

# El beneficio de la promoción inmobiliaria: su segmentación en función del valor del suelo

Álvaro Guinea Rodríguez

Arquitecto de Hacienda

Gerente Regional del Catastro en Castilla-La Mancha

## Planteamiento de la cuestión: la cuantificación del beneficio de la promoción inmobiliaria en la valoración del suelo por el método residual estático

Es sabido que, debido, entre otras razones, a la opacidad del mercado del suelo, el método residual de valoración del mismo es ampliamente utilizado en la práctica de la tasación inmobiliaria. La valoración catastral, en este sentido, ocupa un lugar prominente; estando basada en la variante estática de dicho método (1).

(1) Las normas técnicas de valoración para determinar el valor catastral de los bienes inmuebles de naturaleza urbana (Real Decreto 1020/1993) establecen en su regla 9.2: «El valor de repercusión básico del suelo en cada polígono o, en su caso, calle, tramo de calle, zona o paraje, se obtendrá mediante el método residual. Para ello se deducirá del valor del producto inmobiliario el importe de la construcción existente, los costes de la producción y los beneficios de la promoción, de acuerdo con lo señalado en el capítulo III.»

El método residual se enmarca en las metodologías aditivas de valoración y parte de considerar el valor en venta del producto inmobiliario terminado ( $V_v$ ) como la suma del valor de sus componentes: suelo (S), construcción (C), gastos de promoción (G) y beneficio del promotor (B):

$$V_v = S + C + G + B \quad (I)$$

En la modalidad estática del método residual, una vez establecida dicha expresión, se estiman los gastos y beneficios del promotor en un porcentaje de los valores o costes de suelo y construcción o del valor en venta, obteniendo una formulación sencilla que relaciona valores en venta de productos inmobiliarios terminados con valores de suelo y costes de construcción;

$$V_v = a (S + C) \quad (II)$$

Deducir el valor del suelo de dicha expresión, conocidos los valores en venta y los costes de construcción, es algo tan sen-

cillo como despejar una incógnita en una ecuación de primer grado:

$$S = (V_v / a) - C \quad (\text{III})$$

Dado que conocer los valores en venta, los costes de construcción y, en cierta medida, los gastos de promoción debería ser relativamente sencillo, el punto débil del método radica en establecer adecuadamente la cuantía del beneficio del promotor.

En este sentido, la normativa técnica de valoración catastral ha ligado siempre el beneficio de la promoción con los gastos de promoción; cuantificando, conjuntamente, dichos beneficios y gastos en una cantidad cuyo valor central es el 29% del valor en venta del producto inmobiliario terminado (2).

Por su parte los autores españoles más destacados en el campo de la Tasación Inmobiliaria de bienes de naturaleza urbana han considerado que el beneficio de la promoción inmobiliaria, a dichos efectos, puede estandarizarse en líneas generales, en un porcentaje homogéneo de las cantidades invertidas en dicha actividad empresarial: suelo, construcción y gastos de promoción. Así, Santiago Fernández Pirla (3) señala, al

estudiar la evolución de las fórmulas que relacionan el valor en venta del producto inmobiliario con el valor de repercusión del suelo: «Estos coeficientes contemplan, como ya hemos dicho, situaciones medias, en las cuales se ha considerado un prudente beneficio del promotor inmobiliario o inversor, asimilándolo a cualquier otra actividad empresarial, ya que se ha considerado un 15 por 100 sobre el total de la inversión, que también en situaciones medias suele ser del orden de 3 años desde que se adquiere el solar hasta que se entregan los locales o pisos terminados, a los adquirentes». Josep Roca i Cladera (4) señala, a su vez: «Dichos gastos y beneficios de promoción pueden ser, en líneas generales, estandarizados, representando:

$$G_p = 15\% (V_s + C_c)$$

$$B_p = 20\% (V_s + C_c + G_p) \text{ "}$$

Las suposiciones o simplificaciones descritas son, probablemente, coherentes, tanto con el carácter masivo de las valoraciones catastrales como con el carácter sencillo y simplificado del método residual de valoración del suelo en su variante estática. Ahora bien, más allá de la posible coherencia de

(2) Ya las normas técnicas de 1982 (Orden Ministerial de 22 de septiembre de 1982) estimaban los gastos y beneficios de promoción en un porcentaje (fijo) del 29% del valor en venta. Así, su regla 3 establecía: «En cada polígono se establecerá un valor básico del suelo por diferencia entre el valor correspondiente al rendimiento óptimo, según las condiciones urbanísticas de uso y aprovechamiento, y el coste de las construcciones necesarias para su obtención,...

Dicho rendimiento óptimo corresponde a la utilización más idónea del suelo y se determinará en función de los precios de venta de mercado de la edificación posible en dicho suelo ...

El rendimiento óptimo, considerando los costes de producción de la promoción inmobiliaria que permita lograr dicho rendimiento, se determinará por aplicación del coeficiente 0'71 sobre el valor de venta de mercado del inmueble ...».

Por su parte, tanto las normas técnicas de 1989 como las de 1993 (Orden Ministerial de 28 de diciembre de 1989 y Real Decreto 1020/1993, respectivamente) estiman dichos gastos y beneficios en un porcentaje variable del valor en venta del [1 - (1/1'4 FL)] %, cuyo valor central, probablemente moda, es el 28'58%

(correspondiente a FL = 1 ). Así, la regla 16 de ambas normas técnicas establece: «... considerando todos los factores que intervienen en la formación del valor del producto inmobiliario, se establece que:

$$V_v = 1'4 [V_r + V_c] F_L$$

En la que:

$V_v$  = Valor en venta del producto inmobiliario; en pesetas/m<sup>2</sup> construido.

$V_r$  = Valor de repercusión del suelo en pesetas/m<sup>2</sup> construido.

$V_c$  = Valor de la construcción en pesetas/m<sup>2</sup> construido.

$F_L$  = Factor de localización, que evalúa las diferencias de valor de productos inmobiliarios análogos por su ubicación y características constructivas».

(3) FERNÁNDEZ PIRLA, Santiago (1992): «Valoración de bienes inmuebles» (p.139). Ed. Consejo Superior de Colegios de Arquitectos de España. Madrid.

(4) ROCA CLADERA, Josep: Valor de reposición vs valor de mercado. Análisis del concepto: coeficiente de mercado (p. 11). En CT/Catastro n° 13.

dichas simplificaciones y más allá de la conveniencia o no del traslado de las posibles conclusiones a la valoración catastral, en el presente artículo se quiere reflexionar sobre cuáles son las variables que determinan el beneficio requerido a las cantidades invertidas en la promoción inmobiliaria y, por tanto, sobre la racionalidad económica de considerar el beneficio de la promoción inmobiliaria como un porcentaje homogéneo y/o permanente de la suma del valor del suelo y del coste de la construcción o como un porcentaje constante del valor en venta del producto inmobiliario terminado.

Adelantaré la respuesta, la opinión del que esto escribe es que existen algunas razones para considerar que el beneficio del promotor inmobiliario se encuentra segmentado en función de diversas variables entre las que se quiere destacar el valor del suelo.

## Variables que determinan el beneficio requerido de la promoción inmobiliaria

La aparente simplicidad de la expresión (II) e incluso de la expresión (I) no es fruto de una realidad simple o sencilla, sino de múltiples simplificaciones que sobre la misma se realizan. Así:

- En primer lugar y aunque sea obvio, las citadas formulaciones sólo son estrictamente válidas para productos inmobiliarios terminados que sean objeto de promoción. En el mercado de viviendas usadas, por ejemplo, no hay gastos y beneficios de promoción. Además, en algunos o muchos casos, el promotor es, también, constructor, con lo que los gastos y beneficios del constructor y promotor se superponen y confunden y, en otros casos, es directamente el propietario quien contrata al constructor o quien ejecuta la obra.

- En segundo lugar y por otro lado, los desembolsos que suponen para el promotor la compra del solar o los pagos al constructor se realizan en momentos diferentes a las ventas de los productos terminados, sien-

do, por tanto, términos financieramente no homogéneos.

En este sentido y a efectos de hacer patentes las simplificaciones producidas, si reformulamos la expresión (I) en términos homogéneos tendremos:

$$V_v = S' (1 + g)^n + \sum C'_m (1 + g)^{m'} + \sum G'_n (1 + g)^n + B \quad (IV)$$

En ella, nos hemos colocado en el momento de la venta de un producto inmobiliario determinado y hemos señalado que el valor en venta de dicho producto es la suma del valor de su componente suelo (desembolsado por el promotor en el momento «l» y convenientemente actualizado por la inflación «g») de su componente construcción (desembolsado, análogamente, en diversos momentos «m» convenientemente actualizados por la inflación), de sus gastos de promoción (igualmente actualizados por la inflación) y del beneficio del promotor. En dicha expresión, hay que destacar que  $S'$  es el precio que pagó el promotor por el solar hace un tiempo «l» y, por tanto, no representa el valor actual del suelo, sino el valor del suelo hace un tiempo «l». Igualmente  $C'_m$  y  $G'_n$  representan los costes de construcción y los gastos de promoción de los tiempos pasados  $m$  y  $n$ .

A partir de aquí y dado que deseamos obtener una expresión operativa que relacione valores en venta actuales de productos terminados con valores de suelo y costes de construcción, también, actuales, debemos realizar simplificaciones y suposiciones:

- En primer lugar, interesa relacionar el beneficio del promotor con el resto de componentes. En este sentido, hemos de suponer, desde el Análisis de Inversiones, que el promotor pidió (pide) a cada uno de los desembolsos efectuados una rentabilidad anual determinada. También desde el Análisis de Inversiones y dado que siempre existen inversiones alternativas, podemos considerar dicha rentabilidad integrada por una tasa libre de riesgo, que llamaremos «i» y por una tasa de riesgo, que llamaremos «r». Siguiendo en este punto la actual normativa

de valoración hipotecaria (5), podemos considerar como tasa libre de riesgo (i) (6) la rentabilidad media anual de la Deuda del Estado con vencimiento residual entre dos y seis años. La tasa de riesgo (r) está relacionada con el tipo de promoción inmobiliaria, su ubicación, liquidez, plazo y volumen de inversión necesaria.

En función de todo ello, el beneficio del promotor adopta esta expresión:

$$B = S'(1+i+r)^n - S'(1+g)^n + \sum [C'_m (1+i+r)^m - C'_m (1+g)^m] + \sum [G'_n (1+i+r)^n - G'_n (1+g)^n] \quad (V)$$

• En segundo lugar, interesa relacionar los valores y costes de suelo, construcción y gastos de promoción de los momentos «l», «m» y «n» con los valores y costes actuales de dichos productos (S,C,G). En este sentido, si suponemos que dichos valores han evolucionado, durante el tiempo que dura la promoción, en el mismo sentido y proporción que la inflación, tendremos:

$$\begin{aligned} S &= S' (1 + g)^n \\ C_m &= C'_m (1 + g)^m \\ G_n &= G'_n (1 + g)^n \end{aligned}$$

equivalentes a,

$$\begin{aligned} S' &= \frac{S}{(1 + g)^n} \\ C'_m &= \frac{C_m}{(1+g)^m} \\ G'_n &= \frac{G_n}{(1+g)^n} \end{aligned}$$

(5) Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 30 de noviembre de 1994, sobre normas de valoración de bienes inmuebles para determinadas entidades financieras (B.O.E. de 13 de diciembre).

(6) A diferencia de dicha Orden Ministerial de 30 de noviembre de 1994 y por claridad expositiva, se ha designado como «i» la tasa libre de riesgo y como «r» la prima de riesgo.

Sustituyendo dichos valores en la expresión (IV), se obtiene:

$$V_v = S + \sum C_m + \sum G_n + B \quad (VI)$$

Equivalente a la expresión (I).

Hay que destacar por tanto, que la expresión (I) sólo es, estrictamente, válida en periodos de precios inmobiliarios estabilizados (moviéndose en mayor o menor medida con la inflación). Es decir, la expresión I, sólo, relaciona valores en venta actuales de productos terminados con valores y costes actuales de suelo y construcción y beneficios «racionales» de promoción en dichos periodos.

Por otro lado, si sustituimos análogamente, los valores de S', C'\_m y G'\_n en la expresión (V), obtendremos la expresión que liga el beneficio, requerido o racional, de la promoción con el valor actual del suelo y los costes actuales de construcción y promoción:

$$\begin{aligned} B &= S \left[ \frac{(1+i+r)^n}{(1+g)^n} - 1 \right] + \\ &+ \sum C_m \left[ \frac{(1+i+r)^m}{(1+g)^m} - 1 \right] + \\ &+ \sum G_n \left[ \frac{(1+i+r)^n}{(1+g)^n} - 1 \right] \end{aligned} \quad (VII)$$

De ella, hay que destacar, en primer lugar, que, dado que  $t_1$  es mayor que cualquier  $t_m$ , o dicho de otra manera, dado que la compra del solar se produce, considerablemente antes que los diferentes pagos relativos a la construcción, el beneficio requerido de las cantidades invertidas en suelo es considerablemente mayor que el beneficio requerido de las cantidades invertidas en construcción. Es inexacto, por tanto, considerar el beneficio como un porcentaje homogéneo de la suma del valor del suelo y del coste de la construcción. Conviene subrayar, también, que ello supone que a mayor valor del suelo en relación a

coste de construcción (o en relación a precio de venta final), mayor beneficio de promoción sobre suma de valor de suelo y coste de construcción (o sobre precio de venta final).

En este sentido, y a título de ejemplo, si suponemos una promoción que ha durado 3 años desde el momento de la compra del solar, en la que las ventas se han producido entre los meses 18 y 36, los pagos relativos a la construcción se han realizado entre los meses 6 y 24 y los gastos de promoción se han distribuido durante toda la promoción, la expresión que refleja, aproximadamente, el beneficio «racional» de la misma será la siguiente:

$$\begin{aligned}
 B = & S \left[ \frac{(1+0'04+0'09)^{2'25}}{(1+0'025)^{2'25}} - 1 \right] + \\
 & + C \left[ \frac{(1+0'04+0'09)^1}{(1+0'025)^1} - 1 \right] + \\
 & + G \left[ \frac{(1+0'04+0'09)^1}{(1+0'025)^1} - 1 \right]
 \end{aligned}$$

equivalente a,

$$\begin{aligned}
 B = & 0'24S + 0'10 C + 0'10 G = \\
 = & 24\%S + 10\%C + 10\%G
 \end{aligned} \tag{VIII}$$

En ella hemos sustituido cada una de las ventas por su resultante situada en el mes 27 y cada uno de los pagos realizados en construcción y gastos de promoción por su resultante situada en el mes 15. Se han utilizado, además, los siguientes valores:

$$i = 4\% , r = 9\% \text{ y } g = 2,5\%.$$

Parece, por tanto, incuestionable cierta segmentación del beneficio de la promoción inmobiliaria en función del valor del suelo.

Conviene, en todo caso, analizar sistemáticamente las variables de las que depende el beneficio racional o requerido de la promoción inmobiliaria. En este sentido, de la expresión VII se deduce que aquellas son:

1. El tiempo «moda» de la promoción inmobiliaria en cuestión. Dicho tiempo «moda» o más habitual en cada tipo de promoción y lugar determina el plazo o plazos de la inversión ( $t_i$ ,  $t_m$ ,  $t_n$ ) y, por tanto, a mayor tiempo «moda», mayor beneficio requerido y viceversa.

2. La cuantía relativa de los valores de suelo, costes de construcción y gastos de promoción. Al ser mayor el plazo de la inversión destinada a sufragar el suelo ( $t_i$ ), un mayor valor de suelo alarga el plazo medio de la inversión total de la promoción. Por ello, a mayor valor de suelo, mayor plazo medio de la inversión total y, por tanto, mayor beneficio requerido.

3. El riesgo asociado a cada promoción inmobiliaria. La tasa de riesgo está relacionada con el tipo de promoción inmobiliaria, su ubicación, liquidez, plazo y volumen de inversión necesaria. Parece obvio señalar que una percepción de mayor riesgo requiere un mayor beneficio.

4. El «momento económico» determinado por los tipos de interés sin riesgo y los niveles de inflación.

## Conclusiones

En los párrafos precedentes, hemos estudiado las variables que determinan el beneficio «racional» de la promoción inmobiliaria, quizás, conviene, ahora, analizar cuáles son las características de los bienes inmuebles objeto de promoción que hacen «variar» dichas variables y que, por tanto, segmentan el beneficio de la promoción inmobiliaria.

En este sentido, hay que señalar, en primer lugar, la extrema «variabilidad» que dichas variables pueden alcanzar en función de las características locales de cada mercado o submercado. Así, por ejemplo, en el mercado de viviendas «de lujo» de determinada localidad, pueden existir determinadas características de la demanda que acrecienten o disminuyan el riesgo de la promoción en relación al que tendría en

otras localidades. Igualmente, los tiempos moda pueden ser diferentes en función de determinadas prácticas constructivas, «costumbres» urbanístico-administrativas o prácticas comerciales. Este tipo de consideraciones es llevado a su extremo por los tasadores americanos, quienes consideran que el beneficio del promotor inmobiliario, difícilmente puede ser estandarizado y debe ser objeto de estudio en cada submercado. Así, el más prestigioso de los institutos de tasadores inmobiliarios de los Estados Unidos, «The Appraisal Institute», al estudiar el método del coste, en su obra de divulgación, «The Appraisal of Real Estate» (7), señala: «Las estimaciones del beneficio del promotor deben derivarse del análisis del mercado y de conversaciones con los promotores para determinar sus expectativas de beneficios. Debido a que las previsiones de beneficios varían con las condiciones económicas, el tamaño del proyecto y el tipo de propiedad inmobiliaria, es difícil establecer una relación estándar entre dicho beneficio y otros costes».

Con independencia del crédito que los tasadores americanos, sin duda, merecen, opina el autor de este artículo que, quizás, los mercados inmobiliarios españoles han presentado y presentan la homogeneidad suficiente para poder, con ciertos límites y moduladamente, estandarizar el beneficio requerido de la promoción inmobiliaria.

En este sentido, las características principales de los bienes inmuebles que hacen «variar» las variables analizadas en el segundo epígrafe de este artículo y que, por tanto, segmentan el beneficio de la promoción son, en mi opinión, el uso y el valor del suelo. A ello hay que añadir que, para un mismo uso y rango de valor del suelo, la cuantificación del beneficio del promotor es, probablemente, variable a lo largo del tiempo.

Las razones que sustentan las referidas opiniones son, básicamente, las siguientes:

1. El uso determina, en gran medida, el tiempo o tiempos «moda» de la promoción y, por tanto, los plazos de las diferentes inversiones que conlleva una promoción. Igualmente, el riesgo asociado a cada promoción está muy relacionado con el uso.

2. En relación al valor del suelo y en primer lugar, ha sido, reiteradamente, puesto de manifiesto en este artículo que un mayor valor de suelo alarga el plazo medio de la inversión total de la promoción y que, por tanto requiere un beneficio, que en porcentaje sobre la inversión global debe ser superior al de otra promoción con un valor de suelo «menor», aún suponiendo una misma tasa de riesgo para ambas promociones. Pero, además, el valor del suelo constituye, en mi opinión, un excelente índice de la tasa de riesgo asociada a la promoción inmobiliaria de un uso concreto. En este sentido, el valor del suelo determina, en gran medida, el volumen de inversión necesaria por cada metro cuadrado de edificio objeto de promoción. Análogamente, un mayor valor de suelo alarga el plazo medio de la inversión global. Por ello, en líneas generales, a mayor valor de suelo, mayor capital invertido (arriesgado) por metro cuadrado de edificio objeto de promoción durante más tiempo y, por tanto, mayor riesgo asociado a la promoción y, por tanto, mayor beneficio requerido. La conjunción de ambos factores analizados, mayor plazo medio de la inversión y mayor tasa de riesgo, en un mayor beneficio requerido sugiere, en mi opinión, que el valor del suelo segmenta significativamente el beneficio del promotor en los mercados inmobiliarios españoles de hoy en día. Pensemos que el valor de repercusión del suelo, por ejemplo, para uso residencial, puede oscilar entre menos de 10.000 ptas/m<sup>2</sup> en pequeños municipios hasta, probablemente, las 250.000-300.000 ptas/m<sup>2</sup> en localizaciones muy privilegiadas de las grandes ciudades.

Finalmente, los tiempos «moda» de los diferentes usos, la percepción del riesgo de los mismos, las cuantías relativas del valor de suelo-coste de construcción, los tipos

(7) APPRAISAL INST. (1992) «The Appraisal of Real Estate (10th ed)» (p. 340). Ed. Appraisal Institute. Chicago.

de interés sin riesgo y los niveles de inflación varían o pueden variar a lo largo del tiempo. Por ello, cualquier estandarización del beneficio de los promotores inmobiliarios, difícilmente, puede tener carácter permanente.

Para terminar y en favor de la estandarización modulada del beneficio del promotor, a los efectos que aquí nos ocupan,

quizás conviene recordar el carácter simplificado del método residual estático y que la operatividad del mismo radica en dicha simplicidad. En este sentido, y dado que los costes de construcción y los gastos de promoción utilizados al aplicar dicho método tienen carácter aproximado, no tendría sentido utilizar un beneficio excesivamente ajustado. ■