



Por: \*Jorge A. Castañares

El negocio inmobiliario por su naturaleza de rendimientos en el largo plazo es proclive a diversas clases de riesgos. En este sentido, para minimizar sus diferentes impactos es preciso identificar cuáles son los riesgos operativos de crédito y de mercado.



**E**l negocio inmobiliario se ha convertido en las últimas décadas en una herramienta de generación de valor para los patrimonios individuales y los portafolios empresariales; sin embargo este negocio ha transformado con la misma velocidad sus variables provocando que la toma de decisión de inversión en bienes raíces se haya movido de una decisión operativa a un proceso de planeación estratégica integral.

De hecho, cada decisión inmobiliaria que se toma en un determinado negocio, a pesar de estar ligada con la operación, siempre impactará en sus objetivos estratégicos. La puesta en marcha de una fábrica, el desarrollo de un centro de distribución, la reubicación de unas oficinas, la construcción de un centro comercial e inclusive la adquisición de una residencia. Cada uno de éstos son inversiones cuyo valor máximo está en el mediano y largo plazos y su decisión siempre conlleva riesgo.

### **Incertidumbre e inversión inmobiliaria**

Antes de definir los riesgos inmobiliarios es importante hacer énfasis que en los últimos años ha cobrado relevancia estos conceptos derivados de la incertidumbre generada a partir de la crisis inmobiliaria de 2007. Entonces, se entiende como incertidumbre cuando no es posible conocer con certeza el retorno que el inmueble producirá en un periodo determinado.

Este concepto en el contexto de los mercados inmobiliarios, resulta esencial para comprender la existencia de beneficios pues el desarrollador y/o inversionista inmobiliario obtiene una ganancia porque asume los riesgos vinculados al mercado inmobiliario que por definición es incierto. Por el otro lado, el riesgo es la posibilidad de un daño o suceso desafortunado. Dicha posibilidad puede ser estimada con cierta precisión, como cuando se conoce la volatilidad de la ocupación y/o el precio de renta de un mercado inmobiliario específico.

En el caso de la inversión inmobiliaria, el concepto de riesgo tiene una especial importancia porque permite comprender la forma en que se obtienen los rendimientos de los proyectos en un entorno competitivo. Cualquier proyecto implica una serie de riesgos, diferentes en su intensidad y en su grado de predictibilidad; en primer lugar, las estimaciones acerca de la demanda futura y de la oferta competitiva nunca son precisas y pueden ocasionar que las ventas de un desarrollo fluctúen grandemente.

**Una forma de minimizar el riesgo de liquidez latente en el mercado inmobiliario mexicano son los Certificados de Capital en Desarrollo (CKDes) y los Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces (FIBRAS).**

Aquellos riesgos que el desarrollador y/o inversionista inmobiliario no pueda evitar, diversificar ni transferir a otros tendrán que ser asumidos, obviamente, por él mismo. Normalmente ello ocurrirá si las expectativas de beneficio superan las posibilidades estimadas de las pérdidas. Si el proyecto resulta a la postre exitoso, el desarrollador y/o inversionista inmobiliario recibirá entonces el rendimiento asociado por haber afrontado los riesgos que tenía el proyecto, dicho rendimiento representa así el beneficio por haber invertido su capital en una operación que conlleva riesgo.

Entendiendo que el riesgo es una parte inevitable del proceso de toma de decisiones en los negocios inmobiliarios y que el beneficio (rendimiento) del desarrollo debe asociarse con el riesgo inherente que se toma, es preciso conocer e identificar los principales riesgos inmobiliarios a los que nos enfrentamos al momento de llevar a cabo un proyecto inmobiliario.

### **Riesgos inmobiliarios en un entorno de crisis**

Los riesgos del mercado inmobiliario se asocian con la volatilidad del propio mercado (que en algunos segmentos puede identificarse a través del índice de desocupación *-vacancy rate-* que el propio segmento inmobiliario tenga) y la liquidez, es decir, la facilidad de colocación que el desarrollo tenga en el mercado secundario al momento de encontrar su madurez, el cual se puede identificar a través del valor residual *-face value-* del desarrollo; sin embargo, el riesgo del mercado inmobiliario no puede ni debe desvincularse de otros riesgos inherentes a nuestro negocio como son el riesgo operativo y el riesgo de crédito.

Para lograr una efectiva identificación de los riesgos inmobiliarios es necesario considerar sus diversas "naturalezas" para enfrentarlas durante la planeación, diseño, ejecución y administración de un proyecto. De manera esquemática, podemos relacionar los riesgos generales en el sector inmobiliario de la siguiente manera:



Fuente: CMINMOBILAIRE, REAL ESTATE & CONSULTING GROUP, S.C.

### ¿Cuáles son los principales riesgos?

De forma más específica se clasifican en las siguientes categorías:

- Riesgo del negocio
- Riesgo administrativo
- Riesgo financiero
- Riesgo de rendimiento
- Riesgo de liquidez
- Riesgo legal
- Riesgo inflacionario
- Riesgo ambiental

De este catálogo el que más preocupa es el de liquidez en el mercado inmobiliario mexicano, el cual ocurre cuando un mercado "profundo" con muchos compradores y vendedores, con frecuencia de transacciones, no es posible.

### Fondos institucionales y la falta de liquidez

El negocio inmobiliario, por su naturaleza de rendimientos en el largo plazo, es proclive al riesgo de liquidez. La alta inversión que fondos institucionales tuvieron en nuestro país años previos a la crisis y que provocó que el mercado inmobiliario mexicano viviera un exceso de demanda y por consecuencia un incremento en los precios tanto de tierra como de productos terminados en los diferentes segmentos se enfrenta actualmente al otro lado de la balanza. La gran mayoría de estos fondos se encuentran a la mitad o un poco más allá de su ciclo de inversión (*management process*) ya que su horizonte de inversión es de cinco a siete años; por lo tanto en un máximo de dos años, todos estos fondos estarán en una etapa de liquidación de sus portafolios. El riesgo fundamental que tiene el mercado inmobiliario mexicano es su falta de liquidez, pues en estricto sentido, hoy no existen los compradores suficientes para absorber la oferta de dichos fondos, con independencia de la calidad y madurez de los proyectos que éstos tengan.

A la inversa de lo que sucedió en los años previos a la crisis, este riesgo de liquidez latente del mercado inmobiliario en México puede ocasionar un exceso de oferta y "tirar" los precios en prácticamente todos los segmentos inmobiliarios en nuestro país. Una forma de minimizar el riesgo de liquidez latente en el mercado inmobiliario de nuestro país es a través de la creación de vehículos alternativos para la inversión inmobiliaria como pueden ser los Certificados de Capital en Desarrollo (CKDes) y los Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces (FIBRAS). Los certificados de capital en desarrollo son títulos fiduciarios destinados al financiamiento de proyectos, principalmente, de infraestructura. En la actualidad están listados en la Bolsa Mexicana de Valores cinco CKDes con un monto aproximado a los 13 mil millones de dólares.

Emisor	Clave y serie	Fecha de emisión	Monto (millones)	Inversión	Colocador
Red de Carreteras de Occidente	RCOCB 09	02-Oct-2009	\$6,550	Acciones de red de Carreteras de Occidente.	Santander
Wamex Capital	MIFMXCK 09	05-Nov-2009	\$750	Acciones de empresas promovidas.	Credit Suisse
Macquarie	FIMMCK 09	17- Dic-2009	\$3,415	Acciones de empresas promovidas.	Credit Suisse
Atlas Discovery	ADMEXCK 09	23-Dic-2009	\$1,161	Acciones de empresas promovidas.	ING
Nexus Capital	NEXXCK 10	04-Mar-2010	\$1,457	Acciones de empresas promovidas.	Santander
<b>TOTAL</b>			<b>\$13,333</b>		

Fuente: PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE VALORES. Luis Téllez K.; CEO BMV. Comité de Finanzas Corporativas - IMEF (Julio 2010)

# zibatá

Lo imposible, posible.

**COMUNIDAD PLANEADA  
CON CAMPO DE GOLF**

Querétaro

Terrenos desde 128 M<sup>2</sup>



 (442) 2-ZIBATA  
(442) 2-(942282)  
[www.zibata.com](http://www.zibata.com)



En proceso de análisis se tienen 10 proyectos de CKDes en los segmentos de infraestructura, *real estate* y *private equity* con un monto cercano a los 30 mil millones de dólares. Dentro de segmento de real estate las CKDes que están en la mira son:

	Emisor	Monto (millones)	Descripción
<b>VERTEX</b>	Vertex (Real Estate)	\$2,300	Inmobiliario
<b>ALSIS</b>	Amvis, S.A de C.V.	\$1,400	Desarrollo de vivienda
<b>PRUDENTIAL</b>	PLA Inmuebles Industriales	\$6,500	Adquisición y desarrollo de propiedades
<b>AMB</b>	AMB-Acción Shelff 2	\$3,300	Proyectos de distribución industrial y naves industriales
<b>TOTAL</b>		\$13,500	

Fuente: PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE VALORES. Luis Téllez K.; CEO BMV. Comité de Finanzas Corporativas - IMEF. Julio 2010.

Otro de los vehículos alternativos para darle liquidez al mercado inmobiliario mexicano son los fideicomisos de infraestructura y bienes raíces (FIBRAS) los cuales están definidos en la ley del impuesto sobre la renta (LISR, artículos 223 y 224) como: "fideicomisos que se dediquen a la adquisición o construcción de bienes inmuebles que se destinen al arrendamiento o a la adquisición del derecho a percibir ingresos provenientes del arrendamiento de dichos bienes así como a otorgar financiamiento para esos fines".

- Para empresas privadas: estar constituidas con al menos 10 personas, no partes relacionadas, y que ninguna posea más de 20% de los certificados.

Las FIBRAS se pueden constituir como un detonador del mercado inmobiliario y la fuente de liquidez que se requerirá en los próximos años. Además, éstas brindan dos fuentes de ingreso por lo que se les puede considerar un "híbrido" atractivo para los portafolios de inversión inmobiliaria:

- Dividendos pagados por la generación de rentas que son relativamente predecibles (renta fija).
- Revaluación de inmuebles reflejado en el valor del certificado de participación inmobiliaria (renta variable).

El principal obstáculo que tienen las FIBRAS para desarrollarse en el mercado inmobiliario mexicana-

Uno de los **grandes riesgos** que tiene el mercado inmobiliario mexicano es su **falta de liquidez**. Hoy no existen los compradores suficientes para absorber la **oferta de fondos institucionales**, con independencia de la calidad y madurez de los proyectos que éstos tengan.

Dentro de los requisitos que la propia ley señala (LISR, artículo 223) para constituirse como una FIBRA destacan:

- Ser sociedades mercantiles o fideicomisos inmobiliarios conforme a leyes mexicanas con un 70% de activos invertidos en bienes raíces.
- Dedicados a la construcción, arrendamiento, compra y venta de inmuebles.
- Que el fiduciario distribuya entre los tenedores, al menos el 95% del resultado fiscal del ejercicio anterior.
- Que los inmuebles no se enajenen antes de cuatro años a partir de la terminación de su construcción.
- Para empresas públicas es preciso estar colocadas entre público inversionista.

no no tiene que ver con su estructura y beneficios sino con inconsistencias en su régimen fiscal que han impedido la constitución de estos esquemas. Acorde con información de la BMV, al parecer están por listarse las dos primeras FIBRAS en México, lo que de suceder sería un importante escalón en el desarrollo del sector.

## Conclusiones

En definitiva el negocio ya no es como antes, el mercado inmobiliario no sólo se ha sofisticado en sus aspectos técnicos sino también en sus condiciones estratégicas.

Subvalorar o minimizar el impacto que los riesgos inmobiliarios tienen en los desarrollos implica la incorporación de

mayor incertidumbre en todo el proceso de generación de valor y por tanto un incremento en las tasas de rendimiento que los inversionistas potenciales requerirán de los mismos, lo que implicará una mayor carga en la generación de ingresos de los componentes inmobiliarios.

Por otro lado es de suma importancia que comencemos a tener mayor conocimiento de los vehículos alternativos de inversión inmobiliaria como son las CKDes y las FIBRAS y que les demos mayor difusión.

De continuar las cosas como están hasta la fecha, el riesgo de liquidez será una realidad en el corto y mediano plazos así como el impacto en las estructuras de mercado derivado del exceso de oferta que se vislumbra, sin duda afectará fuertemente los precios de todo el sector al grado de tener, a finales de este sexenio, nuestra propia "crisis inmobiliaria".

Una condición necesaria para apoyar a estos vehículos de inversión y liquidez es que las autoridades profundicen en las reformas necesarias para que nuestros fondos de pensiones

(AFORES) se puedan invertir en proyectos inmobiliarios con mayor conocimiento y disponibilidad. Es preciso recordar que los recursos administrados por las AFORES ascendieron al cierre de 2009 a un billón 151 mil millones de pesos y que el rendimiento neto histórico que en promedio ha otorgado el sistema de pensiones es menor al 10%; por lo que existe una gran oportunidad que brindaría a todos los involucrados (desarrolladores, inversionistas, afores y trabajadores) una verdadera alternativa de ganar-ganar.

Estamos a tiempo de brindarle al negocio inmobiliario mexicano los instrumentos que requiere para minimizar, diversificar y administrar el riesgo inherente que enfrenta. Es preciso que todos los involucrados en este negocio conozcan de la forma más clara los desafíos a los que se enfrentan y que propongan las alternativas para transformar estos riesgos en grandes oportunidades para todos. ■

\* Jorge A. Castañares. Socio-Director de la empresa de Consultoría Estratégica CMIN-MOBILIARE, REAL ESTATE & CONSULTING GROUP. Catedrático y Coordinador de los Programas de Inversión Inmobiliaria, Derecho Inmobiliario y Citymarketing en el Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM). Miembro activo del Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas (IMEF) y Vicepresidente del Capítulo México del Urban Land Institute (ULI). <http://www.wix.com/jcastana1/jorgecastanares>



**AMDETUR**

**Asociación Mexicana  
de Desarrolladores Turísticos**

**2010 EL TURISMO ANTE LOS NUEVOS RETOS**

**TOURISM FACING THE NEW CHALLENGES 2010**

**Octubre 27, 28, 29, 2010  
Hotel Hilton Mexico  
City Reforma**