

INVERSIÓN EN BIENES RAICES

Hasta ahora, hemos hablado fundamentalmente de inversión en títulos valores y derivados de estos, que son instrumentos financieros y, por lo tanto, intangibles, donde la preocupación se limita a buscar que estos tengan una certeza razonable de que vamos a cobrar los rendimientos periódicos y tendremos la posibilidad de venderlos en un mercado secundario para recuperar el capital invertido, es decir, nos preocupamos porque tengan un buen flujo de caja. Aunque también es una inversión, cuando hablamos de bienes raíces, con excepciones, estamos hablando de activos reales, cuya preocupación va un poco más allá, porque si bien es cierto que el flujo de efectivo nos interesa, hay otros elementos generadores de conflicto.

De tal manera que, la analogía de las técnicas que hemos venido mencionando son una base importante para este estudio, pero hay que tener mucho cuidado, porque la analogía total no existe; son animales diferentes. Los mercados de bienes raíces difieren de los mercados financieros lo suficiente como para justificar un tratamiento o estudio especial. Empezaremos por agrupar las diferencias en tres categorías:

- La relacionada con la filosofía del inversionista
- La relacionada con las peculiaridades de los activos
- La relacionada con los rasgos específicos del mercado

ACTITUD DEL INVERSIONISTA

La inversión en bienes raíces es como cualquier otra inversión, como acciones o bonos, donde puedes tener una propiedad compartida. Aunque exista un alto potencial para obtener grandes beneficios, no hay que olvidar que están expuesto a un nivel significativo de riesgo y, debido al riesgo a que está expuesto, el inversionista aspira un rendimiento más elevado, al que obtendría con una inversión alternativa menos riesgosa (prima de riesgo).

La actitud del inversionista ordinario en bienes raíces es estar más preocupado por el valor final (reventa – swap) de la propiedad que de sus flujos anuales. Esto se debe a que el valor final siempre estará por encima del valor de adquisición, aunque esto implique la aceptación temporal de flujos de efectivo, en la mayoría de los casos negativos.

CARACTERÍSTICA DE LOS ACTIVOS

Los bienes raíces (terrenos, casas, edificios residenciales, edificios de oficinas, centros comerciales, etc.) tienen ciertas características especial, que hay que estudiar para entender los mercados donde se producen y transan estos activos.

- **Localización:** por su naturaleza, son inamovibles; resulta un tanto difícil mover una edificación de un lugar a otro⁽¹⁾. También es poco probable que se pueda modificar el ambiente que los rodea. Adicionalmente, cada bien es diferente a otro, tiene sus propias características, y están sujetos a los cambios del mercado, por lo que su valor se altera debido a factores externos. Así podemos definir hasta tres (3) tipos de localización: *de espacio, de tiempo, y de posicionamiento*.

La localización de espacio tiene que ver con la parte geográfica o física de la propiedad. Frecuentemente oímos la expresión “si esta casa estuviera en X sitio, valdría mucho más”. Y es que precisamente, dependiendo de lugar en que se encuentre, el bien producirá mejores o peores flujos ordinarios y finales. La localización en el tiempo se refiere al *timing*. Dependiendo del momento en que se encuentre, el bien o la propiedad será susceptible a producir mayores o menores flujos. Quizás el mejor ejemplo es el caso de los centros comerciales en Valencia. Se ponen de moda y después de un tiempo surge otro que lo desplaza y nos olvidamos de él. Recordemos la época de oro del *Big Low Center*. Los fines de semana era imposible entrar, porque estaba totalmente lleno. Hasta que apareció el *Caribbean Plaza*. La gente consideró que este era más céntrico y más seguro y se fue olvidando del *Big Low*. Y así fueron apareciendo otros centros comerciales (Shopping Center, La Granja, Mediterranean, Sambil, Metrópolis, Parque Cristal, por solo mencionar a los más emblemáticos), y la historia se ha ido repitiendo con mayor o menor impacto. Si alguien pudo vender un local comercial en el Big Low en su época de oro, hizo el negocio del siglo; si no lo vendió, ahora pensaría en suicidarse.

La localización por posicionamiento tiene que ver con el nicho de mercado en que se encuentra: si es comercial, si es industrial, si es residencial; y dentro de cada uno de ellos, los diferentes subnichos o submercados que puedan existir. Por ejemplo, en el residencial, puede ser unifamiliar o multifamiliar.

- **Tamaño e indivisibilidad:** los bienes raíces son activos grandes, no solo en tamaño, sino también en costo. El tamaño dificulta el fraccionamiento y la rápida adaptación del promotor a los cambios en la demanda y, aunque a veces es posible hacerlo, por lo general genera grandes complicaciones. Me refiero a que no se puede ir construyendo un edificio de apartamentos, por ejemplo, y construir uno y venderlo,

para construir el otro, y así sucesivamente. Lo lógico es construirlos todos de una buena vez, venderlos y empezar con otra edificación. Esto nos lleva también a observar que el período de gestación es usualmente largo, antes de poder concluirlo; y en ese período pueden ocurrir nuevos eventos que cambien la situación original existente cuando se tomó la decisión.

- **Vida útil:** en términos generales, si se les da un adecuado mantenimiento, la vida física de los bienes raíces es casi eterna; pero por los aspectos que se han explicado antes, posiblemente su vida económica sea finita. El mejor ejemplo de esta característica es el caso de Las Mercedes en Caracas, y de El Viñedo en Valencia. Las casas que habían en ambas zonas seguían teniendo una vida útil física apreciable, pero el cambio de utilización de residencial a comercial hicieron que su vida económica estuviese limitado. Por eso, a los propietarios no les quedó más remedio que hacer una remodelación total para adecuar las propiedades a las nuevas necesidades e incluso, en algunos casos consideraron más prudente demolerlas y construir una nueva edificación, acorde con la necesidad y la época.

CARACTERISTICA DEL MERCADO

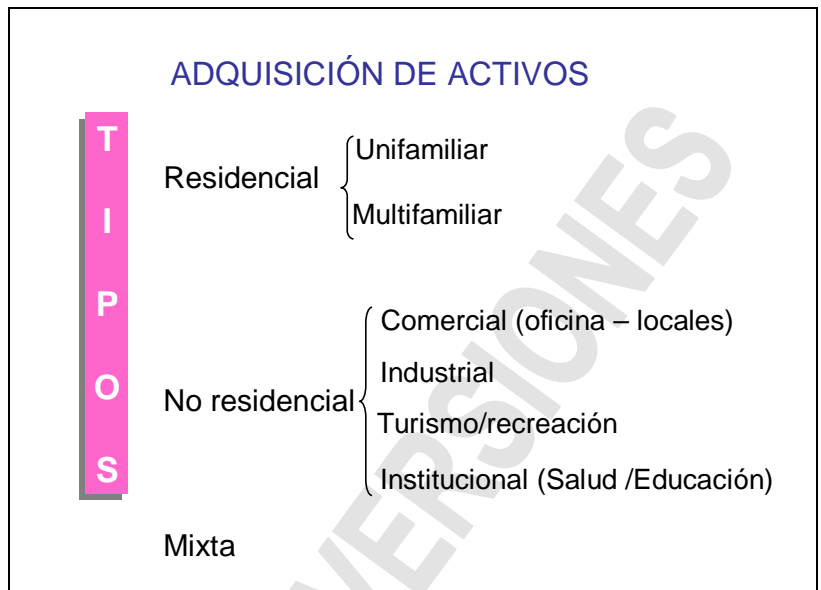
Por la misma razón de los bienes raíces no son homogéneos, sino completamente heterogéneos, tampoco se puede hablar de un mercado sino de mercados por las características de fragmentación, opacidad, viscosidad, y comportamiento cíclico que presentan.

- **Fragmentación:** los mercados de bienes raíces presentan una altísima fragmentación por sus mismas características. Por eso conseguimos mercados diferentes por regiones, por el uso, y por el segmento objeto. Esto se refiere, por ejemplo, que no es igual el mercado de inmuebles en Carora, donde la demanda no es tan grande al de Caracas, donde la demanda supera por “n” veces la oferta. Tampoco es igual el mercadeo para unidades habitacionales que para unidades comerciales, porque la estrategia de ventas y financiamiento es, en la mayoría de los casos, totalmente diferente. Finalmente, en el caso de unidades residenciales, los mercados actúan en forma diferentes, si estamos hablando de unidades de lujo o de unidades de interés social. Pero el problema no llega hasta allí; porque dentro de cada una de estas elementales diferencias que he establecido, se consiguen diferencias, lo cual hace que se generen submercados, como viviendas unifamiliares o multifamiliares, por ejemplo. Por todo lo dicho, se pueden categorizar los mercados en residenciales, comerciales, e industriales, pero teniendo presente que existen dentro de estos varios submercados.
- **Opacidad:** las negociaciones de bienes raíces son menos frecuentes, lo cual las hace menos visibles, ya a veces incluyen arreglos personales, que muestran precios diferentes (indicar precios diferentes a los reales por razones de impuesto, por ejemplo). Tampoco hay bases de datos confiables sobre los precios de mercado de los bienes. Por eso se dice que en esta actividad, la información es totalmente asimétrica. Esto hace que los mercados sean “opacos”; es decir, que no es fácil aplicar un proceso de arbitraje para determinar el valor justo de una propiedad. A esta dificultad se enfrentan los tasadores, que tienen que hacer un cálculo del justiprecio de las propiedades.
- **Viscosidad:** los mercados inmobiliarios son como el matrimonio: que fácil es entrar, pero que difícil es salir. Normalmente un inversionista puede dar un anticipo o un “arras” y ya está dentro del negocio, pero si por alguna razón no puede seguir en él, va a tener que incurrir en altos costos o pérdidas para poder salir. En los costos puede haber, gastos de notaría, comisiones, penalizaciones por terminación anticipada, etc., que en términos general son mucho más altos que aquellos en el mercado de valores.
- **Comportamiento cíclico:** se refiere a los “tumbos” que dan los mercados de tiempo en tiempo. Esto puede hacer que cuando una obra se inició, las expectativas eran unas, pero cuando la obra queda totalmente terminada, ya las condiciones de mercado son otras. Esta característica guarda estrecha relación con lo que denominamos antes “localización temporal”. Por ejemplo, el proyecto original de Parque Cristal incluía un hotel; al final, el área fue convertida en oficinas. En el mercado de oficinas, la demanda va en función al ritmo económico del país y a su crecimiento. Con trece trimestres de crecimiento del PIB, debe asumirse que la demanda de oficinas va a aumentar.

FORMAS DE INVERSION EN BIENES RAICES

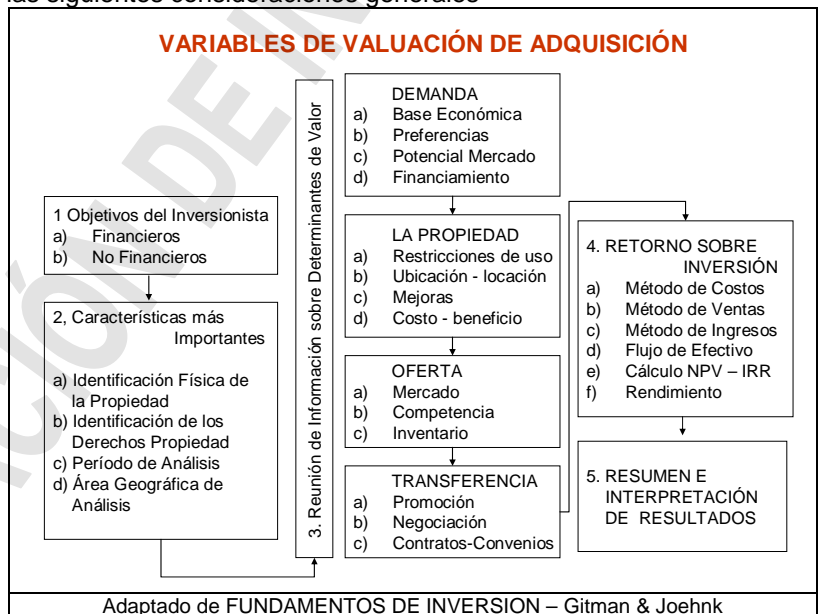
Existen varias formas de invertir en bienes raíces, dependiendo de los recursos disponibles, del objeto de la inversión, y del nivel de riesgo que se quiera correr.

Adquisición de activos: esta tipo de operación normalmente es la utilizada por inversionistas cuyo objetivo es generar un ingreso periódico, siendo la apreciación del activo un objetivo deseable pero no el único. Lo que se busca en estos casos es el rendimiento sobre la inversión, a través de los ingresos periódicos y la eventual apreciación. También persigue la diversificación de la cartera de inversiones, y la obtención de ciertos beneficios fiscales. Son muchos los factores que hay que tener en cuenta en este tipo de inversión. Lo primero es decidir hacia que mercado debe orientarse (comercial o residencial) y, dentro del mercado seleccionado, hacia cual de los submercados hay que orientarse (oficinas, locales comerciales, viviendas unifamiliares o multifamiliares).



Adicionalmente, hay que tener presente las siguientes consideraciones generales

- Estimación de los Ingresos: cada una de los tipos de propiedad indicados tendrá un grado específico para producir rentas. Ahora bien, ese potencial de generar ingresos será mayor o menor, dependiendo en primer lugar, de la economía del país (crecimiento – depresión) y sus necesidades, de la ubicación de la unidad, y los elementos de demanda y oferta de la propiedad que esté siendo analizada.
- Habilidad para atraer inquilinos: si la consideración anterior era netamente económica, esta es predominante de mercadeo. Por ejemplo, la demanda puede ser muy buena, porque hay suficientes empresas en la zona, que pueden estar demandando espacio para si (oficinas – locales) o para sus trabajadores (residencial). Pero si no se hace un efectivo mercadeo, se pierde la oportunidad de lograr los contratos.



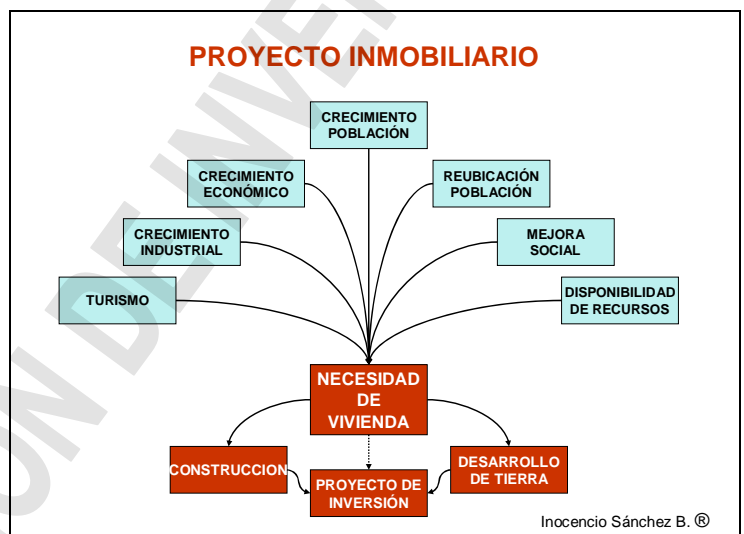
- Unidades desocupadas: muy rara vez se puede obtener la renta potencial de todas las unidades disponibles, por lo que necesario estimar la posibilidad de que en ciertos momentos haya “vacantes”. Lo sensato es estimar un porcentaje de desocupación, basándose en estudios de mercado o en experiencias propias o ajenas.
- Gastos: también es un elemento importante la estimación de los gastos (fijos y variables) que deberán ser cubiertos por el propietario. En Venezuela, por ejemplo, debido a los procesos inflacionarios y de inseguridad que hemos y estamos viviendo, los gastos de condominio son bastante elevados y, por norma general, estos deben ser absorbidos por los propietarios, por lo que la renta que se fije debe tener esta previsión. Algunos propietarios acostumbran obligar a los inquilinos a pagar el condominio, pero esto no es totalmente legal, porque la responsabilidad final, de acuerdo con la Ley de Propiedad Horizontal, la obligación es del propietario.
- Contratos de arrendamiento: este es un factor importante y no deben escatimarse gastos para hacer que sea revisado legalmente por abogados y especialista en la materia. El contrato, sin necesidad de ser una camisa de fuerza, debe proteger el arreglo alcanzado entre el propietario y el inquilino. Deben

establecerse muy claramente los deberes y derechos de los inquilinos y el tratamiento de las mejoras a la propiedad alquilada.

- Valoración: es recomendable hacer inspecciones periódicas a las facilidades alquiladas, para asegurar de que está recibiendo el mantenimiento debido. De no hacerse, se corre el riesgo de que la propiedad se deteriore y se devalúe, en lugar de apreciarse.
- Riesgos: los riesgos en este tipo de actividad son múltiples y deben realizarse estudios y esfuerzos para minimizarlos. Ya se ha mencionado lo de los contratos y del mantenimiento, pero no deben descuidarse los análisis para la selección del inquilino o sus fiadores, los mecanismos de cobro de los cánones vencidos, las relaciones legales, tanto con el inquilino, como con los organismos oficiales que tienen que ver con la materia de inquilinato.
- Disposición y renovación: la inversión se plantea en función a la recepción de beneficios por un período finito. Sin embargo, como se mencionó antes, la duración del activo puede ser indefinida. Por eso, dependiendo de situaciones como las condiciones del mercado, las necesidades de los usuarios, etc., cada cierto tiempo es recomendable evaluar la posibilidad de vender el bien y comprar otro más moderno o mas accesible a los clientes.

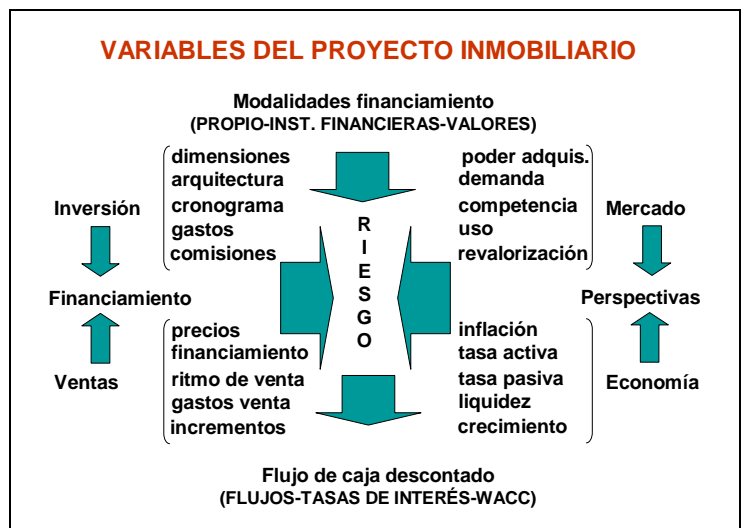
CREACIÓN DE ACTIVOS

Como es de suponer, en vez de adquirir activos ya construidos, el inversionista puede optar por hacer su propio desarrollo, incluyendo el proceso de construcción. En este orden de ideas, se debe partir por la evaluación de la necesidad de vivienda o de unidades comerciales o industriales. Para ello es necesario llevar a cabo un profundo análisis de la economía del país, para determinar cuales son la áreas que están en crecimiento y, en función a ello, determinar hacia donde están las necesidades de unidades, que pudiesen ser objeto de desarrollo y / o construcción. Una vez determinada la necesidad y la disponibilidad de recursos, se procederá a elaborar el proyecto de inversión. Por su importancia, los analizaremos en forma invertida, primero la construcción y finalmente el desarrollo.



CONSTRUCCIÓN

Emprender un proyecto de construcción es sumamente riesgoso, porque involucra una alta inversión, y está asociado a muchas variables, sujetas de muchos factores, tanto endógenos como exógenos. Quizás el elemento más importante a considerar es el monto de la inversión requerida, para luego poder determinar cuáles son las alternativas de financiamiento que pueden ser utilizadas. Para ello, nada mejor que la elaboración de un flujo de caja o de efectivo, esa potente herramienta que está presente en toda la vida y las actividades de cualquier negocio.



Características del Proyecto: este primer elemento nos permitirá generar el monto de la inversión. Se parte por estimar cuales con las dimensiones de proyecto, tomando en cuenta un preproyecto de arquitectura. A partir de allí es necesario elaborar un cronograma tentativo de las actividades a realizar, que nos permita estimar la duración del proyecto, y los gastos en que haya que incurrir. Con el conocimiento del valor metro cuadrado de construcción, y los demás gastos asociados podemos calcular con bastante aproximación la inversión total.

Demanda Estimada: el estudio continúa con la estimación de los ingresos. Para ello hay que determinar la posible demanda de las unidades a construir y los precios en que puedan ser colocadas. Adicionalmente, a efectos del flujo de caja, hay que considerar el ritmo de venta que se estima y los gastos asociados. Un factor muy importante a este nivel es la estimación de los posibles incremento de precios/costos a lo largo del proyecto.

Inversión Requerida: estimada la inversión total y habiéndose obtenido la estimación de los ingresos, ya se puede conocer si el proyecto es factible, y cuánto sería, en términos absolutos el resultado de llevarlo a cabo. En este punto, el promotor debe determinar cuál va a ser su aporte, a objeto de determinar el financiamiento requerido, para proceder a la búsqueda de su financiamiento. Todo este mecanismo se perfecciona mediante el flujo de caja definitivo, basado en las premisas fijadas para la proyección; se ajustan los flujos, tanto de ingresos como de egresos, tomando en cuenta el aporte del promotor, para fijar, ya de manera cuasi definitiva cuál es el financiamiento requerido. En este punto es valioso crear o estimar los posibles escenarios para desarrollar un proceso de simulación, para obtener el flujo mas probable, al cual, aplicándole la herramienta del Valor Presente Neto y la Tasa Interna de Retorno, podamos llegar a los resultados en términos relativos.

Fuentes de Financiamiento: como ya se mencionó antes, un proyecto inmobiliario requiere una alta inversión de dinero, además de la inversión de tiempo y esfuerzo que, en la mayoría de los casos, no es cuantificable. En la Venezuela actual, podemos contar hasta con cuatro (4) fuentes de financiamiento:

1. **Capital Propio:** el promotor debe aportar como mínimo al proyecto, alrededor de 30% del valor de la inversión total. Lamentablemente, esta inversión prácticamente no produce un flujo de efectivo porque, en la mayoría de los casos, se trata del terreno y el movimiento de tierra inicial, por lo que hay que recurrir a otras fuentes. Dentro de este mismo esquema se puede contemplar el mecanismo de preventa, mediante el cual el promotor pide al posible comprador final un aporte que va del 30% hasta el valor total del inmueble. Este aporte se hace a lo largo del proceso de construcción y, posteriormente, al momento de realizar la protocolización, paga cualquier diferencia que haya. Otros dos mecanismos que pueden ser aplicables son la constitución de una Asociación Civil (AC) o la creación de un Pool de Inversionistas (POOL). En el caso de la AC, cada miembro se convierte en propietario de una porción equivalente a su aporte y al final, él puede mantener la propiedad o venderla. En el caso del POOL, simplemente son financistas particulares que se juntan para financiar un proyecto inmobiliario. Este es un negocio especulativo, donde los integrantes del POOL buscan solo una seguridad de recuperación y una alta rentabilidad, por lo que resulta una fuente de financiamiento costosa.
2. **Entes Gubernamentales:** a través del Ministerio para la Vivienda y Habitat (MVH), el gobierno nacional ha incorporado una serie de programas encaminados a solucionar el grave problema habitacional que confronta el país. Para ello se vale del Banco Nacional de la Vivienda y Habitat (BANAVIH), del Banco Nacional de Ahorro y Préstamo (BANAP), de BANFOANDES, del Banco del Tesoro, y del Banco Industrial de Venezuela. Por ejemplo, la Misión Habitat pretende la "Resolución del problema habitacional con una visión integral", para lo cual "Tiene como meta abarcar las áreas de habitabilidad, dar respuestas a los problemas de las familias y comunidades no sólo en materia de construcción sino sobre todo en el desarrollo del hábitat y comenzar a levantar urbanismos integrales, que dispongan de todos los servicios, desde educación hasta salud.". También el MVH lleva a cabo un programa de Subsidio Directo Habitacional. También el Consejo Nacional de la Vivienda (CONAVI) maneja programas especiales, asociados a la Ley de Política Habitacional.
3. **Instituciones Financieras:** quizás el método de financiamiento más utilizado por los promotores de proyectos de construcción es acudir al sistema financiero (Bancos Universales, Bancos Hipotecarios, o Banco de Inversión) para, a través de un banco individual o de un pool de bancos obtener el financiamiento requerido. El banco le prestará dinero a los inversionistas a una tasa de interés que va depender de las condiciones macroeconómicas del país en ese momento y del tipo de proyecto, ya que en algunos casos se aplican tasas preferenciales. En la mayoría de los casos, el préstamo opera a través de valuaciones periódicas que son entregadas a las instituciones financieras, y estas, después de haber realizado la debida inspección proceden a liquidarla, reteniendo un porcentaje sobre el total a pagar.
4. **Mercado de Valores:** el mercado de valores o mercado de capitales, como erróneamente se le llama, ofrece alternativas para financiar un proyecto inmobiliario. Sin embargo, esta modalidad ha sido muy tímidamente utilizada en nuestro país. Los instrumentos que pueden utilizarse son Papeles Comerciales, Títulos de Participación, Bonos u Obligaciones Quirografarias o Hipotecarias y Fondos de Inversión Inmobiliaria, que puede hacerlo mediante la emisión de Títulos de Deuda o Acciones.

Papeles Comerciales: son instrumentos cuya vida puede estar entre 15 y 360 días, pero con una marcada tendencia a emitirlos a 90-180 días. Esta característica los ubica en la fase inicial del proyecto, para financiar el arranque del proyecto.

Títulos de Participación: también son instrumento del mercado abierto, pero sus plazos se pueden extender hasta dos años. El problema de este instrumento es que requieren una garantía real, con lo cual se abre un fideicomiso en una institución financiera.

Bonos u Obligaciones Quirografarias o Hipotecarias: debería ser el mecanismo ideal, porque pueden ir a plazos mas largos, entre 3 y 5 años. Sin embargo su utilización es muy pobre.

Fondos de Inversión Inmobiliaria: son instituciones creadas bajo el imperio de Ley de Entidades de Inversión Colectiva Inmobiliaria. Puede hacerse a través de la emisión de acciones, que luego deben ser registradas en la Bolsa de Valores de Caracas. También puede hacerse a mediante le emisión de títulos de deuda.

Entorno Económico: al igual que en cualquier tipo de inversión, o negocio, en el sentido más amplio, la situación de la economía debe tenerse en cuenta; especialmente en aquellos aspectos que más impactan a la actividad empresarial, como son el riesgo, la inflación, las tasas de interés, y la participación del gobierno.

- **Riesgo e incertidumbre asociados:** el riesgo y la incertidumbre han estado siempre presentes en el crecimiento de las actividades económicas. Cuando la sola renta dejó de ser suficiente para satisfacer las necesidades de consumo de quienes poseían riqueza, estos se vieron en la necesidad de inventar medios para aumentar su patrimonio; de allí nace la idea de negocio. Pero donde quiera que afloraba, toda oportunidad de negocio venía acompañada de la posibilidad de pérdida total o parcial de los recursos invertidos. Los mercados inmobiliarios no escapan de esta situación. Por lo tanto, el promotor debe tratar de identificar el riesgo general y el riesgo específico, para poderse preparar adecuadamente para enfrentarlos.

Riesgo general, riesgo sistemático o de mercado: es aquel riesgo que está siempre presente, y que el inversionista no puede hacer absolutamente nada por controlarlo. Además no es diversificable.

Riesgo específico, riesgo residual o no sistemático: es el riesgo propio de la inversión, donde el inversionista si puede tomar provisiones para controlarlo. Es además diversificable.

- **Inflación:** como ya se ha mencionado en varias oportunidades, este tema tiene mucha importancia en el análisis de una inversión, porque si el rendimiento obtenido está por debajo del índice inflacionario, el dinero invertido está perdiendo poder adquisitivo; es decir, se está erosionando. Quizás una de las grandes virtudes que tiene la inversión inmobiliaria es que mantiene el valor del dinero en el tiempo, porque las propiedades ajustan su valor en función al proceso inflacionario. Sin embargo, no debe descuidarse su análisis, por el efecto que los precios de los materiales de construcción puedan tener en el precio final de desarrollo inmobiliario.
- **Tasas de interés:** esta materia es importante en el análisis del proyecto inmobiliario desde dos ángulos: el financiamiento al promotor y el financiamiento al comprador final. Cuando las tasas de interés están bajas, como es el caso actual en Venezuela, el mercado tiende a expandirse, porque se aumentan las posibilidades de los compradores finales. Por el contrario, cuando las tasas están altas, el mercado se contrae, lo cual obliga a ser muy creativo, para diseñar mecanismos de financiamiento alternos.
- **Participación del gobierno:** como ya es mencionó, al hablar del análisis fundamental, la actuación del gobierno ante determinada industria puede ser un factor determinante en una decisión de inversión. En el caso de la industria de la construcción, y más específicamente, en el sector vivienda, la participación del gobierno es exagerada, porque se considera un problema de estado. Esta participación tiene factores positivos y negativos. Del lado de lo positivo, vemos que existen financiamientos especiales y subsidios que promueven el mercado inmobiliario. Lo negativo es el control sobre los niveles o tipos de vivienda que pueden promoverse, dándoles especial prioridad a la vivienda de interés social y al de clase media baja. De cualquier manera, bien analizado, en el conjunto, la actuación del gobierno es positiva.

Aspectos Legales y Fiscales

Permisología: normalmente, esta es una actividad un tanto laboriosa y complicada a la vez. Lo primero es obtener los permisos de construcción, para lo cual se requiere una amplia documentación (documentos de propiedad, zonificación, solvencias, permisos de SSO, INCE, CONAVI, etc.); certificación de disponibilidad de servicios públicos.. Al final hay que tener el "permiso de habitabilidad", que requiere la inspección de los Bomberos.

Gastos de registro: todo lo que se relacione con el proyecto, debe estar debidamente registrado o notariado para posterior registro.

Impuestos municipales: la solvencia municipal requiere que se hayan satisfecho impuestos y tasas, tales como impuesto inmobiliario, aseo urbano, etc.

Impuesto sobre la renta y a los activos empresariales: al momento, el impuesto a los activos empresariales ha sido eliminado, pero ahora aparece el impuesto al patrimonio de las personas naturales, que el mismo impuesto, pero con otro sujeto y otra normativa.

Otros impuestos nacionales: IVA – IDB: el impuesto al debito bancario (IDB) ha sido descontinuado, pero en algún momento podría ser restablecido. El IVA si sigue bajando.

Eventuales impuestos estatales: hasta ahora no existen impuestos estatales, pero con las restricciones que se establecen al situado constitucional, en algún momento se podrían permitir o establecer.

Recomendaciones Finales: todo debe revisarse, nada puede ser dejado al azar, porque puede ser muy costoso. Se recomienda establecer escenarios y aplicar técnicas como:

- Ejercicios de sensibilidad
- Ejercicios de simulación
- Análisis de riesgos
- Análisis de factibilidad

PROYECTOS DE DESARROLLO DE TERRENOS

La primera aclaratoria que se debe hacer es que quien se involucra en proyectos de desarrollo, puede tener o no experiencia en proyectos de construcción; sin embargo, normalmente se reserva una porción del terreno desarrollado, para su propio beneficio. Este tipo de proyectos envuelve la adquisición del terreno, con la intención de dotarlo de todos los servicios requeridos, incluyendo vialidad y paisajismo, para luego ser vendido en partes o como un todo, a desarrolladores de proyectos de construcción, constructores de unidades habitacionales, comerciales e industriales. La parte más importante de esta inversión es entonces la adquisición del terreno y su financiamiento.

Se puede agregar que el desarrollo es un segmento del negocio inmobiliario altamente fragmentado, localizado y competido. Por ello se requiere hacer previamente un estudio de factibilidad, antes de realizar una inversión.

ETAPAS TENTATIVAS

- **Proyecto - estudio de factibilidad:** normalmente un proyecto de desarrollo surge de una idea específica; de un sueño. Basado en esa idea, se busca un terreno donde se pueda llevar a cabo, aunque en muchos casos y el terreno de posee. Al tener una posibilidad, aun antes de comprometerse, el promotor debe contratar consultores para que conduzcan estudios de mercado para estimar necesidades y potencial demanda, precios, y potenciales compradores.
- **Adquisición terreno:** si el proyecto resulta factible, y si no se posee el terreno, debe llevarse a cabo el proceso de adquisición. Normalmente, el contacto se inicia a través de un intermediario que representa al propietario, si ya el terreno esta ubicado, o al promotor si se va a proceder a buscar alternativas. Entre otras cosas, hay que ubicar el terreno, la condición del mercado, posibilidades de llevar a cabo el desarrollo, y costo. Es altamente recomendable, una vez ubicado el terreno, firmar una **opción de compra** con el propietario, porque toma tiempo completar todas las actividades para la adquisición..
- **Zonificación:** en Venezuela es muy importante obtener de las autoridades municipales la zonificación del terreno. Hay múltiples experiencias donde “espectaculares proyectos” no pudieron llevarse a cabo porque la zonificación no era acorde con el proyecto.
- **Urbanismo y paisajismo:** hay empresas especializadas en este tipo de actividad. Debe haber estrecha concordancia entre el paisajismo y el urbanismo, porque obviamente difieren si es un desarrollo industrial, si es comercial o habitacional. Cada uno tiene sus condiciones específicas y especiales.
- **Estimación costos e ingresos:** al igual que se mencionó en el caso de construcción, deben afinarse los números en cuanto a las características del proyecto (dimensiones, áreas, y tiempo de ejecución), y la

demanda potencial, con el fin de determinar costos e ingresos, y plasmarlos en un flujo de efectivo. Si se requiere financiamiento, este es el momento en que debe ser detectado, para establecer las diferentes estrategias para obtenerlo.

- **Desarrollo:** esta actividad debe ser llevada a cabo con sumo cuidado para evitar retrasos que, a la larga, resultan muy costosos. Es recomendable establecer herramientas computarizadas para el control del avance del proyecto (PERT-CPM, GANT, etc.).
- **Ventas:** el proceso de ventas puede iniciarse en cualquier momento; incluso la alternativa de preventa puede hacerse “en planos”. También deben establecerse los debidos controles para evitar sorpresas.
- **Financiamiento:** todos los mecanismos mencionados en “construcción” son aplicables.

RECOMENDACIONES FINALES

Este tipo de proyecto es costoso y tiene riesgos involucrados. Por lo tanto, debe establecerse desde el principio una clara estrategia para el seguimiento del proyecto. Algunas de las cosas que deben considerarse son:

- Condiciones del mercado
- Posibles mezclas del desarrollo
- Restricciones legales
- Área urbanizable
- Áreas comunes y de recreación
- Programa de urbanismo y paisajismo
- Restricciones propias del desarrollo

VALORES BASADOS EN ACTIVOS

Para aquellos que quieren tener grandes preocupaciones, o correr grandes riesgos, siempre hay la oportunidad de invertir en el mercado de bienes raíces, pero haciéndolo a través de instrumentos o títulos valores basados en Activos Inmobiliarios. Transformar activos inmobiliarios en títulos negociables en el mercado de valores, representa una buena alternativa de financiamiento para los promotores, pero es a la vez una alternativa de inversión. Analicemos algunos ejemplos

- **Mercado secundario de hipotecas:** aun cuando este esquema de financiamiento e inversión no ha sido utilizado ampliamente en Venezuela, existe mucho interés en el gobierno nacional de desarrollarlo, ya significa un mecanismo de multiplicar los bolívares para financiar proyectos inmobiliarios. El mecanismo funciona a partir del préstamo original, documentado con una hipoteca en primer grado. Luego, la institución financiera prestamista agrupa (empaqueta) una serie de préstamos otorgados y, a través de otra institución, vende títulos valores hasta por un monto estipulado legalmente (normalmente, entre 75% a 80%). Los recursos obtenidos a través de este mecanismo son reciclados al sistema financiero y sirven para otorgar nuevos préstamos. Por su parte, los compradores de los instrumentos se convierten en inversionistas en el mercado inmobiliario, obteniendo rendimientos mediante los intereses fijados por la institución que emitió los instrumentos, pero que generalmente es la tasa pasiva mas la mitad del spread de la banca ($\text{spread} = \text{tasa activa} - \text{tasa pasiva}$).
- **Bonos / Cédulas Hipotecarias:** el mecanismo es similar al presentado en el caso anterior, pero los instrumentos o títulos valores son emitidos por la misma institución financiera prestamista. En este caso, los intereses ofrecidos son mas bajos, porque están más cerca de la tasa pasiva. En el pasado fueron utilizados por la banca hipotecaria como un excelente mecanismo de inversión y financiamiento, pero cayeron en desuso por la transformación de la banca especializada en banca universal.
- **Unidades de Inversión Inmobiliarias (E. I. C. Inmobiliarias):** este mecanismo es una especie de Fondo Mutua, y está regido por la Ley de Entidades de Inversión Colectiva. Esta Ley las tipifica como instituciones cuyo objeto sea la canalización de recursos hacia proyectos del sector inmobiliario y de bienes raíces, y operan bajo la modalidad de capital cerrado. Pueden hacer inversiones en (1) bienes inmuebles urbanos de cualquier naturaleza, ubicados en el país; (2) Títulos valores o instrumentos de participación sobre los bienes inmuebles o sobre los flujos de efectivo que estos generen; (3) Títulos valores o instrumentos garantizados con hipotecas sobre bienes inmuebles o sobre créditos hipotecarios relativos a los mismos; (4) El financiamiento de obras públicas contratadas bajo el régimen de concesiones, una vez que las obras estén finalizadas; y (5) En colocaciones bancarias y títulos valores de contenido crediticio y de corto plazo, de acuerdo a su política de inversión y necesidades de liquidez, dentro de los límites fijados por la Comisión Nacional de Valores en las respectivas normas específicas. Lo que el inversionista adquiere es

una “unidad de inversión inmobiliaria”, cuyo valor se calcula cada día, de manera semejante a un Fondo Mutua.

- **Títulos de Participación:** bajo este esquema se emiten Títulos Valores con garantía de un activo subyacente que ha sido colocado en fideicomiso en una institución financiera u otro organismo autorizado por la Comisión Nacional de Valores. En este caso, pueden ser fideicomitidos (1) bienes inmuebles urbanos de cualquier naturaleza, en cualquier parte del mundo; (2) Títulos valores o instrumentos de participación sobre los bienes inmuebles o sobre los flujos de efectivo que estos generen; (3) Títulos valores o instrumentos garantizados con hipotecas sobre bienes inmuebles o sobre créditos hipotecarios relativos a los mismos; (4) El financiamiento de obras públicas contratadas bajo el régimen de concesiones, una vez que las obras estén finalizadas y en operación.
- **Derivados o Derivativos:** como ya sabemos, instrumentos derivados son papeles que se emiten teniendo como soporte otros papeles (activo subyacente). Bajo este concepto, son muchas las cosas que pueden hacerse en los mercados inmobiliarios. Por ejemplo, en vez de un mecanismo de preventa, pueden emitirse opciones o futuros sobre inmuebles a ser construidos. Para el promotor se convierte en una suerte de financiamiento y para el inversor en una alternativa de inversión, pero con la ventaja de que tienes el respaldo de la Ley de Mercado de Capitales y además, dispone de un mercado secundario, donde puede liquidar su inversión. Otra ventaja de un esquema de este tipo sería que no necesitas grandes cantidades de dinero, porque puedes tener títulos de baja denominación, accesibles a toda clase de público. (Ver AI06_MERCADO DE DERIVADOS)

FIDEICOMISOS

Como hemos mencionado el Fideicomiso, como una herramienta accesoria, debemos definirlo. El Fideicomiso es una relación jurídica por la cual una persona llamada fideicomitente transfiere uno o más bienes (bienes fideicomitidos) a otra persona llamada fiduciario, quien se obliga a utilizarlo en favor de aquél o de un tercero llamado beneficiario. Los bienes transferidos y los que sustituyan a éstos, no pertenecen a la prenda común de los acreedores del fiduciario. Salvo que la Ley disponga otra cosa, éste sólo estará sujeto a cumplir con dichos bienes las obligaciones que deriven del fideicomiso o de su realización, y podrá oponerse a toda medida preventiva o de ejecución dictadas a solicitud de acreedores que procedan en virtud de créditos que no deriven del fideicomiso o de su realización. El fideicomiso puede constituirse sobre toda clase de bienes, salvo aquéllos que, conforme a la Ley, sean estrictamente personales de su titular. El fideicomiso puede constituirse en beneficio de varias personas que sucesivamente deban sustituirse, sea por la muerte de la anterior, sea por otro evento, siempre que la sustitución se realice en favor de personas que existan cuando se abra el derecho del primer beneficiario. Sólo podrán ser fiduciarios las instituciones bancarias y las empresas de seguros constituidas en el país, a las cuales conceda autorización para ello el Ejecutivo Nacional, por Resolución del Ministerio de Hacienda o de Fomento, respectivamente. El fideicomiso es una herramienta accesoria en los Títulos de Participación, pero también puede serlo en la preventa y en instrumentos derivados.

PORTAFOLIOS

En esencia, la conformación de un portafolio de inversión inmobiliaria debería ser similar a la del portafolio de inversiones de instrumentos del mercado de valores. Sin embargo, existe una diferencia muy importante en cuanto a la determinación de los valores actuales y sus rendimientos. En el caso de instrumentos del mercado de valores, los precios son de dominio público, porque usualmente se cotizan en una bolsa de valores o son susceptibles de procesos de arbitraje para determinar su precio final. En el caso de inversión inmobiliaria esto no es así. Idealmente, se deberían tener los precios de todas las inversiones, incluyendo costos, ajustes, mejoras etc., y los flujos de caja producidos. En caso de no tener los precios, se pueden utilizar los de transacciones por bienes similares en períodos recientes. Desafortunadamente, la obtención de toda esta información es sumamente complicada porque, como ya dijimos, estamos en un mercado fragmentado, opaco, viscoso, y con alto comportamiento cíclico. Casi nunca, los precios son homogéneos, no son públicos, ni están centralizados en un solo lugar. Con estas limitaciones, hay que generar bases de datos con lo poca información que se pueda conseguir e ir la acumulando a través de los años.

De cualquier manera, hay que diversificar, y evaluar, por lo menos en los siguientes aspectos:

- **Patrón acumulativo de rendimiento:** el inversionista debe tener muy claros sus objetivos la hacer la inversión. Por lo tanto debe evaluar periódicamente como ha sido el comportamientos de los elementos del portafolio versus sus expectativas. También debe evaluar variaciones bruscas, que pueden ser indicativo de algún problema en el bien.
- **Rendimiento en período de tenencia:** periódicamente debe evaluarse el HPR y el HPY, para asegurarse de que el rendimiento al menos es positivo. Si se hace negativo, debe evaluarse su sustitución, al menos que se compruebe que es un efecto coyuntural.

- **Rendimientos reales obtenidos:** como en toda inversión, los rendimientos reales son la mejor medición. Por lo tanto, deben ajustarse por inflación los rendimientos obtenidos, para asegurarse que el rendimiento real es positivo.
- **Comportamiento de riesgo-rendimiento:** también hay que comparar los rendimientos versus el nivel de tolerancia al riesgo; sobre todo porque esta actitud no es estática y está sujeta a variaciones, que pueden afectar positiva o negativamente la conformación del portafolio
- **Ajustes por riesgo necesarios:** dependiendo de los resultados del punto anterior, deben hacerse los ajustes que se consideren pertinentes

Cualquier activo que presente desviaciones importante en alguno de estos renglones, debe ser sustituido.

INVERSIONES EN PREVENTA

Aunque no es un mecanismo empleado ampliamente en Venezuela, vale la pena mencionarlo por los resultados que se han obtenido en Panamá y en ciertas zona del Estado de Florida en Estados Unidos de América. Me refiero a las inversiones especulativas en preventa de edificaciones y terrenos. En estos dos casos específicamente, la necesidad de desarrollos habitacionales, comerciales y recreacionales, ha llevado a los promotores a técnicas muy agresivas de ventas, para poder lograr el financiamiento por la modalidad de preventa. Uno de los mecanismo más utilizados es el ajuste de los precios de los desarrollos en períodos trimestrales o semestrales, que incentivan a los interesados en efectuar “la reservación” de la unidad en planos o en etapas tempranas del desarrollo. Quienes adquieren en estas etapas iniciales, muchas veces ver crecer el valor de su inversión aun antes de que la construcción haya empezado. Esta situación ha incentivado a su vez a los compradores tempranos a revender “su reserva” a otros compradores interesados, por haberse colocado totalmente el desarrollo o por haber incrementados a niveles muy altos los precios. De esta manera, tanto el comprador original como el posterior ganan; el original porque vendió su derecho con una plusvalía, y el posterior, porque compro ligeramente por debajo del valor de mercado.

En Venezuela este mercado no se ha desarrollado aun, porque algunos promotores, en descarada violación de la libertad de negociación incorporan cláusulas que obligan al comprador original, en caso de querer vender, a hacerlo únicamente a promotor.

⁽¹⁾ Tengo conocimiento de dos casos en el mundo, posiblemente haya más, pero no tengo conocimiento. En Bogotá (Colombia), un edificio fue mudado a la acera del frente, por razones de ampliación de una vía, y en Wisconsin (USA), una pequeña iglesia fue mudada de una reservación indígena a Madison, la capital por razones históricas (este caso lo presencié, porque yo vivía en Madison en esa oportunidad).

Inocencio Sánchez

PhD / MBA / MSc / Contador Público

Profesor Área de Estudios de Postgrado y del Centro de Extensión y Asistencia Técnica a la Empresas (CEATE)

Universidad de Carabobo

Mayo / 2007

Este material ha sido preparado por Inocencio Sánchez exclusivamente para servir como material de apoyo del curso ADMINISTRACION DE INVERSIONES, dictado en el Área de Estudios de Postgrado de la Universidad de Carabobo. Por tanto, es propiedad intelectual del autor y se prohíbe su reproducción para fines diferentes a los expresados.