

LPG
libros del
posgrado

MA SERIE MANUALES

Desarrollo de Proyectos Inmobiliarios

Conceptos Fundamentales

Damián Tabakman (editor)

Sandro Ortiz

Fernando Sciarrotta

Sergio Topor

Agustín A. Pérez Cambiasso

Mariela Schenone

Carlos A. Savransky

Francisco Andragnes

diseño



UBA, FADU.

Universidad de Buenos Aires Facultad de Arquitectura
Diseño y Urbanismo

Desarrollo de proyectos inmobiliarios : conceptos fundamentales / Damián Tabakman ...
[et al.] - 1a ed. - Ciudad Autónoma de Buenos Aires : Diseño, 2019.
440 p. ; 24 x 17 cm. - (Libros del posgrado FADU-UBA / Zicovich Wilson, Sergio)

ISBN 978-987-4160-79-9

1. Mercado Inmobiliario. 2. Carreras de Posgrado. 3. Arquitectura . I. Tabakman, Damián
CDD 333.3322

LOS LIBROS DEL POSGRADO

librosdelposgrado@fadu.uba.ar

<http://www.fadu.uba.ar/categoria/219-los-libros-del-posgrado>

DIRECTOR EDITORIAL

Sergio Zicovich Wilson

COLABORACIÓN EDITORIAL

Joaquín Bosch, Nora Coiticher

DISEÑO DE PORTADA

Secretaría de Comunicación FADU-UBA

DISEÑO INTERIOR

Karina Di Pace, Ximena Puppo

FOTOGRAFÍAS

Centro Audiovisual FADU-UBA

Hecho el depósito que marca la ley 11.723
Impreso en Argentina / Printed in Argentina

La reproducción total o parcial de este libro, en cualquier forma que sea, idéntica o modificada, no autorizada por los editores, viola derechos reservados; cualquier utilización debe ser previamente solicitada.

© 2019 Diseño Editorial

ISBN 978-987-4160-79-9

Marzo de 2019

Este libro fue impreso bajo demanda, mediante tecnología digital Xerox en
bibliografika de Voros S.A. Carlos Tejedor 2885, Munro, Provincia de Buenos Aires.
info@bibliografika.com / www.bibliografika.com

En venta:

LIBRERÍA TÉCNICA CP67

Florida 683 - Local 18 - C1005AAM Buenos Aires - Argentina

Tel: 54 11 4314-6303 - Fax: 4314-7135 - E-mail: cp67@cp67.com - www.cp67.com

FADU - Ciudad Universitaria

Pabellón 3 - Planta Baja - C1428BFA Buenos Aires - Argentina

Tel: 54 11 4786-7244

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES
FACULTAD DE ARQUITECTURA, DISEÑO Y URBANISMO

LIBROS DEL POSGRADO

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES

Rector

Prof. Dr. Alberto Barbieri

Vicerrector

Dr. Juan Pablo Más Vélez

FACULTAD DE ARQUITECTURA, DISEÑO Y URBANISMO

Decano

Arq. Guillermo Cabrera

Vicedecano

D.G. Carlos Venancio

Secretario de Posgrado

Mg. Arq. Homero Pellicer

Subsecretarios de Posgrado

Dr. Arq. Santiago Bozzola

Arq. Sergio Zicovich Wilson



Construir Acervo, Construir Comunidad

Guillermo Cabrera
Decano FADU-UBA

Es habitual identificar el término acervo con la idea de algo inerte, mera acumulación de bienes –materiales o no– que pertenecen al pasado. De hecho, la primera acepción que da el diccionario es: “Conjunto de valores o bienes culturales acumulados por tradición o herencia.”

Sin embargo y muy por el contrario, podemos entender también el acervo desde otro punto de vista, como algo absolutamente dinámico y sinérgico, como “una construcción que, a su vez, construye comunidad”.

El siglo XXI avanza rápido y repleto de asuntos, cosas y sucesos verdaderamente extraordinarios... y, también, contradictorios. Nunca como ahora cualquier persona –más un profesional y más aún un académico– ha tenido la oportunidad de acceder a tanta información –sea esta “cruda” o elaborada–, a tanta producción intelectual y, al mismo tiempo, nunca la mayor parte de esa producción ha sido tan inestable y efímera.

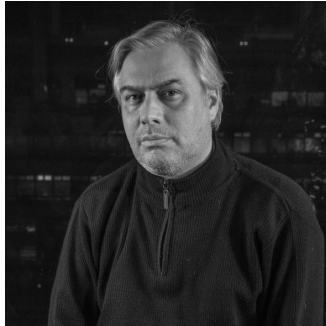
Los arquitectos y los diseñadores sabemos bien que materiales efímeros solo sirven para construcciones efímeras.

No se construye acervo a partir de lo efímero. Tampoco comunidad.

Pero no es que estamos proponiendo lo no efímero, lo permanente, en un sentido conservador sino, por el contrario, como un cambio que no puede desplegarse de otro modo como no sea dentro de continuidades institucionales y sociales. Podemos decir, entonces, que esas continuidades son condición necesaria de aquello que llamamos comunidad. Instituciones flexibles

–pero no líquidas, si usamos la metáfora de Zygmunt Bauman– que se puedan adaptar a una realidad en constante cambio y, a la vez, ofrezcan el suelo firme imprescindible para una construcción.

Una biblioteca es acervo. No importa si el soporte es material o digital, lo que la hace acervo es el propósito de su existencia, el constituirse en reflejo de una comunidad y, a la vez, en herramienta de su construcción, evidencia de su presente intelectual y académico para trascenderlo y proyectarla al futuro.



Un entramado en constante transformación

Homero Pellicer

Secretario de Posgrado FADU-UBA

El hombre quizás transcurre su vida amparado en solo dos certezas. Una, que está vivo, que nació y tiene conciencia de ello; la otra, que su vida es finita, que la eternidad le fue negada.

Entre ambas transcurre y se despliega su existencia en base a conjeturas en búsqueda de nuevas certezas, un camino que ha tenido distintos momentos y estadios, como contextos físicos y culturales que lo diversificaron y multiplicaron. Esta actitud de búsqueda supone un abordaje al conocimiento, a explorar aquello que se enfrenta y se despliega a cada paso, y a hipotetizar aquello que esperamos, que imaginamos. Bergson nos plantea, bajo el juego de solapamientos constantes entre intuición e inteligencia, el camino de la búsqueda y el descubrimiento como herramientas complementarias entre sí para esta exploración, pero necesarias para generar las sospechas en el *status quo* de lo cotidiano y naturalizado, mirando donde antes no se miraba, permitiendo el conflicto y la sospecha sobre lo real: la interrogación.

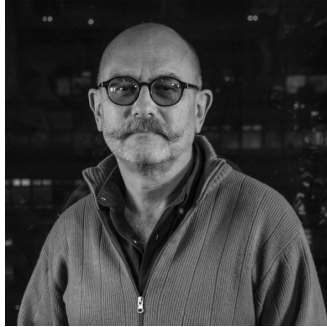
Esta capacidad del sujeto, innata o no, de búsqueda de conocimiento y construcción de hipótesis encuentra una estructura organizadora de los diferentes estadios y tipos de formación que se pueden impartir. Los estudios de posgrado, por su ubicación temporal, se desarrollan como una formación posterior a la elección y formación universitaria de una persona, y abarcan tanto aspectos y temáticas específicas de su disciplina de formación inicial, como la búsqueda de profundizaciones y recortes particulares de su objeto

de estudio, también en campos afines, multidisciplinarios e interdisciplinarios. Hoy, esta última etapa de formación profesional ofrece tres tipologías diferenciadas: las carreras de especialización, las maestrías y los estudios de doctorado, con diferencias estructurales según la región o el país que hacen variar los tiempos de cursado y modalidades de graduación.

En cualquiera de esos tipos, es una constante considerar a la investigación como parte constitutiva de la práctica disciplinar, asumiendo un posicionamiento reflexivo y teórico que permita entender las transformaciones que operan en la sociedad. El Posgrado de la FADU-UBA se ubica dentro de esta línea ofertando propuestas que reflexionan sobre las propias prácticas proyectuales de la Arquitectura, el Diseño y el Urbanismo contribuyendo a la formación de graduados que brinden respuestas a las necesidades y demandas sociales, productivas y culturales, nacionales y regionales, centradas en la configuración del hábitat.

Podemos mirar al Posgrado de la FADU-UBA como un entramado en constante transformación, en el cual los encuentros y las vinculaciones entre profesores y alumnos van reconfigurando las preguntas, los intereses y el pensamiento. A modo de conjetura, imagino estos **Libros del Posgrado FADU-UBA**, como el espacio de expresión donde se aglutinan y articulan los conocimientos, investigaciones, campos temáticos y espacios de interacción disciplinar que emergen en los diferentes espacios del Posgrado FADU-UBA.

Que su lectura aporte a incentivar la imaginación y ampliar el horizonte en la búsqueda de conocimientos y acciones colectivas necesarias para la creación del hábitat.



Los Libros de Posgrado FADU-UBA

Sergio Zicovich Wilson
Director editorial

El Posgrado FADU-UBA es un ámbito en el que confluye una enorme cantidad de talento, aptitudes y conocimiento, empezando por las autoridades de las distintas Unidades que han alcanzado su jerarquía académica tras destacadas trayectorias en la educación, la investigación o la experiencia profesional; pasando por el cuerpo estable de profesores que, a menudo, son también investigadores o profesionales exitosos; los profesores invitados, que lo son precisamente por su notoriedad en sus respectivas áreas de conocimiento; hasta el alumnado, graduados que, por el mero hecho de estar ahí, aspirando a una instancia educativa superior, ya demuestran una ambición intelectual y una vocación por capacitarse que superan la media.

Esta confluencia hace del Posgrado FADU-UBA un gran dispositivo de producción y transmisión de conocimiento.

La actividad curricular de las distintas Unidades –clases, talleres, seminarios, conferencias, experiencias de campo, producción de proyectos, prototipos, trabajos integradores, tesis de maestría– constituyen el corpus de ese dispositivo. Sin embargo, el mismo adolece, en parte, de cierto carácter efímero: los contenidos de clases y seminarios no siempre están publicados o actualizados en la bibliografía disponible como para poder ser consultados con posterioridad a su dictado; los proyectos, trabajos y tesis a menudo no trascienden más allá de su instancia de evaluación... Podría afirmarse que hay un potencial subutilizado.

Libros del Posgrado FADU-UBA es un proyecto editorial que apunta, precisamente, a un mejor aprovechamiento de ese potencial proponiéndose como metas:

- Visibilizar y difundir la actividad académica y la producción de conocimiento de las Unidades que actúan en el ámbito del Posgrado.
- Proponer a la comunidad académica debates de alto nivel acerca de las prácticas educativas y profesionales y de los desafíos que las cambiantes condiciones globales y locales imponen día a día.
- Poner a disposición de profesores y alumnos de Posgrado instrumentos didácticos que aporten al dictado de los cursos y asignaturas.
- Poner a disposición del público general y del especializado material de consulta permanente constituido por los aportes del Posgrado al estado de los conocimientos en las diversas áreas.

Dada la variedad de temas, especificidades, orientaciones y modalidades de producción y transmisión de conocimiento, los **Libros del Posgrado** se organizan según cuatro series:

- **SERIE TESIS**
Centrada en la difusión de las investigaciones originadas en Tesis de Maestría y Trabajos Integradores Finales de Carrera de Especialización.
- **SERIE MONOGRAFÍAS**
Pone en foco un área temática particular a través de uno o varios trabajos –convergentes o complementarios–, producidos por uno o varios autores y de una o varias Unidades del Posgrado.
- **SERIE SEMINARIOS**
Con un perfil mayormente teórico o académico, se nutre tanto de la actividad curricular corriente de Unidades del Posgrado como de la excepcional, por ejemplo, seminarios de profesores invitados o extranjeros.
- **SERIE MANUALES**
Con un perfil mayormente técnico y práctico, provee instrumentos didácticos complementarios para los cursos así como material de consulta permanente para posgraduados y demás profesionales de la especialidad.

Borges declaró alguna vez jactarse, más que de lo que había escrito, de aquello que le había sido dado leer. Parafraseándolo de algún modo, tenemos la fuerte convicción de que podremos jactarnos de lo que nos será dado publicar en esta colección.

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES
FACULTAD DE ARQUITECTURA, DISEÑO Y URBANISMO

LIBROS DEL POSGRADO

Serie Manuales

DESARROLLO DE PROYECTOS INMOBILIARIOS

Conceptos Fundamentales

Índice

- 17 **Prólogo**
Roberto Aisenson
- 19 **Introducción**
Damián Tabakman
- 37 **1. Conceptualización del Producto Inmobiliario:
La Investigación de Mercado**
Fernando Sciarrotta
- 73 **2. La Evaluación de Proyectos de
Inversión en Desarrollos Inmobiliarios**
Sergio Topor
- 107 **3. Aspectos Jurídicos del Negocio Inmobiliario**
Agustín Alberto Pérez Cambiasso
- 213 **4. Aspectos Inmobiliarios de los
Impuestos en la Argentina**
Mariela Schenone
- 273 **5. Gestión Comercial**
Carlos A. Savransky
- 335 **6. Nuevas Tendencias en el Mercado
Inmobiliario Global**
Francisco Andragnes
- 351 **7. Integración de Conceptos**
Sandro Ortiz
- 419 **8. Financiamiento Bancario de
Proyectos Inmobiliarios**
Damián Tabakman
- 429 **Conclusiones**
Damián Tabakman
- 437 **Bibliografía**

Prólogo

Roberto Aisenson

Finalmente, contamos con una obra que describe todas las facetas que debemos tener en cuenta para el desarrollo de proyectos inmobiliarios. ¿Se puede pensar en la aplicación de una metodología para su gestación? Este libro ofrece respuestas.

Una de ellas, tal como señala Damián Tabakman en la Introducción, refiere a la relación entre el arquitecto y el *developer*. El trabajo proyectual debe lograr un delicado equilibrio entre la arquitectura y la finalidad del *developer*, esto es, un proyecto exitoso que brinde rendimiento económico satisfactorio a quienes realizaron la inversión. Es una relación que, a veces, puede parecer contradictoria, pero el arquitecto solamente puede realizar un buen proyecto cuando tiene un buen cliente —en este caso, un buen *developer*— y, a su vez, este necesita de un buen arquitecto para lograr un proyecto exitoso.

Luego, los distintos capítulos del libro ofrecen la descripción de cada una de las etapas de un emprendimiento inmobiliario y los roles de sus protagonistas, desde la planificación comercial hasta la entrega de las unidades a los compradores, siempre bajo dos aspectos: la expresión conceptual del tema, con una detallada definición, y la metodología propuesta para analizar y obtener los parámetros necesarios. Tampoco faltan los aspectos jurídicos y fiscales que regulan el desarrollo de los proyectos inmobiliarios.

Así, este volumen está dirigido no solamente a quien sienta la curiosidad o interés por adentrarse en el tema sino, también, a aquellos que ya están desarrollando proyectos en forma intuitiva y deseen tener una completa descripción de los estudios y procedimientos que deben seguir.

Introducción

Damián Tabakman

Editor

*Director del Programa de Actualización en Desarrollo de
Proyectos Inmobiliarios*

Los proyectos inmobiliarios son tridimensionales, pero no solo en el sentido literal del término, sino también debido a que, necesariamente, son el emergente de tres variables estructurales que dan resultados exitosos únicamente cuando se conjugan de manera adecuada: la dimensión física, la dimensión financiera y la dimensión contextual. Veremos a continuación cada una de ellas.

1. DIMENSIÓN FÍSICA

Esta primera dimensión abarca lo atinente al objeto en sí mismo y está acotada, básicamente, a su concepción y materialización. Para abordarla adecuadamente es imprescindible contemplar todo lo que indican las mejores prácticas de nuestra disciplina, tal como se verá a lo largo del libro. Ello significa, en esencia, empezar por un **estudio de mercado** que refleje el entorno del cual emerge una eventual oportunidad de inversión.

El estudio de mercado es la herramienta que permite relevar y evaluar la oferta existente, la que vendrá y la que inevitablemente se constituirá en oferta competitiva. La ponderación de comparables, de posicionamiento competitivo, de fortalezas y debilidades, así como también de oportunidades y amenazas, son las cuestiones que todo estudio profundo de la oferta necesariamente conlleva. Suele incluir una matriz a partir de la cual es posible prever el comportamiento futuro del proyecto bajo análisis a la luz de lo que viene sucediendo con otros

casos equivalentes en lo relativo a precios, ritmo de ventas, etc. El estudio de mercado también permite inferir y comprender la demanda y, sobre todo, medirla como real, latente, satisfecha e insatisfecha.

Para este tipo de análisis usualmente se tienen en consideración indicadores demográficos y sociológicos de carácter secundario, junto con información proveniente de censos; esto se complementa con entrevistas, encuestas y *focus groups* que dan acceso a información emergente de fuentes primarias. En este sentido, es necesario comprender que los estudios de mercado son apreciaciones científicas con mayor capacidad para reflejar las variables sincrónicas que las prospectivas y, en especial, son limitados en lo que se refiere a las proyecciones futuras disruptivas. En términos generales, son también más eficaces a la hora de detectar el faltante en el mercado de productos conocidos e incluso exitosos en otras áreas, que para percibir señales débiles que permitan prever el surgimiento de algo nunca visto. Al igual que sucede en otros ámbitos y negocios, difícilmente un estudio de mercado hubiera detectado la buena acogida de productos que causaron giros copernicanos, como por ejemplo Airbnb, Wework o Uber, los cuales revolucionaron la forma de hacer turismo, de trabajar y de transportarnos.

En el mundo inmobiliario, los desarrolladores generalmente se abocan a lo conocido, procurando basarse en lo evidente. Por ejemplo, suele adquirirse un lote a partir de la premisa de que en cierto barrio están faltando las unidades de dos y tres ambientes, o de que en otro sitio hay una demanda insatisfecha obvia de oficinas *premium* o de galpones logísticos. Es menos usual el desarrollador que se anima a dar nacimiento a lo nuevo, tal como en su momento fueron los primeros barrios privados, los fideicomisos al costo —fundacionales del formato—, las torres con *amenities* o los condohoteles. Algunos de estos modelos generaron grandes cambios, surgidos más de la creatividad de un desarrollador que de los datos duros de un buen estudio de mercado. En cualquier caso, la buena información es insoslayable y clave para comenzar el recorrido de un proceso consistente que finalice en un buen proyecto inmobiliario.

La segunda cuestión que indican las mejores prácticas a la hora de organizar un emprendimiento desde la perspectiva física del objeto es, naturalmente, la **arquitectura**. Hay que remarcarlo desde el inicio con toda claridad: el desarrollador inmobiliario y el arquitecto van indefectiblemente de la mano, en una relación que tiene sus dificultades. Mientras que en mercados más grandes y sofisticados los arquitectos no suelen liderar emprendimientos, dejan-

do las tareas esencialmente empresariales a quienes tienen formación técnica para ello, en otros sitios -como en la Argentina- es normal encontrarlos conduciendo negocios de *real estate* de gran envergadura. Estos profesionales, si bien cuentan con muy buena capacitación para proyectar y construir, tienen una capacidad limitada para estar al frente de empresas de desarrollo. En efecto, un arquitecto como gerente general de una desarrolladora deberá tomar decisiones de financiamiento, comerciales, legales e impositivas para las cuales no está preparado. Por otra parte, resulta imprescindible que el *developer* incorpore al mejor estudio de arquitectura que pueda resolver cada caso que se le presente, lo que no quiere decir que deba recurrir a profesionales famosos ni caros. Cada programa, cada sitio, cada momento y cada escala de edificación reconocen la existencia del profesional idóneo para el caso. Contratar a un arquitecto prestigioso y con una trayectoria reconocida en un determinado barrio puede ser mucho más conveniente que importar servicios de otro profesional, que puede ser experto en temáticas que nada tengan que ver con ese proyecto ni con ese mercado.

Respecto de los arquitectos desarrolladores, podemos mencionar que en muchos casos estos asumen ambas tareas y que en esencia estas no son incompatibles, salvo que no exista un claro entendimiento del sentido económico que indefectiblemente marca el norte del proyecto o, peor aún, que haya una tergiversación de este concepto central. Existen ejemplos, sobre todo con arquitectos muy afamados, en los que el negocio inmobiliario y la rentabilidad sobre la inversión son considerados casi males necesarios para hacer posible la obra, que es vista como un monumento, un aporte a la ciudad, un hito en la historia de la arquitectura o un eslabón más en el devenir de las artes mayores. Nada más alejado de las mejores prácticas del mundo de las inversiones en bienes raíces que este abordaje, aunque en determinadas circunstancias puede llegar a dar buenos resultados. Un diseño de Norman Foster o de Zaha Hadid le agrega prestigio al emprendimiento, marca, prensa, reconocimiento, e incluso arquitectura de excelencia, pero puede generar problemas complejos, como la imposición de requerimientos técnicos antieconómicos o exigencias formales que apunten más a aumentar la fama del autor que el bolsillo de los inversores.

Dentro de la misma dimensión física, la siguiente variable a considerar es la **construcción**. Es algo crítico porque los bienes inmuebles son, por definición, durables, activos sólidos que nacen para permanecer en el tiempo e incluso sobrevivirnos, y esto no puede desligarse de la calidad edilicia. Construir mal, con vicios, con materiales defectuosos o de calidad impropia va en contra de

los objetivos del desarrollo inmobiliario. Por supuesto, siempre se debe tener en cuenta el tipo de proyecto que se está llevando adelante, de modo que cada decisión de esta naturaleza establezca el equilibrio óptimo entre precio y calidad.

Lamentablemente, construir bien no es lo más usual, y en ciertos mercados no es infrecuente que se desencadene un círculo vicioso que atente paulatinamente contra la construcción de calidad. Por ejemplo, la influencia de los sindicatos puede llegar a fomentar el uso intensivo de mano de obra en detrimento de la incorporación de nuevas tecnologías. Además, estas mismas organizaciones se oponen a veces al impulso empresarial tendiente a la mejora de la productividad, reduciendo costos y plazos. A su vez, en ciertas circunstancias los fabricantes locales de insumos se resisten a la apertura de la economía para no tener que competir con las importaciones. Este tipo de actitudes puede generar que en vez de construir mejor, más barato y más rápido, se lo haga de manera ineficiente desde todo punto de vista.

Otra cuestión a tener en cuenta es la **gestión comercial del proyecto**, que debe ser la óptima para cada producto. Tradicionalmente, los brókeres de *real estate* han tenido el liderazgo en esta materia, no obstante lo cual, con el advenimiento de las nuevas tecnologías de comunicación, existe en los últimos tiempos una fuerte amenaza que puede generar la desintermediación, es decir, la pérdida de influencia de los brókeres debido al crecimiento del *big data*, cada vez más accesible. Si esta evolución se verifica, es posible que en el futuro los emprendimientos terminen prescindiendo de las inmobiliarias. En el mundo que viene, nadie tiene su fuente de trabajo garantizada.

2. DIMENSIÓN FINANCIERA

Abordar de manera consistente la primera dimensión de los proyectos, que hemos denominada física, no necesariamente alcanza para que el proyecto sea exitoso, es decir, que maximice su rentabilidad. La industria de los desarrollos inmobiliarios tiene la peculiaridad de operar sobre la base de márgenes brutos acotados y ello es así en todas partes del mundo; la diferencia entre el precio de venta y la suma de todos los costos tiene como porcentajes máximos entre el 20% y el 30%. Debe tenerse en cuenta que los proyectos, desde su inicio hasta su finalización, suelen extenderse más de tres años; por lo tanto, al anualizarlo, ese margen no resulta proporcional al riesgo de la actividad.

Para ser exitoso, un emprendimiento se ve ocasionalmente obligado a atravesar dificultades y riesgos que, bien ponderados, deberían llevarnos a exigir al negocio una rentabilidad acorde, que podría ser del 20% o 30% anual; esto, salvo situaciones extraordinarias, no se logra. Aquí surge la segunda dimensión que necesariamente debe considerarse si se quieren alcanzar grandes resultados, que consiste en **el arte de financiar los proyectos**. Es decir, si un negocio no puede superar un cierto nivel de ganancia, la manera de potenciarla pasa por acotar el capital propio y elevar el resultado con fondos de terceros captados en condiciones favorables.

En los proyectos inmobiliarios esto se alcanza de diversas maneras. La más usual es **la preventa**, que en muchos países genera fondos de libre disponibilidad para el desarrollador, que los utiliza para financiar la construcción. Su captación suele efectuarse con un costo de capital reducido, que se traduce en el descuento efectuado a los adquirentes de unidades por entrar en pozo. Hay mercados en los cuales esta modalidad está muy restringida, como es el caso de los Estados Unidos, donde se debe crear una cuenta llamada *escrow* o fiduciaria en la cual quedan depositados todos o la mayor parte de los pagos en pozo hasta que finalice la construcción. Ello es así en protección del comprador, ya que se entiende que entrar en pozo no es algo de bajo riesgo y resulta, además, un tipo de inversión que el inversor minorista difícilmente pueda evaluar con consistencia. Pero en la mayoría de los países, entre ellos la Argentina, ese dinero entra directamente a la caja del proyecto para ser utilizado en la obra.

Otra modalidad muy difundida en los mercados a la hora de captar fondos de terceros es la utilización de **créditos bancarios para la construcción**. Con tasas de interés bajas, este formato puede resultar altamente eficaz (mejor que la preventa) para potenciar la rentabilidad sobre el capital propio, que en la jerga es denominado como *equity*. En los mercados en los que los bancos financian masivamente los proyectos, estos terminan convirtiéndose en jugadores clave del negocio; son quienes aprueban o rechazan cada emprendimiento y, también, quienes dan las hipotecas a los compradores finales a largo plazo¹. Los bancos son muy influyentes en la dinámica diaria de los proyectos; por ejemplo, suelen exigir un mínimo de unidades prevendidas

¹ En este escenario puede producirse un endeudamiento creciente e ilimitado, lo que puede volverse peligroso, en especial si se genera una burbuja como ha sucedido hace unos pocos años en los Estados Unidos y en España.

antes de iniciar los desembolsos de los créditos e, incluso, definen la forma de pago en pozo. Por lo general, admiten hasta un máximo de 20% o 30% del precio a ser abonado hasta la posesión y el saldo en ese momento. Así, se aseguran un flujo genuino de repago de la deuda tomada por el *developer* al finalizar la construcción y, además, garantizan la posibilidad de colocar hipotecas a largo plazo a cada cliente, a la entrega y posesión de la unidad.

Otra forma de minimizar el capital propio es el esquema conocido como **aporte del terreno contra metros**. Bajo este sistema, un propietario de un lote entra al negocio con ese activo y se asocia con un desarrollador inmobiliario que se compromete a llevar adelante el emprendimiento. El primero limita su participación al canje del terreno por futuras unidades en el proyecto, que constituyen un porcentaje fijo y adecuadamente garantizado por el *developer*, quien suele realizar simultáneamente una preventa en pozo, de modo que su propio *equity* en el negocio tiende a minimizarse.

Por último, es también usual que las empresas constructoras tomen **parte de su pago en metros** del emprendimiento, al igual que otros profesionales que prestan diversos servicios, como los arquitectos, los escribanos y los comercializadores. Este repertorio de opciones debe conjugarse correctamente para lograr el objetivo que se busca, que consiste en acotar la inversión de capital de riesgo para que, respecto del margen del proyecto, la rentabilidad luzca mejor.

Como ya dijimos, entre la suma de la totalidad de los egresos y los ingresos queda un margen del orden del 20% al 30%. Esta rentabilidad debe medirse en función del capital propio aportado y no en relación con la totalidad de los fondos afectados al proyecto. Un inversor mira cuánto le queda respecto de lo que aportó en forma neta, y no del total de los fondos que fueron necesarios para comprar el terreno y construir el edificio. Si buena parte del dinero provino de terceros (bancos, preventa, canje del lote, canjes con contratistas, etc.), lo relevante es el porcentaje de ganancia en relación con el *equity*, que en este tipo de proyectos oscila entre el 20% y el 40%. Estos valores son admitidos en la industria como estándares, como lo es también la previsión de que en los tres años que dura el negocio (en promedio) esta rentabilidad tienda a duplicarse.

Es conveniente comparar diversos mercados para apreciar cómo las variables móviles se van adaptando a las fijas. Se debe tener en cuenta que el costo de construcción es relativamente fijo, al igual que el paquete de gastos

generales, honorarios e impuestos, y lo mismo sucede con el margen bruto del negocio, que es universal. A su vez, el precio de las unidades está muy condicionado por la capacidad de pago de las familias. Donde predominan los créditos hipotecarios, el 25% o 30% de los ingresos familiares está destinado al pago de la cuota. En función de la tasa de interés es posible saber qué préstamo puede obtener una familia tipo en promedio, según sus ingresos, y ello termina condicionando el precio de las propiedades. Como los inmuebles son bienes durables, y dado que la mayor parte de las transacciones en un mercado suelen ser con usados, el costo de reposición de un bien no es tan relevante a la hora de determinar su precio, como sí lo es la tasa de interés y el nivel de ingresos de la población. Aún en aquellos mercados que operan sin hipotecas, los precios de las propiedades están fuertemente condicionados por la capacidad de pago de las familias de un alquiler o del ahorro para adquirir dicho inmueble.

Como puede verse, se trata de una ecuación de naturaleza bastante rígida, en la cual queda por despejar el valor de la tierra que, en general, se deriva del resto de las variables. Es interesante percibir cómo el mercado de tierra urbana incorpora esta dinámica y arroja precios de lotes que, a veces, pueden sorprender a quienes no tienen conocimientos en la materia. Existen momentos en los cuales al comparar el costo de la tierra, junto a todo lo necesario para construir un proyecto con el precio de venta de las unidades, casi no queda margen de ganancia. No obstante ello, muchas veces se encuentra demanda para esos terrenos. Puede generar sorpresa, hasta que se comprende que el desarrollador probablemente solo ponga su capital para la adquisición del lote, mientras que el resto del proyecto será financiado por un banco, con preventa o con alguna de las alternativas antes mencionadas. De este modo, aun con un margen final relativamente pequeño en relación con los fondos efectivamente desembolsados, puede llegar a ser un gran negocio, incluso habiendo adquirido la tierra a un precio alto.

Por ello es que denominamos esta dimensión como “el arte de financiar los proyectos” por cuanto de ninguna manera se trata de sumar capital o activos de terceros en cualquier condición. Por ejemplo, en caso de lanzar una preventa muy agresiva, a precios muy bajos, es probable que se coloquen todas las unidades muy rápidamente. Ello garantizará que no se ponga más capital que el necesario para la compra del lote, pero se puede llegar a licuar completamente la utilidad, de modo que el margen estándar se achique tanto que, aun respecto del acotado capital propio, se trate de una rentabilidad insufi-

ciente. Lo mismo puede ocurrir con los créditos bancarios: si la tasa de interés es demasiado elevada, se deberá afectar una parte sustancial del margen para pagarla, de manera que ello también terminará reduciendo la ganancia sobre el capital del desarrollador. Otro tanto puede suceder con el aporte de tierra a cambio de metros. Nada más atractivo para un desarrollador que acceder a un lote sin pagarlo en efectivo, sino mediante un compromiso de entrega de futuras unidades. Lo usual es que se fije un porcentaje, de modo que el emprendedor pueda hacer su análisis de rentabilidad contemplando la obligación de construir la totalidad de la obra, pero disponiendo luego de solo una parte de los metros para vender y lograr su ganancia, mientras que los otros serán precisamente del aportante. Aquí también la ganancia depende del porcentaje que le corresponda a cada uno. Si el desarrollador acepta que el aportante se lleve demasiado, aun acotando su propio *equity*, puede llegar a ganar muy poco, nada, o hasta perder dinero. Detengámonos en cómo se puede estructurar este tipo de relación entre el *developer* y el dueño de la tierra (quien valúa lo suyo según lo que establece el mercado para el caso de venderlo en efectivo, pero está dispuesto a entrar en el proyecto recibiendo metros que, una vez terminados, le darán un mejor resultado).

En el caso del aporte de terreno contra metros, la pregunta que surge en este tipo de transacciones es qué debe considerarse para la definición de los metros que le corresponden como aportante: el costo o el precio de las unidades por metro cuadrado. Por supuesto que no es lo mismo, dado que en el primer caso el aportante se llevará más unidades y en el segundo, menos. Naturalmente, al desarrollador le conviene lo segundo, mientras que el dueño de la tierra suele exigir lo primero, debido a que es el primero en aportar un activo real al negocio en el que el *developer* está ingresando con entusiasmo, con un prestigio a poner en juego, muchas promesas y mínimo capital. Por ello suele ser difícil que el propietario del lote acepte recibir metros al mismo valor que luego pagará un adquirente cualquiera de unidades cuando el proyecto comience a madurar. El ejemplo es pertinente porque abre las puertas al entendimiento de la problemática del arte de financiar los proyectos inmobiliarios. El desarrollador podrá argumentar que la entrega de metros a un valor cercano al precio de venta es la opción más razonable. Esto último será dependiendo de cómo se pacte la relación entre ambas partes; si fueran socios y ambos corriesen iguales riesgos, lo lógico sería que entren al costo. Pero si al desarrollador se le exigen garantías reales de cumplimiento de sus obligaciones, incluso más allá de los activos en juego en el proyecto, el riesgo del aportante se reduce significativamente, de modo que se puede justificar

que las unidades se tomen a un valor unitario cercano al precio, solo contemplando el paso del tiempo más que el riesgo de no recibir los metros y tener que ejecutar las garantías. En ese sentido, no es lo mismo que la relación entre las partes se pacte como de naturaleza societaria o como de un deudor de metros respecto de un acreedor (el aportante), en cuyo caso recibirá menos metros, pero sostenidos por mejores garantías ligadas a la existencia de un *afecto societatis* derivado de este tipo de esquemas asociativos, algo difícil de lograr entre desconocidos.

Es importante comprender que los proyectos inmobiliarios, más allá de este ejemplo puntual, son lanzados genéricamente para sumergirse en el mundo del financiamiento y la captación de fondos de terceros en sus diferentes formatos. Al momento de evaluar cada opción y conformar la estructura óptima es necesario conocer cada modalidad, negociar eficazmente sus condiciones y evaluar el esquema de garantías exigido, que muchas veces vuelven el proyecto tan inflexible que termina atentando contra su éxito. Los emprendimientos que atravesaron la crisis de las burbujas inmobiliarias de los Estados Unidos y Europa así lo acreditan. Con deudas enormes, fuertemente avaladas y garantizadas, y acreedores bancarios inflexibles, los desarrolladores no tuvieron más opción que quebrar, acelerando la crisis y generando una caída en picada del valor de la propiedad. En Argentina, sin financiamiento bancario pero con igual proporción de apalancamiento por preventas, las crisis resultaron menos dolorosas por cuanto los acreedores (dueños de terrenos en aporte, compradores en pozo, etc.), sin rígidas garantías reales, en general se ven obligados a negociar la salida de cada situación problemática.

Una vez que un *developer* comprende la necesidad de estructurar con pericia el financiamiento de su proyecto, y en la medida en que entienda en profundidad cada modalidad, podrá alcanzar un nivel de rentabilidad atractivo para su propio capital y el de sus inversores, aun en un negocio de margen bruto acotado. Sin embargo, deberá ser consciente de los riesgos propios de cada tipo de estructuración financiera. Siempre es mucho más seguro llevar a cabo el proyecto solo con recursos propios, sin hacer ningún tipo de promesas a terceros. Es decir, sin tomar lotes en canje, ni hacer preventas en pozo ni endeudarse con créditos bancarios. La desventaja de esta modalidad conservadora es el nivel de rentabilidad. Con el margen promedio de la industria, el proyecto puede terminar otorgando una tasa de retorno de un dígito anual, más propia de una inversión en un activo de renta operativo que de un desarrollo nuevo, con todos sus riesgos asociados.

3. DIMENSIÓN CONTEXTUAL

La tercera dimensión de los proyectos inmobiliarios no depende ni del objeto en sí mismo ni de los fondos que se captan para ejecutarlo, sino que es un emergente directo del contexto. Históricamente, la bibliografía de *real estate* sostiene que la clave del éxito de un proyecto inmobiliario pasa por tres factores que se resumen en una palabra: “*location, location, location*” (“ubicación, ubicación, ubicación”). Tratándose de bienes inmuebles (que por su naturaleza no pueden cambiar de sitio), esta premisa refleja una gran sabiduría: al no poder modificar la implantación del emprendimiento una vez adquirido el terreno, ese aspecto resulta crucial a la vez que incorregible, mientras que el resto de las variables del negocio pueden adecuarse a cambios de mercado o a errores cometidos. Siempre es posible ajustar los precios o alterar la calidad edilicia, pero una localización deficiente no tiene solución.

Sin embargo, en los últimos años se ha verificado un cambio conceptual relevante que ha modificado de raíz esa máxima histórica. Impulsadas por las grandes crisis (como las burbujas inmobiliarias), se replantearon buena parte de los supuestos contenidos en los estudios sobre bienes raíces. En la Argentina, con la volatilidad de la economía, esta cuestión es fácil de entender; por ejemplo, un bien inmueble adquirido a la salida de la convertibilidad, entre los años 2003 y 2005, incrementó de manera sustancial su valor en relativamente poco tiempo (ya en los años 2007 o 2008). Esto se debe a que la megadevaluación que tuvo lugar en el país en los primeros años de la década del 2000 determinó un fuerte descenso de los valores en dólares, incluido el valor de las propiedades. Con el paso de los años, esos valores se fueron acomodando y el tipo de cambio se acercó a lo que es usual en el mercado local, que tiende a ser relativamente caro medido en dólares (aunque alternándose con breves períodos históricos durante los cuales sucede lo contrario). En el mundo se encuentran múltiples ejemplos similares: en Miami, entre 2008 y 2009, las propiedades valían muy poco, al igual que en Madrid para esa misma época. Más recientemente, en especial en la Florida, se vivió una increíble recuperación que llevó los precios incluso por encima de los que se manejaban durante la burbuja.

A la luz de estas referencias, que nos son familiares, es que se ha ido cambiando la máxima universal que asegura el éxito de una inversión inmobiliaria hacia la que dice ‘*timing, timing, timing*’, lo cual constituye la tercera dimensión

de los proyectos inmobiliarios. Ello significa que, aun en caso de que se aborden las otras dos dimensiones con solvencia y pericia, si la lectura del *timing* (del ciclo) al hacer la inversión es errónea, lo más probable es que el resultado sea malo. Por el contrario, un acierto en el *timing* posiblemente garantice la rentabilidad, incluso aunque el desarrollador no haga lo demás con excelencia. Por supuesto que quien encaró un emprendimiento en 2003 en la Argentina (retomando el ejemplo anterior), bien pudo haber hecho un pésimo negocio, por ejemplo, si se apuró a vender en pozo, mientras que quienes le compraron capitalizaron el incremento de valores producto de la situación macro.

Los inversores más avisados, con capacidad de encarar una estrategia global de captación de oportunidades, leen permanentemente los ciclos de cada sitio y, en función de ello, toman decisiones. Luego, la estrategia de inversión admite no ser tan sofisticada. Estos inversores no se preocupan por encontrar el mejor terreno ni por realizar el mejor proyecto; tampoco por hacer adquisiciones al mejor precio posible, ni ventas al valor más elevado. El foco está puesto en la cuestión del *timing*, y cuando encuentran un lugar en el mundo al que vale la pena ir porque se ha abaratado por alguna razón y hay perspectivas que se incremente su valor a futuro, se dirigen allí con el objetivo de comprar lo mejor que se pueda. No apuntan necesariamente a adquirir el mejor activo; tan solo algo simple y bueno, para esperar luego a que el propio mercado lleve los valores hacia arriba, con el fin de salir en ese momento. Este no es un juego fácil, ni es para cualquiera; es apto solo para inversores grandes y sofisticados, pero es el mejor reflejo del entendimiento de esta variable estructural de las inversiones inmobiliarias. Esta variable supone, e incluso exige, que hagamos una lectura profunda del contexto para avanzar solo si nos resulta favorable, más allá de la calidad del negocio puntual que tengamos entre manos.

En la Argentina, por ejemplo, el valor de los inmuebles medido en dólares es desde siempre inversamente proporcional, medido en dólares. En los breves períodos durante los cuales el país resulta barato para los extranjeros y el dólar caro para los argentinos, las propiedades (al igual que otros bienes domésticos) suelen ser muy accesibles, de modo que conviene entrar al mercado haciendo adquisiciones. Son épocas inciertas y muy volátiles, pero interesantes para los buenos inversores que miran negocios cuando la mayoría prefiere desprenderse de activos. Por el contrario, cuando los argentinos ganan bien en dólares y pueden comprar en el exterior muy por debajo de los costos locales (lo más usual en series históricas largas) es el momento de no hacer adquisiciones lo-