aportan información sobre dicho uso. Así, por ejemplo, en el uso residencial de primera vivienda es importante la evolución de la población general, pero sobre todo local, y no lo es el parámetro de movimientos estacionales y turismo. Como parámetro económico, es importante el crecimiento del PIB y más importante la evolución del IPC del sector residencial o el tipo de interés y acceso al crédito. Por el contrario, es poco relevante, al ser un bien de primera necesidad, la rentabilidad de activos.

Otro ejemplo podría ser que, para el uso de oficinas, la demografía tiene un interés relativo, mientras que no así la rentabilidad de activos como parámetro económico o el riesgo país en el que se fijan los clientes potenciales de este uso, fundamentalmente fondos de inversión.

**2) Localidad de parámetros.** Esto es, la referencia del dato/parámetro macroeconómico al área geográfica de influencia de nuestro cliente potencial. Así, por ejemplo, la utilidad de parámetros demográficos sobre población para uso de centro comercial o primera residencia se ciñe a un radio de 10, 15 o 30 km. En cambio, para segunda residencia u hotelero turístico, es mucho más disperso, siendo los parámetros demográficos relevantes los de movimientos estacionales, población extranjera y turismo referidos a aquellas áreas geográficas, nacionales o internacionales de influencia de nuestro proyecto. Idéntica consideración tiene el nivel de renta, parámetro que para uso residencial de primera vivienda o comercial debe estar referenciado al área de influencia. Otros parámetros como el PIB, el IPC o el tipo de interés son más generales y menos dependientes de la localidad.

**3) Tendencia.** Como hemos dicho en tantas ocasiones, el producto inmobiliario tiene un proceso largo de proyectos, trámites y construcción. Por tanto, lo relevante del parámetro es la tendencia en el medio plazo.

En resumen, el estudio de oferta y demanda nos aportará información en cuanto a riesgo-oportunidad, producto-precio, cliente-beneficio demandado.

En este sentido, en grandes líneas podemos identificar para cada sector en el área de influencia y para los diferentes parámetros:

<ul style="list-style-type: none"> <li>• De mercado oferta-demanda               <ul style="list-style-type: none"> <li>– Tasa disponibilidad (stock)</li> <li>– Demanda producto</li> </ul> </li> </ul>	→ → →	Capacidad de absorción (saturación del mercado) Tipología del producto Tipología de cliente (inversor)
• Demográficos	→	Capacidad cliente potencial. Población-Cliente
• Económico	→	Capacidad real, escenario
• Financiero	→	Potencial de desarrollo Acceso crédito-Posibilidad potencial inversión

### 3.2.2. Segmentación y posicionamiento

La información obtenida por el estudio de la oferta y la demanda es información que deberemos ordenar y procesar con tres objetivos claros:

- Ver la viabilidad del proyecto, es decir, analizar las posibilidades de nuestro proyecto, en función de la saturación-absorción del mercado.
- Definir a nuestros clientes potenciales, es decir, la segmentación.
- Detectar los beneficios demandados por los clientes al proyecto, es decir, el posicionamiento.

Decíamos precisamente al principio del capítulo que el análisis de la oferta y la demanda nos ayudaría a segmentar el cliente potencial y a posicionar el producto que casaremos con la conceptualización del mismo, creando el círculo para el diseño de una promoción, en concreto, el diseño del programa de marketing. Pues bien, claramente hablamos de ciclo y no de proceso lineal.

Iniciamos el ciclo en la estrategia de nuestra empresa y posicionamiento de nuestro proyecto. A continuación realizamos el estudio de la oferta y la demanda. Este nos da información a los niveles mencionados anteriormente; viabilidad de nuestra estrategia inicial, identificación de cliente y requisitos del producto (beneficios demandados por el cliente). Con esta información redefinimos el producto, conceptualización y posicionamiento. Finalizado este punto, iniciaremos el proceso del mix de marketing o conjunto de actividades que comprende el programa de marketing relacionado con el producto, canales y estrategia de comunicación y precio<sup>3</sup>.

<sup>(3)</sup> Este tema no será tratado en este módulo.



## Segmentación

La manera de segmentar el mercado en el sector inmobiliario no es única, depende del segmento-uso del activo, del objetivo de la promoción, venta-patrimonio, así como de condicionantes empresariales, principalmente referidos a nuestras capacidades.

Empezaremos por referirnos al objetivo de la promoción para continuar por la segmentación según el uso. Finalmente, expondremos los condicionantes empresariales en la segmentación que nos dará pie a conectarlo con el posicionamiento.

En la segmentación tendremos que distinguir claramente si nuestro producto es finalista, venta o en gestión, ya que la definición y diferenciación del cliente es totalmente distinta. En el primer caso nuestro cliente potencial es el inversor. En el segundo caso nuestro cliente es el usuario. La selección de parámetros en el estudio de oferta y demanda se realizará pues con estos criterios.

Un ejemplo ilustrará mejor lo que queremos decir. En el sector de oficinas, si nuestro objetivo es el arrendamiento, nuestro cliente potencial son las empresas de diferente tamaño: multinacional, nacional, profesionales liberales, autónomos, administraciones, corporaciones, etc. Por el contrario, si nuestro objetivo es la venta del edificio de oficinas, nuestro cliente potencial lo encontramos en el mercado inversor, institucional, corporativo, familiar, etc.

En la segmentación de nuestro cliente inversor (venta edificio) analizaremos parámetros de mercado como transacciones, volumen de inversión, tipo de inversor (institucional, corporativo, familiar), procedencia del inversor nacional-extranjero y económicos como rentabilidad del activo (*yield*).

Con otros criterios para nuestro cliente usuario (arrendamiento) analizaremos parámetros de mercado como SBA medias (superficie bruta alquilable), renta, períodos de contratación y económicos como endeudamiento-esfuerzo empresarial, crecimiento sectorial.

De mayor coincidencia será el análisis de datos de proyecto necesarios en ambos casos, inversor-usuario con evaluación de datos similares como, por ejemplo, calidades, servicios, transportes, instalaciones, etc.

Así pues, la manera de segmentar en el caso de cliente inversor podría ser:

- Capacidad inversor (tamaño de la inversión)
- Procedencia geográfica (nacional-extranjero)
- Tipología de inversor (institucional-corporativo-*family office*)

Mientras que para el cliente usuario podría ser:

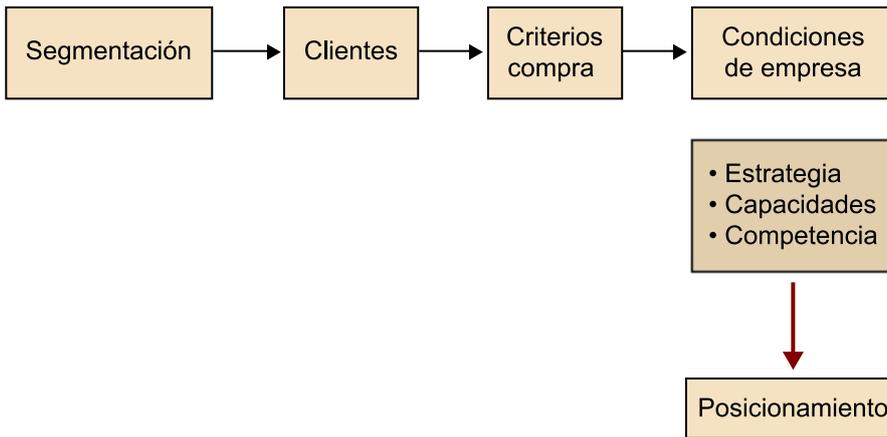
- Tipología empresarial (multinacional, nacional...)
- Tamaño empresarial (grande, mediana, pequeña)
- Sector de actividad

Asimismo, la manera de segmentar, según uso del activo, también es diferente. Hemos visto en el párrafo anterior los criterios de segmentación en caso de oficinas, criterios totalmente diferentes a los que utilizaremos por ejemplo en el mercado residencial de primera vivienda. Así pues, en este caso, la segmentación de mercado podría realizarse según los siguientes criterios:

- Demográficos (unidad familiar, edades, ingresos)
- Estatus (nivel social, estilo de vida)
- Ámbito geográfico (área de influencia del proyecto, barrios)

## **Posicionamiento**

El posicionamiento o imagen que queremos trasladar a nuestros clientes potenciales será el resultado de atender a la secuencia de segmentación, criterios de compra y los condicionantes de empresa.



En el sector inmobiliario, la marca juega un papel importante, pero no tanto como en otros sectores. Por orden de importancia situaremos en primer lugar el **proyecto** (concepto, ubicación, producto, precio). En segundo lugar, el **track records** (experiencia en otros proyectos similares) de la empresa y, en tercer lugar, los **profesionales y colaboradores** que desarrollan el proyecto. La **marca** ocuparía un cuarto lugar. Si bien es cierto que la marca aglutina, entre otros conceptos, la experiencia de sus proyectos y capacidades de sus profesionales, estos, en sí mismos, son de mayor impacto que la propia marca. Por ello, segmentado el mercado e identificados los criterios de compra, nuestros mayores esfuerzos respecto al posicionamiento se centrarán en transmitir a nuestros clientes las ideas claras y concisas respecto a la aportación de valor en cuanto a proyecto, experiencia y colaboradores. Dicha aportación de valor deberemos situarlo en el marco de nuestros competidores con argumentos clave que apoyen nuestro valor diferencial.

### 3.2.3. Conceptualización

El diseño de una promoción inmobiliaria tiene su aspecto fundamental en la conceptualización. Como vimos cuando tratamos la cadena de valor, la conceptualización la situamos justo después de la compra de suelo y se mantiene viva hasta la realización del proyecto de arquitectura. Este mantenerse viva responde a que los condicionantes (*inputs*) que vamos recibiendo durante el proceso de diseño, los iremos incorporando a los aspectos a tener en cuenta en el desarrollo del proyecto (*outputs*). Así pues, en el proceso de conceptualización distinguimos dos bloques: condicionantes y aspectos de desarrollo del proyecto.

Entre los **condicionantes** distinguimos tres:

- **Empresa**, en cuanto a estrategia, capacidades y competencia.
- **Urbanísticos**, derivados del planeamiento y gestión urbanística.

- **Cientes**, en respuesta a los beneficios o también al valor añadido y/o diferencial demandados.

Asimismo, dichos condicionantes marcan, como hemos visto en el apartado anterior, el posicionamiento como mensaje o idea clara que queremos que nuestros clientes retengan de nuestro proyecto. Pues bien, detrás del proceso de marketing que determinará el posicionamiento debe haber un producto/proyecto que dé respuesta y cumpla con las expectativas creadas al cliente. Por ello el posicionamiento de nuestro proyecto respecto a nuestros clientes objetivo es el último condicionante, *input*, a introducir en los aspectos de desarrollo de la conceptualización.

Estos **aspectos de desarrollo de la conceptualización** los podemos englobar en cinco:

- **Entorno.** Cómo se integra, qué aporta y de qué se beneficia nuestro proyecto respecto del entorno (transportes, equipamientos, sinergias con otros usos, etc.).
- **Programa.** Este dependerá evidentemente del uso. Así, por ejemplo, si es un proyecto residencial definiremos: número de habitaciones por vivienda y porcentaje de las mismas, superficies medias, criterio de viviendas (dúplex, pasantes, plantas bajas con jardín, áticos con terrazas, uso de las plantas bajas, superficies medias, etc.).  
Si es un proyecto de oficinas: tipo de despachos, open áreas, superficies medias, criterios de compartimentación, etc.  
En un proyecto comercial: comunicaciones verticales-horizontales, mix comercial, porcentaje de superficies pequeñas, medianas y grandes, ubicación por niveles y zonas del mix (restauración, hogar, lúdico, deportes, moda, etc.).
- **Eficiencia funcional.** Como aquellos parámetros que optimizan el consumo de metros y lo hacen eficiente y funcional (distribuciones, relación zonas comunes-zonas privativas, relación funcional y ubicación de los diferentes usos e instalaciones, accesibilidad-domótica-control para una gestión y mantenimiento eficaz del edificio, etc.).
- **Diseño y calidades.** Como respuesta a criterios generales de funcionalidad, aprovechamiento energético, medioambientales y particulares de notoriedad, modernidad, etc.  
En cuanto a calidades, definir los estándares mínimos de calidad (alturas, instalaciones, acabados, materiales, espacios, anexos de servicios, luminosidad, etc.).
- **Precio.** Como condicionante en la conceptualización del proyecto, tenemos que diseñar con criterio de precio objetivo, referenciado a la superficie de venta. Así pues, no sólo los criterios de diseño arquitectónico, calida-

des e instalaciones afectan al precio sino también la relación de superficie construida y superficie de ventas.

La conceptualización, pues atendiendo a los condicionantes y aspectos de desarrollo del proyecto son el colofón en el éxito o fracaso de nuestro proyecto.

Podríamos concluir este apartado diciendo que la clave del éxito de nuestro proyecto está en realizar un estudio de mercado eficaz, seleccionando parámetros y datos relevantes que nos aporten información sobre oferta y demanda. Dicho estudio de mercado nos permitirá realizar una segmentación de mercado y establecer los criterios básicos de posicionamiento que serán en todo caso ratificados y reforzados por una conceptualización acorde a las expectativas creadas a nuestro cliente objetivo.

### **3.3. Análisis económico: financiación, viabilidad, inversión**

Trataremos este aspecto desde el punto de vista de la valoración económica que se realiza en la práctica. Así, desarrollaremos el análisis económico en tres aspectos:

- Valoración de la viabilidad del proyecto a través del análisis de la cuenta de resultados en términos de margen, habitualmente margen sobre ventas.
- Determinación de la necesidad financiera, como suma de capital más deuda, derivado del análisis dinámico de *cash-flow*.
- Análisis de la inversión en términos de rentabilidad del proyecto y del accionista.

Antes de entrar en el análisis económico y con el objeto de familiarizarnos con los conceptos empleados en el sector inmobiliario y para que a su vez nos sirvan de referencia a la hora de evaluar los costes financieros en el estudio de viabilidad, expondremos algunos aspectos de la financiación, entendiendo ésta como deuda bancaria.

Tras este apartado desarrollaremos el estudio de viabilidad y determinación de la necesidad financiera en las dos fases de promoción y explotación.

Finalmente, realizaremos el análisis de la inversión en términos de rentabilidad según diferentes hipótesis introducidas en un análisis de sensibilidad.

### 3.3.1. Financiación

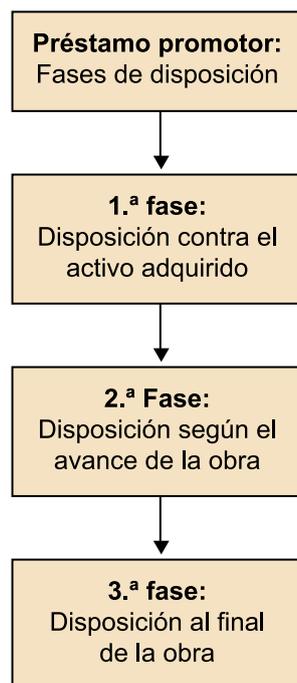
En este punto trataremos la financiación, tal como hemos mencionado anteriormente, como deuda bancaria en el escenario del sector inmobiliario respecto a la concesión del crédito/préstamo, las condiciones de concesión del crédito/préstamo y las garantías solicitadas.

#### Concesión de financiación

Distinguiremos dos situaciones según sea para promoción o para explotación del activo.

En el caso de promoción nos encontramos dos fases:

- Inversión inicial de compra del activo (suelo o construcción a reconstruir o rehabilitar). En este caso, lo más habitual es solicitar un crédito puente de garantía hipotecaria del propio activo, generalmente acompañada de garantía adicional de la propia compañía.
- Inversión para el desarrollo de la promoción. En este caso, el tipo de financiación es la denominada **préstamo promotor**, que es un préstamo hipotecario cuya disposición se realiza en tres fases. Una primera fase de primera disposición contra el activo adquirido. En el caso de haberse concedido previamente un crédito puente, se cancelará éste con la concesión del préstamo hipotecario y las cantidades entregadas se asimilarán a la primera disposición. Una segunda fase de disposición según el avance de obra. Por último, una tercera disposición al final de la obra.



Para la **financiación de un activo para su explotación**, el tipo de financiación es más diversa, siendo lo más habitual encontrarnos en una de las tres situaciones siguientes:

- Préstamo hipotecario
- *Leasing* (arrendamiento financiero)
- *Project finance*

Los dos primeros se basan en la garantía del activo. En el caso del **leasing**, por tener el pleno dominio la entidad financiera de *leasing*. En el caso del **préstamo hipotecario**, por la responsabilidad hipotecaria del activo. En el caso del **project finance**, la garantía se basa en el propio negocio. Por lo general se concede este tipo de financiación en proyectos cuya exposición al riesgo es mínima (concesiones, arrendamientos a administraciones públicas, arrendamiento a un único usuario de reconocido prestigio sectorial, etc.).

### **Condiciones para la concesión**

Intervienen en este punto cuatro aspectos a tener en cuenta: 1) las garantías y relación *equity*-deuda, 2) la tasación del activo y el estudio de viabilidad de la promoción, 3) las condiciones de disposición y devolución y 4) el tipo de interés y gastos/comisiones.

Los dos primeros aspectos hacen referencia a la evaluación del riesgo. Los dos segundos, a la acotación del mismo por las entidades financieras.

**1) Garantías y relación *equity*-deuda.** En este sentido, a mayor riesgo, más exigentes serán las condiciones de disposición (por ejemplo, en la relación *equity*-deuda, preventas exigidas previa a la disposición, etc.) y a mayor coste (suma de interés, diferencial, gastos y comisiones).

**2) Tasación del activo y estudio de viabilidad de la promoción.** Antes de la concesión de financiación, las entidades exigen una tasación del activo a financiar, que será el importe de referencia de la financiación que hay que conceder. Dicha tasación deberá ser realizada por una empresa calificada y homologada a tal efecto y que generalmente será nombrada por la propia entidad.

Desde la entrada en vigor de la nueva ley del suelo en España en el año 2008, muchas tasaciones se han visto alteradas de manera muy significativa. Así pues, el suelo que con la anterior ley se calificaba como urbanizable en una situación de planeamiento de mayor a menor consolidación y por tanto con derechos urbanísticos a efectos de tramitación, pero también de tasación, han pasado a ser, con la nueva ley, suelos rústicos con la consiguiente devaluación.

Podéis consultar el Real Decreto Legislativo 2/2008, de 20 de junio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Suelo, en línea.

En el caso de que la financiación se requiera para el desarrollo y ejecución de una promoción o para la explotación de ésta, las entidades requerirán un **estudio de viabilidad**, incluyendo balances, cuentas de resultados y generación de flujo de caja (*cash-flow*) previsionales en el período de desarrollo de la promoción. Al igual que la tasación, el estudio de viabilidad servirá como referencia del importe de financiación a conceder.

Podríamos decir, como idea a retener, que la tasación y el estudio de viabilidad de un activo/proyecto nos aportan los valores de referencia que, afectados de parámetros y ratios financieros sectoriales, determinan el importe a financiar con deuda. Estos importes se corregirán al alza o a la baja en función del ciclo económico, pero sobre todo, de las garantías empresariales.

Los **parámetros** y **ratios financieras** sectoriales mencionados, más comúnmente utilizados, son distintos en función del activo/proyecto a financiar; compra de activo (suelo, edificación a reconstruir-rehabilitar), proyecto de promoción y proyecto de explotación o compra activo para explotación.

En la compra de activo utilizamos la tasación como valor de referencia. Dicha tasación especifica el valor del activo a efectos hipotecarios. El importe de financiación resultará de aplicar sobre dicho valor un porcentaje de minoración. Este porcentaje de minoración será función de la garantía empresarial, del uso, capacidad de desarrollo y la liquidez del activo.

Un parámetro comúnmente utilizado es el **loan to value**, deuda sobre valor del activo. Así, para la compra de suelos urbanos o edificios para desarrollar, los valores de deuda se sitúan entre el 40% y el 60% del valor de tasación del activo.

En el caso de una promoción, los valores de deuda se referencian al estudio de viabilidad, más concretamente a la cuenta de resultados y de manera particular a la cifra de ventas. En este caso, los valores de referencia se sitúan entre el 60% y el 80% de cifra de ventas. Ahora bien, tan importante es el importe a conceder como las condiciones de disposición del mismo.

Así, en las condiciones de disposición, los valores de referencia se sitúan:

- entre un 10% y un 30% en primera disposición contra valor del activo y proyectos hasta el inicio de obra,
- entre un 40% y un 60% según el avance de obra, y
- entre un 20% y un 30% al final de la obra.

Asimismo, es práctica habitual, cada vez más, condicionar las disposiciones a un cierto nivel de ventas o proventas.

En el caso de explotación, los valores de deuda se referencian principalmente al análisis de balances, cuentas de resultados previsionales durante el plazo de concesión del crédito y de manera particular a las ratios de cobertura financiera, (BAIT/I) capacidad de pago de intereses, apalancamiento (deuda/BAIT) como riesgo de devolución de principal y generación de caja como dinero disponible para el pago de principal más intereses.

Es difícil, no obstante, dar valores de referencia, pues en el momento en que escribimos este módulo la situación de ciclo económico de las entidades financieras y del mercado (saturación) es tan difícil que sólo las empresas con garantías y solvencia empresarial tienen acceso al crédito y eso en condiciones sumamente conservadoras.

**3) Condiciones de disposición y devolución de deuda (*coventants*).** Como norma general, las condiciones de disposición estarán condicionadas a la aportación de *equity* y mantenimiento de una relación deuda-*equity* determinada.

En el caso de promoción, lo relevante son las condiciones de disposición. Estas vendrán marcadas por el avance de ventas y de construcción. Las condiciones de devolución se materializan automáticamente a la formalización de la venta. Es habitual establecer un período de carencia del pago de principal, período en el que sólo se pagan intereses y que suele establecerse entre 1 y 3 años en previsión del plazo de construcción y venta.

En el caso de explotación, lo relevante son las condiciones de devolución. En este sentido es habitual establecer como condiciones la relación deuda-*equity*, el valor del activo frente a la deuda, así como las ya mencionadas ratios de cobertura financiera y apalancamiento. La evaluación periódica de estas ratios condicionan la devolución total o parcial de deuda o corrección de *equity* con objeto de restaurar las ratios mencionadas.

**4) Tipo de interés y gastos/comisiones.** Los tipos de interés en el mercado inmobiliario suelen ser de tipo variable, referenciados a euribor. A dicho tipo de interés se aplica un diferencial *spread* en función del riesgo. Asimismo, en ciclos en los que se prevean correcciones al alza del tipo de interés, podemos acordar con las entidades fórmulas de cobertura del riesgo a variación del tipo de interés *swap*. No obstante, aconsejamos analizar muy bien dichas fórmulas y los parámetros de referencia que utilizan antes de optar por ellas.

En el análisis de viabilidad, al evaluar los costes al servicio de la deuda, deberemos contemplar, aparte del interés (tipo de referencia más *spread*), los gastos y comisiones que aplican las entidades. Entre otros, los gastos de constitución, tasaciones y estudio y las comisiones de apertura, mantenimiento y cancelación.

### **Garantías**

Este es un punto realmente difícil de generalizar. Tal como hemos dicho en párrafos anteriores, los importes de deuda a conceder se evalúan con parámetros medibles y objetivos, y las condiciones de disposición y devolución se evalúan acordes con las capacidades de pago de principal e intereses. No obstante, dichos parámetros tienen una cierta subjetividad. En el caso de la compra de un activo para desarrollar o en la inversión de un activo para su explotación, las entidades financieras tienen mayor fiabilidad en la valoración de los mismos por el valor liquidativo de estos o, en el caso de explotación, por la generación de ventas. Ahora bien, en el caso de promoción, si bien el préstamo se dispone en función principalmente del avance de la construcción, el valor liquidativo de este, en caso de no financiación, es mucho más incierto. Por ello, finalmente las entidades nos van a pedir más garantías, que serán más o menos exigentes en función del *equity* (lo que la empresa está dispuesta a arriesgar en el proyecto), la solvencia e historial de la empresa, el tipo de proyecto y el ciclo económico.

### **3.3.2. Estudio de viabilidad**

Hecho este repaso de tipos de productos financieros más comunes y criterios utilizados en la concesión de deuda, las condiciones de concesión y garantías solicitadas, vamos a analizar a continuación uno de los documentos principales que, con diferente detalle, nos acompañará durante todo el proyecto, el análisis de viabilidad.

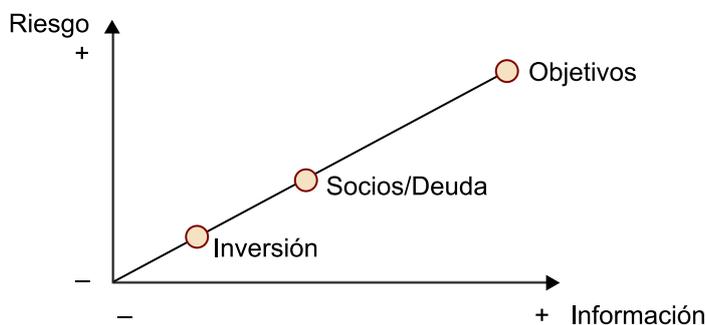
### **Estudio de viabilidad y toma de decisiones**

El estudio de viabilidad es la herramienta que, junto con el análisis de inversión, nos permite tomar decisiones a nivel económico. Estas decisiones afectan básicamente a tres aspectos clave:

- 1) Decidir sobre la inversión.
- 2) Solicitar la entrada de capital de socios y de deuda.
- 3) Marcar objetivos a las diferentes áreas por responsabilidades de coste.

A la vista de los tres aspectos podemos realizar dos observaciones. En primer lugar, podríamos pensar que el nivel de riesgo en la toma de decisiones de cada uno de los tres aspectos es diferente. Intencionadamente hemos ordenado los tres aspectos a decidir (inversión, socios-deuda, objetivos) de más a menos conservador. En segundo lugar, debido a que la temporalidad en la toma de

decisiones de cada uno de los tres aspectos es diferente, los datos que tendremos sobre el proyecto serán diferentes. Igual que en el caso anterior, el orden expuesto de los tres aspectos es de menor a mayor información.



Estas consideraciones podrían plantear viabilidades diferentes. Nuestro consejo es realizar un estudio de viabilidad inicial con un análisis de sensibilidad de los parámetros más inciertos para la decisión sobre la inversión y solicitud de entrada de socios/deuda y un segundo estudio en el momento en que el planeamiento y estudio de mercado estén finalizados, es decir, cuando tengamos datos ciertos sobre superficies y usos, y contrastados los precios y ritmos de ventas. Con estos datos corregiremos y ampliaremos el estudio inicial para marcar objetivos.

Sugerimos hacer un tercer estudio a la obtención de licencias edificatorias (con todos los datos de proyecto cerrados), como referencia para el seguimiento de las desviaciones reales de ventas, costes y plazos (avance de ventas y de obra).

- |   |   |                                    |
|---|---|------------------------------------|
| 1) Estudio viabilidad (inicial)                           | → | Inversión, entrada de socios/deuda |
| 2) Estudio viabilidad (planeamiento + estudio de mercado) | → | Objetivos                          |
| 3) Estudio económico (licencia)                           | → | Desviaciones ventas-gastos-plazos  |

### Elementos de análisis

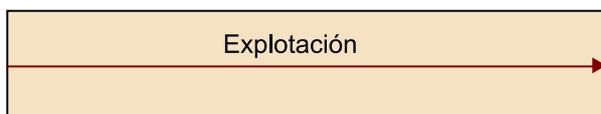
La información relevante que queremos obtener del estudio de viabilidad es doble. Por un lado, queremos saber si la inversión en un determinado proyecto genera beneficio y en qué medida. Por otro lado, si somos capaces de cubrir las necesidades financieras requeridas por el proyecto, con los requisitos de inversión de nuestra compañía y la capacidad de obtención de deuda. La respuesta a estas dos cuestiones la obtendremos del análisis de la cuenta de resultados y del estudio dinámico de *cash-flow*.

Deberemos distinguir claramente entre un proyecto de promoción y otro de explotación, pues los conceptos utilizados son totalmente diferentes, son dos negocios distintos. Analizaremos cada una de ellas por separado, pudiendo identificar tres situaciones:

1) Compra de un activo, suelo o edificio a rehabilitar, para su promoción y venta.

2) Compra de un activo, suelo o edificio a rehabilitar, para su construcción y posterior explotación.

3) Compra de un edificio finalista para la gestión y explotación.



Independientemente de las tres situaciones, el análisis lo realizaremos en la situación 1 y 3. La situación 2 es una suma de la 1 y la 3 y es un caso particular en el que el precio de compra del activo a explotar (inversión) es la total inversión realizada en la compra del activo inicial más los costes de desarrollo y construcción.

En la tabla siguiente podemos ver los elementos de análisis para el caso de promoción y de explotación.

<b>Promoción</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Datos e hipótesis de partida</li> <li>• Programa de ventas-costes</li> <li>• Cuenta de resultados. Análisis del margen</li> <li>• <i>Cash-flow</i>. Necesidades financieras</li> </ul>
<b>Explotación</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Datos e hipótesis de partida</li> <li>• Cuenta de resultados. Beneficio neto</li> <li>• <i>Cash-flow</i>. Repago deuda</li> </ul>

### Estudio de viabilidad de una promoción

En el estudio de viabilidad de una promoción requiere una especial atención el hecho de determinar y evaluar los datos e hipótesis con los que vamos a trabajar. Estos afectarán a la evaluación de ventas y gastos. En este sentido, nuestra experiencia y conocimiento del negocio aportarán la fiabilidad de datos e hipótesis relativas al proyecto (usos, superficies, plazos) y a los costes. El estudio de mercado, aunque sea inicial, completará las hipótesis del lado de los ingresos (precios, ritmos de ventas). Finalmente, como ya hemos dicho con anterioridad, deberemos determinar aquellos parámetros susceptibles de variabilidad, definiendo los márgenes de la misma, para realizar un análisis de sensibilidad. Es mejor contemplar la variabilidad de ciertos parámetros que intentar concretar el valor del mismo con excesivos análisis y pérdidas de tiempo.

Previamente a la determinación de datos de hipótesis, deberemos identificar todos los conceptos que intervienen, tanto del lado de las ventas como de los costes, siendo este un aspecto fundamental del estudio.

Por último, pero no por ello menos importante, está el rigor que deberemos poner en la realización del programa de avance de ventas y costes. En particular, para el ritmo de ventas deberemos contemplar varias hipótesis con el fin de acotar la máxima necesidad financiera.

### 1) Datos e hipótesis

Previamente, hay una identificación de conceptos que conforman las ventas y los costes.

El listado que se da a continuación pretende ser una guía. El orden y la agrupación son orientativos, lo importante es no olvidar ningún concepto relevante.

<b>Ventas: diferentes usos</b>	
<b>Costes: agrupados en tres bloques</b>	
<b>1) Solar</b>	Incluiremos en este concepto todos los costes a incurrir desde la compra hasta la situación de suelo urbano: coste solar, coste agentes, impuestos, notaría y registro, costes de planeamiento y gestión urbanística, urbanización y otras cargas urbanísticas.
<b>2) Construcción</b>	Incluiremos los costes desde la situación de suelo urbano hasta la total edificación: costes urbanización interna, construcción sobre rasante (distinguiendo uso, cubiertas y terrazas, áreas técnicas).
<b>3) Complementarios</b>	Incluiremos en este concepto el resto de costes que intervienen en la promoción y que no forman parte del solar ni de la construcción. Dichos costes los agrupamos en los siguientes conceptos: <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Técnicos:</b> estudios geotécnicos, topográficos, contaminación, arquitectos, dirección de obra, ingenierías instalaciones-estructuras, <i>project manager</i>, control de calidad, seguridad y salud.</li> <li>• <b>Administraciones y compañías de servicios:</b> licencias (obras, medioambientales, ocupación, habitabilidad, actividad), acometidas (servicios).</li> <li>• <b>Notarías/registro:</b> obra nueva, división vertical-horizontal.</li> <li>• <b>Seguros:</b> control técnico, decenal, TRC, R.C.</li> <li>• <b>Comercialización/marketing:</b> fuerza de ventas, gastos comercialización (documentación-contratos ventas, maquetas, muestras piloto), gastos comunicación y publicidad.</li> <li>• <b>Estructura.</b></li> <li>• <b>Financieros:</b> comisiones, interés, avales.</li> </ul>

Identificados los conceptos relevantes de ventas-costes, enunciaremos los datos e hipótesis a contemplar en el estudio de viabilidad.

### 1) De planeamiento

<b>Situación planeamiento</b>	<b>Planeamiento pendiente</b>	<b>Acciones/plazos</b>	<b>Estimación costes</b>

Sup. solar	Sup. urbanizable	Sup. edificable	Densidad (n.º viviendas/hab.)	Plazas garaje (n.º plazas/m <sup>2</sup> u)

Condiciones de uso	Concepto	Sup. edificable	Sup. ventas	N.º unidades

Nota: Si el estado de planeamiento hace incierto determinar el uso y/o las superficies, tendremos que contemplar un marco de referencia para el estudio de sensibilidad.

## 2) De ventas

Uso (concepto)	Precio venta (€/m <sup>2</sup> ventas)

Nota: Si un mismo uso se encuentra sobre rasante y bajo rasante y ello comporta diferente ratio, habrá que contemplarlo. Consideramos que referente a la ratio de precio venta, se debe establecer un rango a efectos de evaluar la sensibilidad.

## 3) De costes

### a) Solar

Precio	Repercusión €/m <sup>2</sup> edificable	Repercusión ventas €/m <sup>2</sup> ventas

### b) Construcción

Uso	Sobre rasante €/m <sup>2</sup> constr.	Bajo rasante €/m <sup>2</sup> constr.

### c) Complementarios

%	s/suelo	s/ventas	s/construcción

Nota: Cada uno de los diferentes conceptos que componen los costes complementarios, excepto los costes financieros y de estructura, se refieren a un porcentaje sobre alguno de los tres conceptos: suelo, ventas, construcción. Por simplicidad, en el estudio de viabilidad también valoramos los costes de estructura como un porcentaje, en este caso de las ventas.

Los costes financieros deberán contemplarse en el estudio dinámico de *cash-flow* según la disposición. A nivel de hipótesis se deberá definir la relación *equity*/deuda. La deuda así definida se suele referenciar a un porcentaje de ventas.



Avance costes Concepto/Período	Año 1						Año 2		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Solar									
Planeamiento									
Construcción <ul style="list-style-type: none"> <li>• S. rasante</li> <li>• B. rasante</li> </ul>									
Complementarios <ul style="list-style-type: none"> <li>• Técnicos</li> <li>• Admin-Cias.</li> <li>• ...</li> </ul>									

### 3) Cuenta de resultados. Análisis del margen

Una vez identificados todos los conceptos que componen las ventas y los costes de nuestro proyecto y estimados los datos e hipótesis para la evaluación de los mismos, estamos en disposición de realizar la cuenta de resultados. Dicha cuenta de resultados la ampliaremos con alguna columna, con el objeto de aportar una información más analítica.

Ventas	Cuenta de resultados					
Uso S.r./B.r.	Sup. total (m <sup>2</sup> ventas)	Sup. unid. (m <sup>2</sup> ventas)	N.º unidades	Ratio(€/m <sup>2</sup> ventas)	Imp. unitario €	Imp. total €
Total ventas						
Costes						
Solar	Sup. solar (m <sup>2</sup> solar)	Sup. edific. (m <sup>2</sup> edific.)	Ratio solar €/ m <sup>2</sup> solar	Ratio edific. (€/m <sup>2</sup> edific.)	–	Imp. total €
Construcción	Sup. total (m <sup>2</sup> constr.)	Sup. unid. (m <sup>2</sup> constr.)	N.º unid.	Ratio (€/m <sup>2</sup> constr.)	Imp. unitario €	Imp. total €
Complement.	% s/suelo	% s/constr.	% s/ventas	% s/inversión	–	Imp. Total €
Total costes						
Margen (BAI)						
Impuestos						
BN						

De la cuenta de resultados así obtenida, el dato de costes financieros, dentro del concepto de complementarios, viene dado por la aplicación de estos (interés, gastos y comisiones) sobre la necesidad financiera derivada del estudio dinámico de *cash-flow*<sup>4</sup>.

<sup>(4)</sup>Ved el siguiente apartado.

Para una mayor capacidad de análisis, aconsejamos realizar un análisis de sensibilidad por variación del precio de venta. Otra variable que podríamos adoptar en el análisis de sensibilidad es el tipo de interés, sobre todo en momentos de tipos al alza.

Margen		Ventas		
Interés	M	V1	V2	V3
	T1			
	T2			
	T3			

#### 4) *Cash-flow*. Necesidades financieras

Por último, determinaremos las necesidades financieras (capital más deuda) y los períodos de disposición. Para ello analizaremos la cuenta de resultados dinámica con criterios de caja, esto es, cobros y pagos.

Empezaremos por desplegar los conceptos de la cuenta de resultados al periodo de la promoción según el programa de ventas-costes definido anteriormente.

Como el mayor importe del cobro por ventas en una promoción se materializa a la entrega del bien, al final de la obra, se produce una situación de caja negativa durante el proceso productivo que será la necesidad financiera para financiar el proyecto. Dicha necesidad deberá ser cubierta por capital más deuda. Con el criterio de relación *equity*/deuda adoptado en las hipótesis de análisis, incorporaremos la deuda bancaria en el estudio dinámico. La distribución de deuda la haremos conforme a las hipótesis de disposición coherentes con la operación y que, según vimos en el apartado de financiación, podrían obedecer a:

- una primera disposición de entre un 10% a 30% del total deuda,
- una disposición según el avance de obra de entre el 40% a 60% del total deuda, y
- una disposición final de entre el 20% a 30% del total deuda.

Incorporada la deuda y teniendo en cuenta los costes financieros generados por esta en los diferentes periodos, el resto de necesidad financiera es lo que deberá cubrirse con la aportación de capital y en los períodos que resulte.

Veamos el proceso descrito para la determinación de la necesidad financiera y la aportación de capital, en forma práctica:

a) En primer lugar desplegaremos las ventas y costes determinados en el estudio de viabilidad según el avance (ritmo de ventas y avance de costes)

Concepto / Período	1	2	3	4	5	→
Ventas	$V_1$	$V_2$	$V_3$	$V_4$		
Costes	$C_1$	$C_2$	$C_3$	$C_4$		
Margen <sup>5</sup>	$M_1$	$M_2$	$M_3$	$M_4$		
$Ma = NF^6$	$NF_1$	$NF_2$	$NF_3$	$NF_4$		

<sup>(5)</sup>El margen así obtenido es el *cash-flow* de las operaciones sin considerar aportación de capital ni deuda y por tanto, con intereses de la deuda = 0.

<sup>(6)</sup>NF = Necesidad financiera = Margen acumulado (MA) para cada período. Así, para el período 2,  $NF_2 = M_1 + M_2$ ; para el período 3,  $NF_3 = M_1 + M_2 + M_3$ , y así sucesivamente.

b) En segundo lugar, introducimos la deuda según la hipótesis que hayamos realizado y que sea coherente con los términos:

- Relación E/D.
- Criterios de aplanamiento del sector para el proyecto.

La deuda, así determinada, la trasladaremos en el tiempo según las hipótesis de disposición: 1.ª disposición (I), disposición s/avance de obra (O) y disposición final de obra (subrogación)(F). Así pues:

Deudas / período	1	2	3	4	5	→
1.ª disposición (Di)	$D_i$					
Disposición s/ avance obra (Do)			$Do_3$	$Do_4$	$Do_5$	
Disposición final (Df)						→ Df
Deuda	$D_i$		$Do_3$	$Do_4$	$Do_5$	→ Df
Deuda a	$Da_1$	$Da_2$	$Da_3$	$Da_4$	$Da_5$	

$D_i = \%I \times D$ ;  $Do = \%O \times D$ ;  $Df = \%F \times D$ , siendo:

$\%I$  = porcentaje del total deuda para la primera disposición.

$\%O$  = porcentaje del total deuda para la ejecución de la obra.

$\%F$  = porcentaje del total deuda al final de la obra y venta.

$Do$  = en el cuadro anterior hemos supuesto que la obra se inicia en el período 3. Los valores  $Do_1$  y  $Do_2$  serán calculados como  $Do \times \%$  avance de obra en cada periodo.

$Da$  = Deuda acumulada, nos servirá para el cálculo de los intereses. Para el período  $n$  se obtiene como el acumulado en el período anterior,  $n-1$ , más la deuda en dicho período:

$$Da_n = Da_{(n-1)} + D_n$$

Cálculo de intereses (I): a la deuda acumulada en cada período le aplicaremos los intereses del período:

$$I_n = Da_n \times i_n$$

Siendo  $I_n$  los intereses del período  $n$  e  $i_n$  la tasa de interés del período ( $n$ : mensual, bimensual, trimestral, etc.).

c) La deuda e intereses así calculados los incorporamos en el *cash-flow*. Con ello obtendremos una nueva situación de caja.

Ahora sólo falta decidir la caja mínima de funcionamiento. La diferencia entre la caja obtenida y la caja mínima de funcionamiento es la parte de necesidad financiera que deberemos cubrir con el *equity*.

V	Ventas para cada período
C	Costes para cada período
I	Intereses, para el período $n$ $I_n = Da_n \times i_n$
M	Margen, para el período $n$ $M_n = V_n - (C_n + I_n)$
NF	Necesidad financiera para el período $n$ $NF_n = - (M_1 + M_2 + \dots + M_n)$
Da	Deuda para cada período
Cj	Caja, para el período $n$ $Cj_n = Da_n - NF_n$
Cm	Caja mínima para cada período
E	<i>Equity</i> , para el período $n$ $E_n = - Cj_n + Cm_n$

Nota: Atención con los signos. Estamos en un caso de promoción y por tanto, de manera generalizada, de márgenes negativos hasta la formalización de las ventas (salvo ventas "llave en mano", en el caso particular de edificios terciarios, en los que podremos acordar con el inversor formas de pago acordes con el avance de obras; incluso en este caso es muy posible arrastrar márgenes negativos hasta la entrega del bien). Por coherencia, la necesidad financiera será positiva y, por tanto, igual al margen cambiado de signo. Por el mismo motivo, la caja será negativa y por coherencia, la disposición de *equity* positiva, por lo que deberemos cambiar el signo de caja para determinar el *equity*

## Estudio de viabilidad en explotación

Para el análisis del estudio de viabilidad de un proyecto en explotación supondremos la situación de edificio totalmente acabado en el que el inversor, por sus propios medios o de terceros profesionales, habrá llevado a cabo un proceso de comercialización. En el caso de que el promotor del proyecto fuese asimismo el que llevara a cabo la explotación, la fase de promoción se analizaría según lo explicado en el punto anterior.

Así pues, para la fase de explotación partimos de una inversión, que es el precio de adquisición o coste de realización del activo.

### 1) Datos e hipótesis

Como hicimos en el caso de promoción, previamente identificaremos todos los conceptos que conforman las ventas y los costes.

<b>Ventas: rentas</b>	
<b>Costes: agrupados en tres bloques</b>	
<b>1) Propiedad</b>	Relativos a las obligaciones como propietarios del edificio (licencias, IAE, IBI, seguros...).
<b>2) Gestor</b>	Derivados de la estructura para la gestión del inmueble en arrendamiento. Diferenciamos tres tipos de gestión: <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Administrativa:</b> comprende la contabilidad, facturación, gestión de cobros y pagos, etc.</li> <li>• <b>Comercial:</b> acciones de marketing, comercialización y recomercialización (renovación de contratos).</li> <li>• <b>Patrimonial:</b> relativa a la gestión de servicios y conservación del edificio, así como la coordinación de obras privativas y comunitarias de adecuación. Servicios (seguridad, limpieza, consumos suministros compañías de servicios, conserjería...), conservación/mantenimiento preventivo, correctivo y sustitutivo. La gestión patrimonial incluye la realización y control de presupuesto, así como la contratación de servicios, mantenimientos y obras.</li> </ul>
<b>3) Costes comunitarios de explotación</b>	Son los costes comunitarios citados en el punto anterior. Aclarar, en este sentido, que distinguimos entre los costes del gestor (estructura de gestión) y los costes de explotación que este gestiona.

Identificados los conceptos, pasamos a relacionar los datos e hipótesis que trasladaremos al estudio de viabilidad.

### 1) De ventas (rentas)

<b>Concepto<sup>7</sup></b>	<b>SBA<sup>8</sup></b>	<b>Ratio (€/m<sup>2</sup> mes)</b>	<b>Renta mensual (€/mes)</b>	<b>Renta anual (€/año)</b>

<sup>(7)</sup>Diferentes usos del edificio, por ejemplo, oficinas, parking, almacenes, restauración...

<sup>(8)</sup>SBA: superficie bruta alquilable.

<b>Concepto<sup>9</sup></b>	<b>Ocupación (%)</b>	<b>Período (meses)</b>

<sup>(9)</sup>Diferentes usos del edificio, por ejemplo, oficinas, parking, almacenes, restauración...

### 2) De costes

Propiedad (IBI, IAE, seguros, licencias)

<b>Concepto</b>	<b>Importe (€/año)</b>	<b>Periodicidad</b>

Gestión (administrativa, comercial, patrimonial)

<b>Concepto</b>	<b>Honorarios fijos (€/año)</b>	<b>Honorarios variables (€/año)</b>

Generalmente, la gestión administrativa supone unos honorarios fijos. La gestión comercial suele referenciarse en porcentaje variable a los diferentes conceptos, básicamente tres: presupuesto de marketing, importes de rentas anuales comercializadas, importes por renovación de contratos. Así pues, en las hipótesis, deberemos estimar tanto dichos porcentajes, que son datos del sector bastante acotados, como los presupuestos de marketing, comercializaciones y renovaciones. El más incierto es el de comercialización.

Los costes de la gestión patrimonial pueden ser fijos aunque en muchas ocasiones se referencian a un porcentaje sobre el presupuesto de servicios y conservación.

Los honorarios variables %H tendrían el siguiente desglose:

Gest. comercial	Presupuesto Mkt		Comercialización		Recomercialización	
	Importe (€/año)	%H	Rentas nuevas (€/año)	%H	Ctos. vencidos (€/año)	%H

Gest. patrimonial	Presupuesto servicios		Presupuesto conservación	
	(€/año)	%H	(€/año)	%H

Costes comunitarios explotación.

Presupuesto de marketing → como porcentaje sobre el alquiler anual.

Presupuesto contratación servicios → como ratio €/m<sup>2</sup> año.

Presupuesto conservación → preventivo, correctivo → como ratio €/m<sup>2</sup> año.

Presupuesto conservación → sustitutivo → como % coste instalaciones – vida útil.

### 3) Económicos

Tipo impositivo, IVA, IPC (incrementos rentas-costes).

- **Cuenta de resultados B.N.**

En la confección de la cuenta de resultados tendremos en cuenta, además de los datos e hipótesis relacionados en el párrafo anterior, el plazo de la explotación y desinversión del activo, los intereses de la deuda y la amortización del inmueble.

Concepto / período	1	2	3	4	5	→	Desinversión
+ Rentas - Gastos							
Margen bruto - Amortización							
BAIT - Intereses							
BAT - Impuestos							
BN							

Detalle de rentas (R):

Concepto / período	Años →						→	Desinversión
	1	2	3	4	5			
Renta máxima	R <sub>m1</sub>	R <sub>m2</sub>	R <sub>m3</sub>	R <sub>m4</sub>	R <sub>m5</sub>			
Ocupación %	O <sub>1</sub>	O <sub>2</sub>	O <sub>3</sub>	O <sub>4</sub>	O <sub>5</sub>			
Revisión	r <sub>1</sub>	r <sub>2</sub>	r <sub>3</sub>	r <sub>4</sub>	r <sub>5</sub>			
Renta anual (€)	R <sub>1</sub>	R <sub>2</sub>	R <sub>3</sub>	R <sub>4</sub>	R <sub>5</sub>			

$$R_n = R_{m_n} \times O_n \times r_n \quad (r_n = \text{índice de revisión de rentas})$$

Detalle costes (C):

$$C = C \text{ propiedad (Cp)} + C \text{ gestión (Cg)} + C \text{ comunitarios explotación (Cce)}$$

$$Cg = Cg \text{ admin.} + Cg \text{ comercial} + Cg \text{ patrimonial}$$

Concepto / período	Años →						→	Desinversión
	1	2	3	4	5			
Cp								
Cg								
Cga								
Cgc								
Cgp								
Cce								
Cmk								
Cs								
Cc								

$$Cce = C \text{ marketing} + C \text{ servicios} + C \text{ conservación}$$

r (revisión)							
C							

Cce = C marketing + C servicios + C conservación

El beneficio neto obtenido de la cuenta de resultados más las amortizaciones nos servirán para pagar la deuda según el cuadro de amortización y, en su caso, para devolver el dinero de los accionistas.

- **Cash-flow. Repago deuda**

El análisis de *cash-flow* lo haremos orientado al accionista, esto es, de las aportaciones y dividendos de/a los accionistas. El *cash-flow* del accionista vendrá determinado por el beneficio neto más las amortizaciones, menos el pago de deuda<sup>10</sup>.

<sup>(10)</sup> Consideramos que no hay variaciones de necesidades operativas de fondos ni inversiones –des-inversiones.

	Años				
	1	2	3	4	→
BN					
+ Amortizaciones					
- Deuda					
CFacc					

Partiendo de una situación inicial de relación E/D para financiar la inversión del inmueble, el análisis del *cash-flow* del accionista nos dará la capacidad de repago de la deuda, pero sobre todo, la caja disponible para el accionista y el período de recuperación de su inversión *pay-back*.

### 3.3.3. Análisis económico de la inversión

Al realizar el análisis de la inversión distinguiremos, como hemos hecho durante todo el capítulo, entre promoción y explotación. En cualquier caso, dicho análisis comportará la evaluación de la rentabilidad, pero también del riesgo. En este sentido, insistir en que la evaluación del riesgo la deberemos hacer con parámetros económicos, pero también y no menos importantes, con parámetros urbanísticos, jurídicos y de viabilidad comercial.

En cuanto a los parámetros económicos, nuestro riesgo reside, principalmente, en el dinero que ponemos (arriesgamos) en el proyecto (*equity*) y las garantías corporativas y de otros activos que ponemos a disposición del banco para la obtención de la deuda. En función de estos conceptos determinaremos los valores de referencia que deben cumplir los parámetros que evaluemos en nuestro análisis de la inversión.

## Promoción

En una promoción los dos parámetros más utilizados son el margen sobre ventas y la tasa interna de retorno (TIR).

El **margen sobre ventas** nos da una visión del riesgo muy clara. Nos indica el margen que tenemos ante una posible caída de las ventas (no venta) y nuestra capacidad de ajuste.

En el análisis de este parámetro deberemos realizar necesariamente un estudio de sensibilidad, en función de diferentes ratios de venta. Asimismo, será conveniente elaborar sensibilidades cruzadas de aquellos conceptos que tengan relación entre sí, por ejemplo, la subida de tipo de interés-ajustes de precios.

El análisis de sensibilidad nos dará una visión más amplia del comportamiento del margen en diferentes situaciones de los principales conceptos que componen la cuenta de resultados. Es, en definitiva, una medida del riesgo.

Los conceptos de mayor variabilidad e influencia son las **ventas** ( $\text{€/m}^2 v$ ), los **costes de construcción** ( $\text{€/m}^2 c$ ) y el **tipo de interés** (%). Una buena medida de sensibilidad la obtenemos mediante el análisis en tres situaciones:

1) Margen sobre ventas respecto a la ratio de ventas:

	$V_1$	$V_2$	$V_3$	$V$ ( $\text{€/m}^2 v$ )
Mv →				Mv (%)

2) Margen sobre ventas en situación cruzada ventas-interés deuda:

	$V_1$	$V_2$	$V_3$	$V$ ( $\text{€/m}^2 v$ )
$T_1$	Mv			$T$ (%)
$T_2$				Mv (%)
$T_3$				

3) Margen sobre ventas en situación cruzada ventas-costes construcción:

	$V_1$	$V_2$	$V_3$	$V$ ( $\text{€/m}^2 v$ )
$Cc_1$	Mv			$Cc$ ( $\text{€/m}^2 c$ )
$Cc_2$				Mv (%)
$Cc_3$				

Un segundo parámetro a considerar en el análisis de la inversión es la **TIR**, que nos da la rentabilidad de una inversión por los retornos de caja generada. La rentabilidad así descrita podemos analizarla en dos escenarios: rentabilidad de proyecto (generada por el activo) y rentabilidad para el accionista.

La rentabilidad de proyecto la obtenemos por la generación de *cash-flow* libre (CFL):

- BAIT + amortización
- Impuestos
- ± Necesidades operativas de fondos
- ± Inversiones desinversiones

Esto es, la caja que resultaría si el proyecto se financiase exclusivamente con recursos propios y que servirá para devolver deuda, pagar impuestos y retribuir al accionista. Este término de rentabilidad es el utilizado en proyectos de inversión.

Ahora bien, una promoción inmobiliaria es, principalmente, un proyecto de creación de valor basado en la compra de un activo al que le iremos añadiendo valor (concepto, proyectos, construcción...) para su posterior venta, a partir de la cual obtendremos el beneficio. Por esto no es muy frecuente el análisis de la TIR de proyecto, sino análisis basados en la mencionada creación de valor, sobre todo, el margen (ventas-costes) como ya vimos en el punto anterior, o el coste de reposición del suelo, o beneficio a obtener para poder invertir (reponer) en otro activo con igual o superior capacidad productiva (edificabilidad-usos) con objeto de asegurar la continuidad de la compañía.

La rentabilidad del accionista la obtenemos por la generación de *cash-flow* accionista (CFA):

- BN + amortización
- ± Necesidades operativas de fondos
- ± inversiones desinversiones
- ± servicio deuda

Esto es, la caja disponible para el accionista. En el caso de un proyecto de promoción, la TIR del accionista puede verse alterada notablemente por la relación E/D, por tanto, el análisis no podrá ser unilateral de la TIR accionista, sino que deberá contemplar necesariamente posibles escenarios de E/D.

Finalmente, cuando estudiamos la rentabilidad, debemos establecer valores de referencia. Así, en la TIR accionista estableceremos como referencia el coste de los recursos propios, o rentabilidad exigida por los accionistas.

## Explotación

Los elementos de análisis que utilizaremos en este tipo de proyectos son la TIR, tanto de proyecto como de accionista, y la *yield* inmobiliaria o rentabilidad del activo.

Sobre las consideraciones de la TIR, nos referiremos a lo dicho en el punto anterior con dos matizaciones. En primer lugar, un proyecto en explotación es un proyecto de inversión y, por tanto, adquiere relevancia el análisis de la TIR de proyecto. En segundo lugar, el análisis de *cash-flow* se realizará por el período de explotación, estimando un plazo hasta la desinversión del activo. El valor adoptado como flujo de caja en el período de desinversión es el denominado **valor residual** (VR), que viene dado por la siguiente expresión:

$$VR_n = CFA_n \times (1+c) / (Ken-c)$$

VR<sub>n</sub> = Valor residual en el período "n"

CFA<sub>n</sub> = *cash-flow* accionista en el período "n" de desinversión

c = crecimiento de rentas

Ken = coste del *equity* en el período "n".

La TIR del accionista será la generada por los CFA de la explotación, tomando como CF del período de desinversión el valor residual VR.

Uno de los elementos más comúnmente utilizados en el análisis de la inversión de un activo en rentabilidad es la *yield* (Y). Los datos de referencia de la *yield* están evaluados por el sector y para los diferentes usos. Así, por ejemplo, la previsión para el año 2011, el valor de la (Y) para oficinas en Barcelona y Madrid en distrito de negocios, es del 6%; en el segmento de centros comerciales urbanos, se sitúa entre el 7,25% y para uso industrial, en el 7,75%(1).

El valor de la *yield* viene dado como la relación entre la renta neta (RN) generada por el inmueble y el valor de ésta.

$$\text{Yield} = \frac{\text{Renta Neta}}{\text{Valor del Inmueble}}$$

A modo de resumen diremos que, en el análisis económico, es fundamental identificar los conceptos relevantes que intervienen y realizar las hipótesis para evaluar los mismos, asignando diferentes rangos a aquellos con mayor variabilidad.

A partir de dichas hipótesis realizaremos el estudio de viabilidad analizando la cuenta de resultados y *cash-flow* con diferentes sensibilidades respecto de los conceptos clave. Este estudio nos aportará información sobre el margen, necesidad financiera, relación E/D, coste de financiación, *pay back*, etc.

Para completar el estudio de viabilidad, realizaremos el análisis de la inversión, diferenciando entre un elemento de promoción, en el que lo relevante de nuestra inversión es la generación de valor y un proyecto de explotación, que es claramente un proyecto de inversión en el que lo relevante son las rentas generadas por el activo frente a la inversión realizada en la adquisición de éste.

Finalmente, para determinar la bondad de la inversión, deberemos tomar valores de referencia con los que establecer un análisis comparativo.

Todas estas herramientas nos aportarán información para efectuar el análisis económico, pero no olvidemos que este es uno más de los elementos a analizar en la toma de decisiones a la hora de poner en marcha una promoción inmobiliaria.

## Resumen

El diseño de una promoción inmobiliaria no es único. Para enfocar bien el diseño y desarrollo debemos tener conocimiento preciso de dos conceptos: quién promueve y qué promueve.

En el quién, atenderemos a dos niveles:

1) Al conocimiento de nuestra propia estructura (nuestros socios, objetivos y estrategia) y a quiénes son nuestros competidores (sus estructuras organizativas, público privadas y las ventajas competitivas, acceso al suelo, acceso al crédito, etc.).

2) Los agentes que intervienen, financieros, tenedores de suelo, empresas externas que prestan sus servicios en el proceso productivo y comercialización, y el cliente o potencial cliente a quien dirigimos el producto.

En el qué, promovemos, un conocimiento amplio de los usos y segmentos de la actividad inmobiliaria nos ayudará en la conceptualización del proyecto, aprovechando actividades principales y secundarias, dimensionándolas en su justa medida y evaluando las capacidades necesarias para su conceptualización, inversión y comercialización.

Una reflexión detenida sobre estos conceptos nos posicionará en la determinación de abordar una promoción inmobiliaria y en el enfoque inicial que hay que dar a la misma.

