



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas



## **MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN**

# **TESIS**

## **“Oportunidades de Negocios en el Mercado de Viviendas Premium en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires”**

**Maestrando: Ing. Hernán Talkowski**

**Tutor: Lic. Marcos Cristal**

**AGOSTO 2009**



## AGRADECIMIENTOS

Quisiera agradecer a todas las personas que me han ayudado a llevar adelante este trabajo de Tesis de Maestría.

Agradezco a los profesionales a quienes he entrevistado y me han brindado su tiempo y su conocimiento acerca del mercado de desarrollo de residencias en la Ciudad de Buenos Aires.

A su vez, agradezco al licenciado Marcos Cristal por su colaboración y su acompañamiento como tutor de este trabajo.

Deseo agradecer especialmente a mi esposa Nuria, por ayudarme y acompañarme siempre.



## ÍNDICE DE CONTENIDOS

AGRADECIMIENTOS .....	2
ÍNDICE DE CONTENIDOS .....	3
ÍNDICE DE GRÁFICOS .....	6
ÍNDICE DE CUADROS .....	7
1.- INTRODUCCIÓN .....	11
2.- ANTECEDENTES .....	12
2.1.- Planteo del Problema .....	12
2.2.- Justificación .....	13
3.- OBJETIVOS DE LA TESIS .....	14
3.1.- Objetivo General.....	14
3.2.- Objetivos Específicos .....	14
4.- METODOLOGÍA PARA LA ELABORACIÓN DE LA TESIS.....	15
5.- MARCO TEÓRICO .....	18
5.1.- El Mercado Inmobiliario .....	18
5.1.1.- Teorías Económicas acerca de la Ocupación Territorial Urbana .....	18
5.1.2.- El Mercado Inmobiliario Urbano.....	23
5.1.3.- Diferentes Actores y sus roles en el Negocio Inmobiliario. ....	24
5.1.4.- El Mercado de los Inmuebles Residenciales.....	25
5.1.5.- La Inversión inmobiliaria .....	30
5.2.- Fundamentos de Marketing Inmobiliario.....	34
5.2.1.- Mezcla de Marketing .....	36
5.3.- Fundamentos de Finanzas .....	36
5.3.1.- Las propiedades como activos dentro una cartera diversificada.....	36
5.3.2.- Definición de Riesgo de una inversión .....	37
5.3.3.- Riesgo de una cartera de activos.....	38
5.3.4.- Tipos de riesgo .....	38
5.3.5.- El Riesgo del Desarrollador Inmobiliario .....	39
5.3.6.- El Modelo de Valoración de Activos Financieros (CAPM).....	40
6.- ANÁLISIS DE SITUACIÓN.....	41
6.1.- La Ciudad Autónoma de Buenos Aires.....	41



---

6.1.2.- El mercado de viviendas en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires ..	42
6.1.3.- Los Barrios de la Zona Norte o el denominado “Corredor Norte” .....	50
6.1.4.- El Caso Puerto Madero .....	54
6.2.- El Marketing Residencial en el Segmento de Alta Gama .....	55
6.2.1- Factores Culturales .....	55
6.2.2.- Factores relacionados con el marketing de los Desarrolladores Inmobiliarios .....	57
6.3.- Análisis del Segmento de Consumidores de Viviendas de Alta Gama .....	69
6.3.1.- Los Nuevos Patrones de Consumo.....	69
6.3.3.- La demanda global - Los “HNWI”, los “Very HNWI” y los “Babyboomers” .....	70
6.3.4.- La demanda local.....	71
6.4.- El Negocio de los Desarrolladores Inmobiliarios .....	73
6.4.1.- Los ingresos del negocio del Desarrollador de un emprendimiento residencial.....	74
6.4.2.- Los costos del negocio del Desarrollador de un Emprendimiento .....	74
6.4.3.- Estructuras de Financiación de los emprendimientos residenciales de alta gama. ....	78
6.4.4.- Rentabilidad del Negocio del Desarrollador de un Emprendimiento Residencial de Alta Gama.....	80
6.5.- El Negocio de los inversores .....	83
6.5.1.- Las propiedades como activos dentro de una cartera .....	83
7.- CONCLUSIONES .....	96
8.- CONSIDERACIONES FINALES Y RECOMENDACIONES .....	101
9.- BIBLIOGRAFÍA .....	104
9.1.- Bibliografía.....	104
9.2.- Publicaciones .....	104
9.3.- Sitios de Internet.....	108
10.- ANEXOS .....	109
10.1.- ANEXO 1.- Entrevistas .....	109
10.1.1.- Instituto de Economía de la Universidad Argentina de la Empresa	109
10.1.2.- Compañía Inmobiliaria Buenos Aires .....	111

---



---

10.1.3.- Faena Properties.....	114
10.1.4.- RED Consulting and Management.....	117
10.1.5.- G&D Developers Miami.....	121
10.1.6.- Taurus Americas Real Estate Investments .....	125
10.1.7.- Cdi Consult .....	127
10.1.8.- Ernst & Young Real Estate Group – Latinoamérica.....	129
10.1.9.- Oficina Urbana S.A. ....	131
10.1.10.- G&D Developers Argentina.....	135
10.1.11.- Consultora Reporte Inmobiliario Economía y Real Estate .....	138
10.1.12.- TGLT.....	142
10.1.13.- Toribio Achával .....	145
10.1.14.- Covello Propiedades.....	148
10.1.15.- Cámara Argentina de Desarrolladores Urbanos de la República Argentina (CEDU).....	150
10.2.- ANEXO N° 2 – TENDENCIAS DE DINÁMICA POBLACIONAL SEGÚN CONDICIÓN SOCIOECONÓMICA DE LA CIUDAD DE BUENOS AIRES.....	154
10.3.-ANEXO N° 3 – PUERTO MADERO.....	155
10.4.- ANEXO N° 4 – EMPRESAS Y EMPRENDIMIENTOS.....	157
10.5.- ANEXO N° 5 – ENCUESTA REVISTA MERCADO .....	159
10.6.- ANEXO N° 6 – Resultados Encuesta Iuri Iszratsof.....	160
10.7.- ANEXO N° 7 – MODELO DE NEGOCIO PARA CÁLCULO DE RENTABILIDAD.....	160
10.8.- ANEXO N° 8 – CÁLCULO DEL VALOR DE BETA.....	165
10.9.-ANEXO N° 9 .....	166



## ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO N° 1 – Cambios en la Función de subasta de renta y tamaño del terreno.....	Pág. 19
GRÁFICO N° 2 – Clasificación de los Bienes Públicos Urbanos.....	Pág. 22
GRÁFICO N° 3 – Mapa de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.....	Pág. 39
GRÁFICO N° 4 – Área Metropolitana de Buenos Aires.....	Pág. 41
GRÁFICO N° 5 – La Dinámica de la Construcción en la Ciudad de Buenos Aires 1981-2005.....	Pág. 42
GRÁFICO N° 6 – Salario Real en Términos de m <sup>2</sup> de Vivienda – Época Post-Convertibilidad.....	Pág. 46
GRÁFICO N° 7 – Salario Real en Términos de m <sup>2</sup> de Vivienda Histórico.....	Pág. 47
GRÁFICO N° 8 – Demanda Residencial ABC1 en la Ciudad de Buenos Aires.....	Pág. 48
GRÁFICO N° 9 – Evolución de Ratio Q – 2001 – 2008.....	Pág. 49
GRÁFICO N° 10 – El Nuevo Modelo de Ciudad Latinoamericana.....	Pág. 51
GRÁFICO N° 11 – Precio Promedio del Suelo en la Ciudad de Buenos Aires – Abril de 2008.....	Pág. 52
GRÁFICO N° 12 – Oferta de Viviendas en Zona Norte de Ciudad – Abril 2008.....	Pág. 52
GRÁFICO N° 13 – Ubicación de los Emprendimientos en Torre.....	Pág. 54
GRÁFICO N° 14 - Preferencia de Altura por Parte de la Demanda.....	Pág. 60
GRÁFICO N° 15 - Ponderación de Amenities por parte de la Demanda.....	Pág. 61
GRÁFICO N° 16 – Evolución de los Patrones de Consumo.....	Pág. 67
GRÁFICO N° 17 – Personas por Hogar.....	Pág. 69
GRÁFICO N° 18 – Composición del Precio de Venta de Unidades a Estrenar en la Ciudad de Buenos Aires.....	Pág. 78
GRÁFICO N° 19 – Precio de la Vivienda vs. Costo de la Construcción.....	Pág. 81
GRÁFICO N° 20 – Valores de Alquiler, Venta y Rentabilidad Anual por Alquiler de Viviendas ABC1.....	Pág. 84
GRÁFICO N° 21 – Inversión Residencial vs. Oro.....	Pág. 85
GRÁFICO N° 22 – Rentabilidades Esperadas por Inversores para Diferentes Alternativas Año 2006.....	Pág. 92



## ÍNDICE DE CUADROS

CUADRO N° 1 – Principales Productos Urbanos.....	Pág. 23
CUADRO N° 2 – Actores y sus roles en el Negocio Inmobiliario.....	Pág. 23
CUADRO N° 3 – Principales Variables de Segmentación de Mercados.....	Pág. 29
CUADRO N° 4 – Mezcla de Marketing en el Mercado Inmobiliario.....	Pág. 35
CUADRO N° 5 – Cantidad de Escrituras Traslativas de Dominio.....	Pág. 43
CUADRO N° 6 – Cantidad de Viviendas a Estrenar.....	Pág. 43
CUADRO N° 7 – Cantidad de Viviendas Multifamiliares a Estrenar.....	Pág. 44
CUADRO N° 8 – Cantidad de Viviendas a Estrenar por Categoría.....	Pág. 45
CUADRO N° 9 – Cantidad de Escrituras Hipotecarias.....	Pág. 45
CUADRO N° 10 – Préstamos Hipotecarios para la Vivienda.....	Pág. 46
CUADRO N° 11 – Oferta de Viviendas de Alta Gama a Estrenar.....	Pág. 47
CUADRO N° 12 - Valores de Departamentos a Estrenar en Diferentes Zonas de la Ciudad de Buenos Aires – Abril 2008.....	Pág. 53
CUADRO N° 13 – Factores Culturales Movilizadores de la Demanda de Viviendas por parte de los Argentinos.....	Pág.55
CUADRO N° 14 – Clasificación de Torres Jardín o Torres Country.....	Pág. 58
CUADRO N° 15 – Incidencia de Torres Jardín.....	Pág. 59
CUADRO N° 16 – Oferta de Amenities en Emprendimientos de Zona Norte de la Ciudad – Abril 2008.....	Pág. 62
CUADRO N° 17 – De la Sociedad de la Información a la Sociedad Emocional.....	Pág. 67
CUADRO N° 18 – Distribución Porcentual de los Hogares por Tipo según Zona y Dominio.....	Pág. 70
CUADRO N° 19 – Número de Personas en el Hogar.....	Pág. 71
CUADRO N° 20 – Precios de Venta de Vivienda de Alta Gama.....	Pág. 72
CUADRO N° 21 – Precios de Terrenos en Zonas Residenciales de Alta Gama.....	Pág. 73
CUADRO N° 22 – Costos de Proyecto, Dirección de Obra y Gerenciamiento de Construcción.....	Pág. 75
CUADRO N° 23 – Costos de Construcción de un Edificio de Viviendas.....	Pág. 75



---

CUADRO N° 24 – Rentabilidad de un Desarrollo Inmobiliario de Vivienda de Alta Gama.....	Pág. 79
CUADRO N° 25 – Valores Calculados de Riesgo y Rentabilidad de Emprendimientos Residenciales de Alta Gama.....	Pág. 80
CUADRO N° 26 – Precios de viviendas de alta gama en Buenos Aires vs otras ciudades de la región.....	Pág. 90
CUADRO N° 27 – Correlación entre Variación de Precios de Activos.....	Pág. 91



---

## DECLARACIÓN

**"Declaro que el material incluido en esta tesis es, a mi mejor saber y entender, original, producto de mi propio trabajo (salvo en la medida en que se identifiquen explícitamente las contribuciones de otros), y que no he presentado este material en forma parcial o total, como una tesis, en ésta u otra institución".**



## **RESUMEN EJECUTIVO**

En el período iniciado tras la crisis del año 2001, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires fue receptora de miles de millones de dólares en inversiones inmobiliarias, especialmente en el rubro residencial.

Ante la veloz recuperación de los precios de venta de las propiedades y el lento aumento de los costos de construcción, una gran cantidad de inversores con un alto grado de desconfianza en el sistema financiero argentino han decidido acompañar los proyectos de los desarrolladores de viviendas, quienes han transformado la demanda insatisfecha en un negocio rentable y al desarrollo de emprendimientos residenciales en una industria competitiva.

Este fenómeno, denominado “El Caso Argentino” en la industria del desarrollo inmobiliario, tiene posibilidades de replicarse en el futuro en países que sufren hoy en día crisis financieras generando desconfianza de los inversores en las entidades bancarias.

Debido al déficit estructural de acceso al crédito hipotecario por parte de la clase media, los desarrolladores inmobiliarios locales, desarrollan productos para el mercado de alta gama. Estos consumidores, locales y extranjeros, con alto grado de sofisticación, demandan residencias con particularidades similares a las que pueden encontrarse en Europa o Estados Unidos, como consecuencia de la globalización en los patrones de consumo.

El presente trabajo muestra como los desarrolladores de viviendas locales han desarrollado nuevas técnicas, agregando mayor profesionalización en las tareas relacionadas con el marketing, la administración y las finanzas para poder satisfacer a este segmento de inversores y consumidores que han surgido con el período de la post-convertibilidad.

La crisis actual, que impactará de modo negativo en forma coyuntural al sector inmobiliario, se encuentra fuera del alcance de este trabajo realizado mayormente durante 2008 en el cual se muestra una tendencia a más largo plazo.



## 1.- INTRODUCCIÓN

Para que un negocio inmobiliario sea exitoso debe poder combinar correctamente dos realidades. Por un lado debe poder satisfacer las necesidades del consumidor meta y debe poder obtener una rentabilidad acorde al riesgo de la inversión.

Para poder satisfacer las necesidades de los clientes de residencias de alta gama en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, deben aplicarse estrategias y tácticas de marketing similares a las utilizadas en otras industrias, pero teniendo en cuenta que al tratarse de un inmueble, el producto a entregar posee un atributo no modificable una vez definido: su localización.

Los desarrolladores inmobiliarios locales, para lograr competitividad, buscan innovar para lograr aquella ventaja competitiva que les permita diferenciarse de otros desarrollos en otras ciudades del mundo.

Este proceso de captar las necesidades del consumidor, detectar cuáles son los atributos del producto, las técnicas de comercialización y comunicación que entregan valor al cliente, permiten a los desarrolladores inmobiliarios lograr convertir sus emprendimientos en negocios rentables y atractivos para inversores que, entre otros factores, no encuentran alternativas mejores para canalizar su capital diversificando sus carteras en forma eficiente.

A partir del año 2003, con un contexto favorable al desarrollo de viviendas debido al retraso del costo de construcción en dólares y con precios competitivos a nivel internacional, se origina una nueva manera de hacer negocios en el desarrollo inmobiliario.

Las novedades se centran en la globalización, que permite intervenir a inversores y consumidores extranjeros; la utilización de las modernas herramientas de marketing, finanzas y administración por parte de los desarrolladores y en la mayor propensión por parte de los inversores a volcar capitales al mercado inmobiliario en detrimento de alternativas en el mercado financiero.



---

## 2.- ANTECEDENTES

### 2.1.- Planteo del Problema

La Ciudad de Buenos Aires es el mercado inmobiliario más importante de la República Argentina. En el año 2001, ante la inminente crisis económica y financiera de nuestro país el mercado de desarrollo de proyectos inmobiliarios se redujo enormemente. A partir del año 2003, comenzaron a verse nuevos emprendimientos residenciales en el segmento de alta gama, siendo los más notables aquellos localizados en la zona este de Puerto Madero.

En un contexto mundial en el cual la inversión en viviendas estaba en auge, las tasas de interés eran bajas, la liquidez era alta, la economía mundial crecía y aumentaba el número de turistas que arribaban a nuestro país ¿Han sabido los empresarios argentinos captar inversiones extranjeras para desarrollar viviendas en Buenos Aires ? La enorme diferencia de precios entre viviendas de alta gama en Buenos Aires y los países europeos o Estados Unidos ¿ torna competitiva a nivel global a la industria local de desarrollos inmobiliarios ?

En un contexto económico local en el cual el campo argentino ingresaba divisas por los altos precios agrícolas, los bancos y el sistema financiero no ofrecían confianza a los inversores, los costos de construcción en dólares eran muy bajos debido a la devaluación, ¿han sabido los desarrolladores inmobiliarios locales captar la atención de los inversores para financiar sus proyectos ?, ¿le han podido entregar a los inversores rentabilidades acordes al riesgo del negocio?, ¿ han logrado diseñar y comunicar sus productos para satisfacer a los consumidores del segmento de alta gama que, producto de la globalización demandan atributos cada vez más sofisticados ?, ¿ qué técnicas de marketing, administración y finanzas utilizan los desarrolladores para lograr su estrategia competitiva ?



## 2.2.- Justificación

La realidad del negocio de desarrollo de viviendas en la Ciudad de Buenos Aires tras la crisis de 2001, presenta una serie de factores que, en conjunto, contribuyen a la generación de una nueva situación nunca antes vista en nuestro país.

Esta nueva realidad estuvo compuesta por el auge del mercado de propiedades a nivel internacional, la rápida recuperación de los precios de las propiedades frente al lento aumento de los costos de construcción, el crecimiento de la economía argentina, el ingreso de divisas en un contexto de desconfianza en los bancos locales, la demanda insatisfecha de viviendas, la falta de acceso al crédito por parte de los sectores medios, la existencia de un grupo de empresarios emprendedores en el negocio de desarrollos inmobiliarios.

La confluencia de todos estos factores ha generado un nuevo espacio de negocios en la industria de desarrollo inmobiliario en la cual se observan el advenimiento de inversores extranjeros, la creación de nuevos productos de alta gama a tono con la globalización de los patrones de consumo, la confianza de los inversores en los empresarios del sector retribuida con altas rentabilidades, y la mayor competitividad de la industria a través de la profesionalización de las empresas del sector que han adquirido modernas técnicas de marketing, administración y finanzas.

Todo lo anteriormente descrito constituye el conjunto de razones y fundamentos de la elección del tema de la tesis como trabajo final para la obtención del título de Magíster de la Universidad de Buenos Aires, en Administración.



### **3.- OBJETIVOS DE LA TESIS**

A continuación se detallan el objetivo general y los objetivos específicos del presente trabajo de tesis.

#### **3.1.- Objetivo General**

Analizar el negocio de desarrollo de emprendimientos inmobiliarios para el nivel socioeconómico más alto dentro de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires en el cual se han generado nuevas oportunidades de valor económico a partir del nuevo panorama presentado tras la crisis de 2001.

#### **3.2.- Objetivos Específicos**

- Analizar la competitividad de la industria de desarrollos inmobiliarios residenciales para el segmento socioeconómico más alto, dentro de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.
- Analizar la rentabilidad que obtiene un inversor que desarrolla un emprendimiento inmobiliario orientado al sector de más altos ingresos dentro del ámbito de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y estudiar su compatibilidad con el riesgo asociado al negocio.
- Analizar el segmento poblacional dentro del cual se encuentra la demanda insatisfecha para viviendas en edificios de alta categoría dentro de la Ciudad de Buenos Aires.
- Analizar el potencial de la Ciudad de Buenos Aires como proveedora de oportunidades de negocios en este rubro para inversores extranjeros.
- Analizar el fenómeno de confluencia de factores que motivó la canalización de importantes inversiones en el sector residencial en el período post-convertibilidad.
- Demostrar que los conocimientos adquiridos en la Maestría en Administración habilitan a sus graduados para el tratamiento del tema de esta tesis como trabajo final para la obtención del título de Magíster de la Universidad de Buenos Aires, en Administración.



#### 4.- METODOLOGÍA PARA LA ELABORACIÓN DE LA TESIS

Para la elaboración del presente trabajo de tesis se eligió la modalidad de investigación “exploratoria”. Para ello se dividió la metodología en varias etapas.

La primera etapa consistió en el análisis de la bibliografía existente dentro los ámbitos del Marketing, la Administración y las Finanzas tanto en el orden general como en el particular aplicado a los negocios inmobiliarios. A su vez se recurrió a publicaciones especializadas, así como también artículos periodísticos publicados en diarios y revistas de nuestro país.

En la segunda etapa se realizó la recopilación de información por parte de fuentes primarias mediante el diseño de una investigación exploratoria mediante entrevistas no estructuradas de preguntas abiertas realizadas a importantes referentes del sector inmobiliario, desarrolladores y comercializadores de residencias dentro del segmento de alta gama en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Las entrevistas realizadas han sido las siguientes:

<b>Fecha</b>	<b>Organización</b>	<b>Entrevistado</b>	<b>Cargo</b>
11/08/2008	Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas de la UADE	Lic. Ricardo Theller	Profesor Investigador especializado en la Industria de la Construcción e Inmobiliaria
08/09/2008	Compañía Inmobiliaria Buenos Aires	Arq. Damián Tabakman	Director. Coordinador de los posgrados de Real Estate de UTDT y Eseade y profesor invitado en real estate en Universidad de San Andrés.
21/11/2008	Faena Properties	Ing. Federico Colombo	Director de Desarrollos Inmobiliarios.
28/11/2008	Real Estate Developers Consulting and Management	Ing. Daniel Rudolph	Gerente de Estructuración de Negocios



01/12/2008	G&D Developers - Miami	Arq. Fernando Levy H.	Director
02/12/2008	Taurus Argentina S.A.	Arq. Ramiro Juliá	Presidente
03/12/2008	CDI Consult	Dr. Juan Carlos Franceschini	Presidente. Director del Master en Dirección de Empresas Constructoras e Inmobiliarias (M.D.I.) de la Cámara Inmobiliaria Argentina y la Universidad Politécnica de Madrid
03/12/2008	Ernst & Young Real Estate Group Latinoamérica	Lic. Miguel Pato	Director
10/12/2008	Oficina Urbana S.A.	Arq. Roberto Converti	Director Ex Vicepresidente de la Corporación Antiguo Puerto Madero
20/02/2009	G&D Developers Argentina	Arq. Daniel Mintzer	Director
24/04/2009	Consultora Reporte Inmobiliario Economía y Real Estate	Arq. Germán Gómez Picasso	Director
30/04/2009	TGLT	Lic. Diego Silberberg	Director de Business Development
30/04/2009	Toribio Achával	Lic. Mario Gómez	Director
10/06/2009	Covello Propiedades	Lic. Pablo Sánchez	Gerente de Marketing.
12/06/2009	Cámara de Desarrolladores Urbanos de la República Argentina (CEDU)	Danilo Antoniazzi	Gerente General

La tercera etapa consistió en la recopilación de información por parte de fuentes secundarias para lo cual se recurrió a las siguientes fuentes:



- 
- Centro de Estudios para el Desarrollo Económico Metropolitano (CEDEM), Ministerio de Hacienda, Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.
  - Dirección de Estadística y Censo del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires.
  - Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Argentina de la Empresa, institución que monitorea constantemente la evolución del sector inmobiliario.
  - Instituto Nacional de Estadística y Censo (Indec)
  - Consultora Especializada “Reporte Inmobiliario Economía y Real Estate”
  - Corporación Antiguo Puerto Madero S.A.
  - Cámara de Desarrolladores Urbanos de la República Argentina (CEDU).
  - Asociación de Empresarios de la Vivienda (AEV).

Adicionalmente se concurrió a los talleres de tesis para organizar, orientar y adquirir la metodología para la elaboración de una tesis de maestría.

Durante el período que demandó el trabajo se tuvo un contacto y supervisión permanente con el tutor de tesis.



## 5.- MARCO TEÓRICO

### 5.1.- El Mercado Inmobiliario

#### 5.1.1.- Teorías Económicas acerca de la Ocupación Territorial Urbana

##### 5.1.1.1.- Las Teorías Neoclásicas u Ortodoxas

Las teorías neoclásicas parten desde la justificación de la existencia de ciudades basada en la falta de ubicuidad de los recursos y la no existencia de rendimientos constantes a escala que impiden que cada familia procure producir lo que necesita para satisfacer sus necesidades<sup>1</sup>.

Una versión reciente considera a la ciudad como el resultado de las “combinaciones apropiadas” de tres razones básicas: los recursos y las ventajas del transporte, la indivisibilidad y las economías de escala en la producción y el consumo y, finalmente, las externalidades y las interacciones no mercantes; un cuarto factor, la preferencia por la variedad en el consumo es considerado como el factor amplificador que explica el tamaño de las ciudades. Cualquiera de los tres primeros o su combinación pueden dar lugar a una ciudad<sup>2</sup>.

El trabajo es considerado como el factor con mayor movilidad espacial y la ubicación *in situ* de la ciudad se considera eficiente al proveer ventajas que se concretarán en las economías de escala en las tecnologías de transporte. Estas teorías suponen que la ciudad eficiente toma la forma *monocéntrica*, esto es, que si los costos de transporte se incrementan más rápidamente que el crecimiento de la población citadina, la función objetivo urbana es la obtención de las ventajas tecnológicas, que deberían superar los costos del transporte<sup>3</sup>.

Mediante esta síntesis, los autores neoclásicos formulan una teoría estática del uso del suelo residencial, de la elección residencial y del tamaño de la ciudad.

---

<sup>1</sup> Richardson, H.W., “Economía regional y urbana”, Madrid, Alianza Universal Textos, 1986, Pág 208.

<sup>2</sup> Fujita M., “Urban Economic Theory: Land Use and City Size”, Cambridge University Press, 1989, Pág. 134.

<sup>3</sup> Alfonso, Oscar, “La Ciudad Segmentada: Una revisión de la Síntesis Espacial Neoclásica”, Revista de Economía Institucional, Vol. 7, NC 13, Segundo Semestre 2005, Bogotá, Colombia, Pág. 164.

Siendo el foco principal el uso óptimo del suelo urbano en su condición de bien inmóvil, supone el precio monetario del suelo ( $P$ ) y la renta del suelo por unidad de suelo ( $R$ ) en cada localización es una constante que permanece en el tiempo, interviniendo la tasa de interés ( $i$ ) como la tasa de descuento temporal de la renta y que es común a todos los participantes del mercado:

$$P = \int e^{-yr} dR = R/i$$

El modelo básico se centra en la disyuntiva entre accesibilidad y consumo de espacio que enfrentan los hogares en la elección de localización, sujeta a una restricción presupuestal y el área urbana reviste tres características: la ciudad es monocéntrica, las oportunidades de trabajo se concentran en el distrito central de negocios y todas las parcelas se encuentran disponibles para el uso residencial.

Además, se supone que los hogares poseen un ingreso fijo por unidad de tiempo ( $Y$ ), que es consumido totalmente en bienes compuestos ( $z$ ), costos del transporte  $T(r)$  y en el espacio urbano ( $s$ ), donde  $R(r)$  representa la renta por unidad de suelo. Esto explica la capacidad de las familias para pagar por la localización de un terreno basado en el convencimiento de que el nivel de utilidad que les proporciona es fijo<sup>4</sup>.

Siendo la función subasta de renta:  $\Psi_{(r,u)} = \max ((Y - T(r) - Z_{(s,u)}) / s)$

y siendo la restricción presupuestal de los hogares:  $z = (Y - T(r)) - Rs$

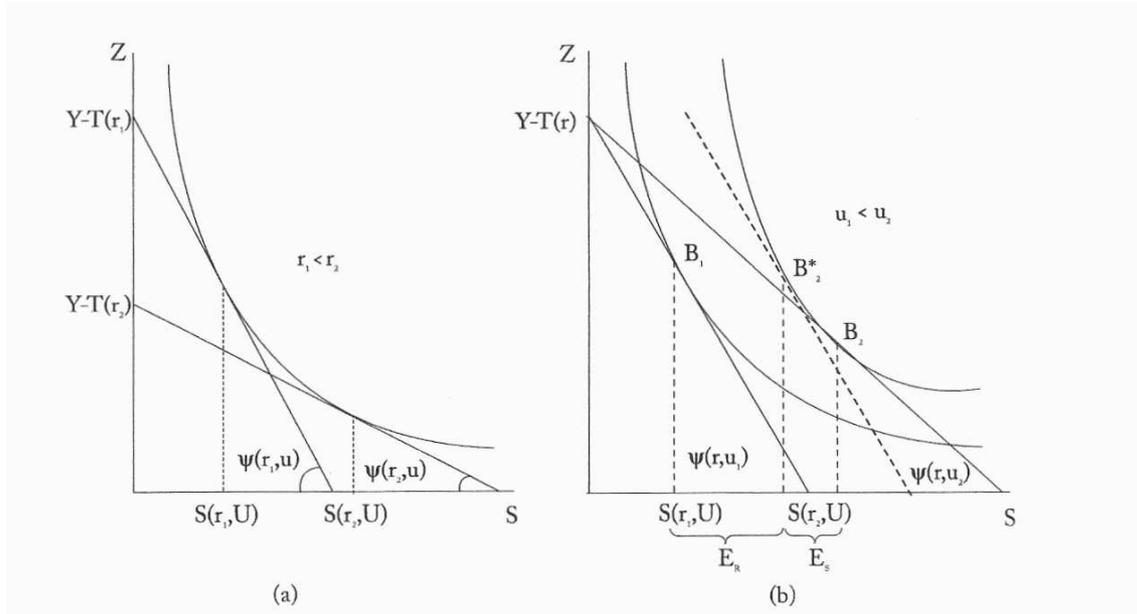
al resolver el problema de maximización de obtiene el tamaño óptimo de espacio urbano a consumir  $S(r,u)$  y esa solución es única<sup>5</sup>.

En el Gráfico N° 1 (a) podemos observar que para una determinada distancia al centro de la ciudad, un hogar debe elegir entre la cantidad de espacio urbano a consumir  $S(r,U)$  y el consumo en el resto de los bienes  $z$  para un mismo grado de utilidad.

<sup>4</sup> Alfonso, Oscar, Op. Cit., Pág. 171.

<sup>5</sup> Fujita, M., Op. Cit., Pág. 44.

**GRÁFICO N° 1 – Cambios en la Función de subasta de renta y tamaño del terreno: (a) por cambios en la distancia  $r$ , y (b) con respecto a la utilidad  $u$ .** – Fuente: Oscar Alfonso, “La Ciudad Segmentada: Una revisión de la síntesis espacial neoclásica”, 2005.



El Gráfico N° 1 (b) muestra qué ocurre con el consumo de espacio urbano  $S(r, U)$  cuando el nivel de utilidad cambia. La restricción presupuestal parte en ambos casos del mismo nivel y la renta que permite un nivel de utilidad mayor  $u_2$  es menor que la asociada a  $u_1$ , con lo que el espacio consumido es mayor en  $B_2$  que en  $B_1$ . El efecto total sobre el consumo de espacio urbano, se descompone en el efecto rendimiento  $E_r$  y el efecto sustitución  $E_s$ .

En el primer caso, al modificarse la renta se habrán modificado los precios relativos, con lo que los hogares serían ahora relativamente más ricos y podrán por ende consumir más espacio – $B_1$  a  $B_2^*$ . Pero la modificación en los precios relativos originada en la reducción de la renta va a ocasionar un aumento en el consumo del bien compuesto: el efecto sustitución – $B_2^*$  a  $B_2$ – está describiendo uno de los pilares de la estructuración espacial neoclásica, a saber, elevadas densidades residenciales que van decreciendo de manera gradual con el incremento en la distancia<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Alfonso, Oscar, Op. Cit., Pág. 175.



La gran conclusión es que si los costos de transporte son independientes del nivel de ingreso, el centro de la ciudad y la periferia están disponibles para los hogares más y menos prósperos. Fujita<sup>7</sup> afirma que en un régimen de salarios altos y costos elevados de transporte, los hogares más adinerados tenderán a localizarse en el centro de la ciudad, como ocurre en Japón. No ocurre lo mismo en Estados Unidos, en el cual la dinámica del desarrollo suburbano contrasta con el deterioro y abandono del centro de las ciudades, fenómeno conocido como el modelo *donnut* de la ciudad norteamericana<sup>8</sup>.

#### 5.1.1.2.- La Visión Heterodoxa

Otros autores críticos de la visión ortodoxa acerca de la teoría de la ocupación del suelo urbano proponen incorporar el concepto de la *anticipación* de los agentes inmobiliarios activos. Es así como Keynes se refiere a la importancia que posee la anticipación por parte de los agentes profesionales, quienes obtienen debido a ello rendimientos superiores al rendimiento promedio. En esta visión, el tiempo económico se incorpora al proceso de formación de expectativas sobre los rendimientos esperados de la inversión<sup>9</sup>.

Los *precios de anticipación*, según Jaramillo se practican en un ambiente de especulación sobre las modificaciones vigentes que conciernen a la regulación urbana. De manera que para los inversionistas profesionales del suelo urbano, esos precios de anticipación sólo podrán ser realizados una vez que se den esos cambios regulatorios<sup>10</sup>.

Para Abramo<sup>11</sup> la ciudad se segmenta debido a la exclusión que los hogares de mayores recursos ejercen sobre los hogares de menores ingresos en el ámbito de la competencia mercantil por la localización. Oscar Alfonso hace hincapié en la

---

<sup>7</sup> Fujita M., Op. Cit., Pág. 25.

<sup>8</sup> Alfonso, Oscar, Op. Cit., Pág. 180.

<sup>9</sup> Keynes, J.M. "Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero", 1936, Pág. 141.

<sup>10</sup> Jaramillo, Samuel. "Los fundamentos económicos de la participación en plusvalías", Bogotá, CEDE-Universidad de los Andes, 2004, Pág.24.

<sup>11</sup> Abramo, P. "La ville kalléidoscopique, coordination spatiale et convention urbaine", París, L'Harmattan, 1998, Pág. 147.



segmentación que se produce al decidir la distribución del suelo, dejando a los sectores de menores ingresos en aquellas zonas en las que nadie desea vivir<sup>12</sup>.

Algunas críticas a la teoría neoclásica, se expresan en los mayores niveles de verticalización que poseen los terrenos en las zonas donde habitan los hogares de mayores recursos y la finitud del espacio se ha eliminado a la vez que se ha maximizado el hedonismo residencial, con cargas para la ciudad y beneficios privados<sup>13</sup>.

Esta visión, parte del convencimiento de que los mercados por sí solos no pueden sustituir al gobierno<sup>14</sup> por dos razones: el diseño de nuevas instituciones y el fomento de la participación democrática son incompatibles con una visión del desarrollo aferrada a una visión residual de lo público y porque la producción de los bienes públicos de la ciudad competen al gobierno debido a los grandes montos involucrados. La primera razón toma forma en las regulaciones urbanísticas y la segunda en la producción de bienes públicos como **accesibilidad** y **habitabilidad**, que en conjunto determinan la intervención urbanística gubernamental<sup>15</sup>.

En el Gráfico N° 2 podemos observar la clasificación de los bienes públicos urbanos como elementos constitutivos de la estructura residencial urbana.

Dentro de este análisis, Hardessen establece una relación positiva entre las zonas y el valor del suelo: De tal forma que afirma que indefectiblemente el valor de un suelo para actividades administrativas y comerciales es mayor que para actividades residenciales y este, a la vez, mayor que para las actividades industriales manufactureras tradicionales<sup>16</sup>.

---

<sup>12</sup> Alfonso, Oscar, Op. Cit., Pág. 188

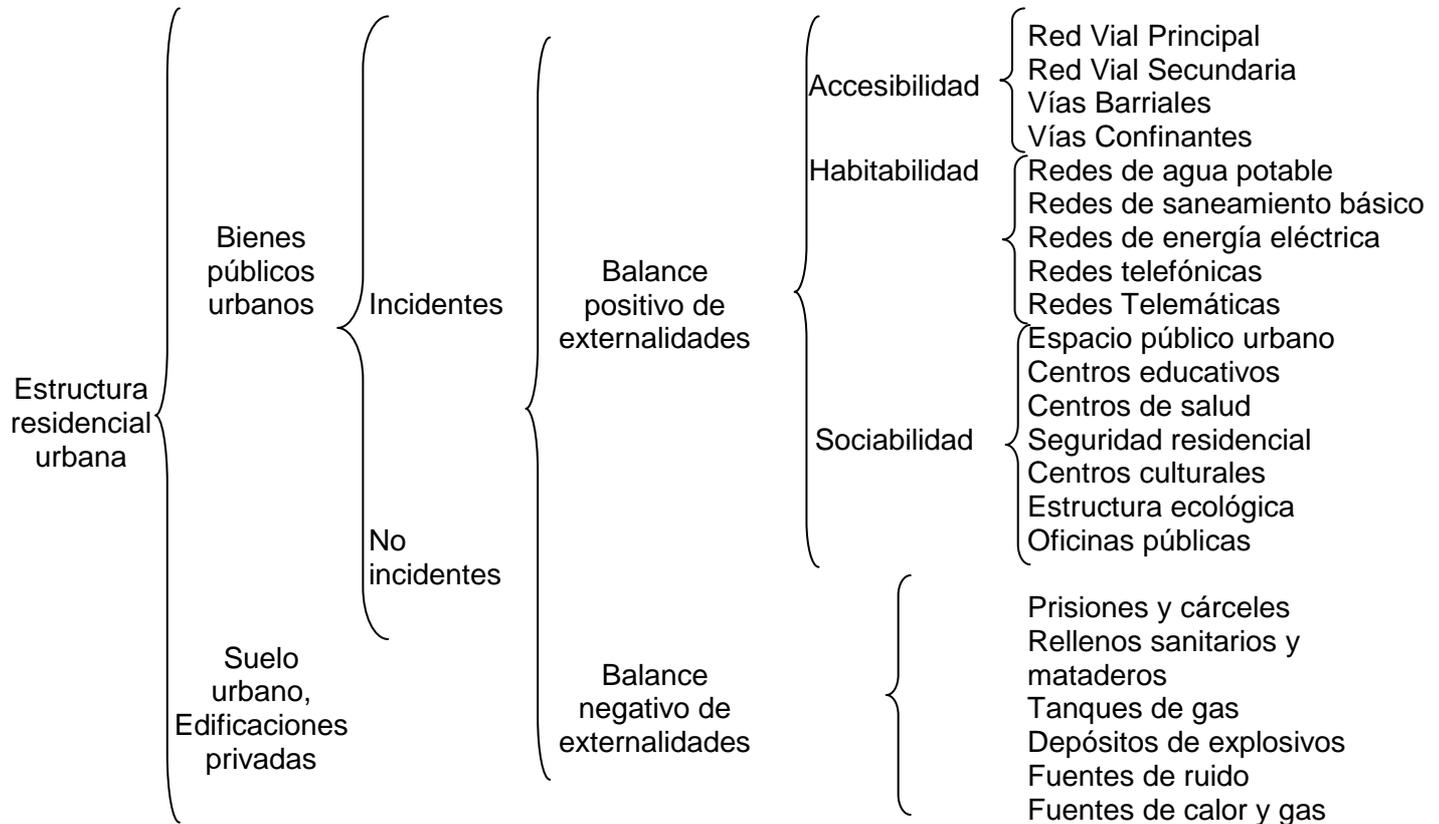
<sup>13</sup> Alfonso, Oscar, Op. Cit., Pág. 189

<sup>14</sup> Keating, M., "Gobernar las ciudades-región: política, economía y desarrollo", Cuadernos IPPUR, 17, 2, 2003., Pág. 65.

<sup>15</sup> Alfonso, Oscar, "Aportes a una Teoría de Estructuración Residencial Urbana", Revista de Economía Institucional, Vol. 9, N° 17, Segundo Semestre 2007, Pág. 244.

<sup>16</sup> Hardessen Bentrjerodt, A.: "Fundamentos económicos para el análisis de la actividad Inmobiliaria", UCA, Buenos Aires, 2000.

GRÁFICO Nº 2 – **Clasificación de los Bienes Públicos Urbanos** - Fuente: Alfonso, O., “Aportes a una Teoría de Estructuración Residencial Urbana”, 2007.



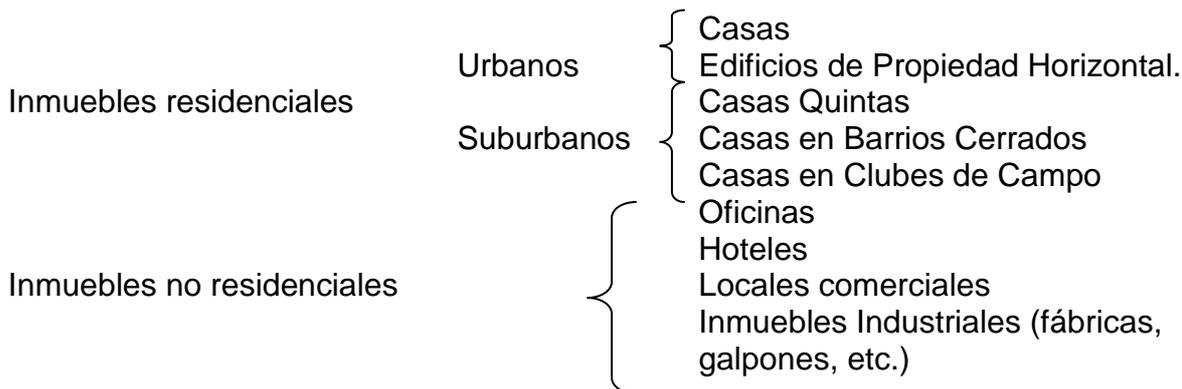
Asimismo, Hardessen asevera que “el precio del suelo resume condiciones técnicas, urbanísticas, de constructibilidad, y principalmente de localización en el orden urbano, con múltiples externalidades a los efectos de los análisis económicos. Destaca así, la importancia de un factor externo, como la **localización**, como fundamental en el precio del suelo. En tal sentido, el precio del terreno apropiará en valor las externalidades producidas por el entorno. Este mismo autor agrega un análisis socioeconómico al análisis del valor del suelo, afirmando que el valor del terreno se ajusta a las pautas de segregación socioeconómicas del lugar en que se emplaza<sup>17</sup>.

### 5.1.2.- El Mercado Inmobiliario Urbano

<sup>17</sup> Hardessen Bentrjerodt, A., Op. Cit.,

En el Cuadro N° 1 se resume a grandes rasgos los principales productos inmobiliarios en territorio urbano.

CUADRO N° 1 – **Principales Productos Urbanos** - Fuente: Elaboración propia según datos de Damián Tabakman, Federico Colombo, Daniel Rudolph – “Desarrollos inmobiliarios exitosos” – Bienes Raíces Ediciones – Buenos Aires, 2006



### 5.1.3.- Diferentes Actores y sus roles en el Negocio Inmobiliario.

CUADRO N° 2 – **Actores y sus Roles en el Negocio Inmobiliario** - Fuente: Elaboración propia según datos de Damián Tabakman, Federico Colombo, Daniel Rudolph – “Desarrollos inmobiliarios exitosos” – Bienes Raíces Ediciones – Buenos Aires, 2006

Actor	Función
Desarrollador	Es quien detecta el negocio, lo estructura, consigue el financiamiento, conduce su concreción y retribuye a quienes lo acompañaron, cobrando por ello. En general, es inversor, aunque en muchos casos no sea mayoritario sino que recurre a fondos de terceros para que lo acompañen.
Inversor	La perspectiva del inversor está basada exclusivamente en la rentabilidad sobre su capital, en los costos de oportunidad en relación con otras opciones de alocaión y en la ecuación riesgo-retorno.
Constructor	Es un proveedor del proyecto. Procura hacer la obra al menor costo posible, pero cobrarla lo más caro que esté a su alcance y terminarla rápidamente. Le preocupa la calidad y el prestigio, pero su principal interés reside en maximizar la relación costo-tiempo del proyecto.
Estudio de Arquitectura	El Desarrollador contrata para desarrollar un proyecto y dirigir la obra a un Estudio de Arquitectura. Los arquitectos trabajan teniendo muy en cuenta el prestigio, la reputación, la calidad, la trascendencia y la estética del producto. Para ellos, cerrar un proyecto rápidamente es conveniente, pero les importa en

	igual medida la calidad de la construcción.
Comercializadora	Es la empresa encargada de comercializar el proyecto. La inmobiliaria desea vender cuanto antes para maximizar el beneficio de sus comisiones. Dado que, en general, no cobran escalonadamente según los precios que obtienen, privilegian la rapidez antes que el valor de venta.

Cada uno de los actores tiene intereses diferentes y a veces se contraponen los de unos con los de otros. El éxito de unos no es necesariamente el de todos. Hay muchos ejemplos de constructores que quebraron a causa de proyectos que finalmente se concluyeron con éxito<sup>18</sup>.

#### 5.1.4.- El Mercado de los Inmuebles Residenciales

Desde la antigüedad, las sociedades más simples poseían una dinámica de aumento del stock de viviendas existentes, basado en un aumento anual de entre un 2 y un 3 % de unidades producto del aumento de la población y la tasa de nupcialidad<sup>19</sup>.

En el contexto actual de sociedades dentro de un mundo globalizado, la situación es más compleja dado que la oferta y demanda de residencias dependen de un gran número de variables relacionadas con las leyes de oferta y demanda<sup>20</sup>.

##### 5.1.4.1.- Las viviendas como bienes durables

El mercado inmobiliario está dividido entre unidades a estrenar y unidades usadas. Las transacciones de unidades nuevas constituyen entre un 10 y un 20 % del total. Esto es debido a una característica fundamental de las propiedades: son bienes durables. La vida útil de un inmueble es de entre 50 y 70 años<sup>21</sup>.

---

<sup>18</sup> Damián Tabakman, Federico Colombo, Daniel Rudolph, "Desarrollos inmobiliarios exitosos" – Bienes Raíces Ediciones, Buenos Aires, 2006, Pág. 23.

<sup>19</sup> Juan Carlos Franceschini, "El Mercado Inmobiliario y la Preparación de Proyectos", Iconsite, Buenos Aires, 2000, Pág. 49.

<sup>20</sup> D. Tabakman, F. Colombo, D. Rudolph, Op. Cit., Pág. 39.

<sup>21</sup> D. Tabakman, F. Colombo, D. Rudolph, Op. Cit. Pág. 41.

Una diferencia relevante entre el mercado de las viviendas usadas y las viviendas a estrenar es el grado de concentración de la actividad. Mientras que en el mercado de las viviendas usadas existe competencia perfecta entre miles de actores completamente atomizados, en el mercado de las viviendas a estrenar operan los desarrolladores inmobiliarios más importantes de la región<sup>22</sup>.

#### **5.1.4.2.- Demanda residencial**

Las variables que intervienen en la movilización del mercado inmobiliario residencial son múltiples y no dependen exclusivamente de aspectos demográficos. Otros fenómenos generan aumento de la demanda de viviendas.

Existen dos factores que intervienen en la motivación de la demanda residencial. Los denominados Disparadores Básicos u Objetivos de la Demanda y los Disparadores Secundarios o Subjetivos. Ambos operan en forma conjunta y variable según los estratos socioeconómicos que se analicen<sup>23</sup>.

##### **5.1.4.2.1.- Móviles de subsistencia o de necesidades básicas o Disparadores Primarios.**

Esta necesidad, según Juan Carlos Franceschini, es la que genera la denominada *demanda básica u objetiva*, y siempre está presente, haya o no créditos hipotecarios, crisis, recesión o crecimiento económico. Incluso es cuantificable estadísticamente. Es posible acceder a los valores de crecimiento vegetativo, a los de las tasas de mortalidad y nupcialidad, de divorcios, de obsolescencia de las viviendas, de hacinamiento, etc.<sup>24</sup>

Esta demanda básica objetiva está influenciada por aspectos demográficos y culturales propios de cada sociedad. De acuerdo a ello variarán según las zonas geográficas y las épocas, la edad en la cual los hijos dejan la casa de sus padres,

---

<sup>22</sup> D. Tabakman, F. Colombo, D. Rudolph, Op. Cit. Pág. 41.

<sup>23</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit. Pág. 49.

<sup>24</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit. Pág. 49.



el tamaño medio del hogar, la estructura familiar, la cantidad de divorcios y la tasa de mortalidad<sup>25</sup>.

Otro factor de importancia lo constituyen las migraciones. En Estados Unidos, por ejemplo, existen una gran cantidad de ciudades importantes y, dada la dinamicidad del mercado laboral, se genera un flujo normal y habitual de traslados y mudanzas durante el transcurso de las carreras de los ejecutivos.

Un fenómeno interesante a considerar tiene que ver con las condiciones climáticas. En Europa se puede verificar la migración de la población del norte hacia el sur, a sitios como la costa mediterránea española. Este fenómeno también se detecta en Estados Unidos, donde la migración es hacia Miami<sup>26</sup>.

Otros casos particulares son aquellas ciudades que se preparan para ser sede de un evento deportivo de escala mundial –tal como los Juegos Olímpicos- o en el sentido inverso, una catástrofe natural<sup>27</sup>.

#### **5.1.4.2.2- Móviles sustentados en aspectos no esenciales o Disparadores Secundarios**

Los Disparadores Secundarios son aquellos basados en los reales gustos del consumidor. En distintas etapas de su vida la gente decide cambiar de vivienda motivada por razones que escapan a la necesidad. Los motivos pueden estar sustentados en mejorar la calidad de vida o en mostrar un mayor status a su entorno. Otros factores se relacionan con las nuevas modas en estilos de arquitectura<sup>28</sup>.

Las personas con alta capacidad de ahorro utilizan a las propiedades como instrumento de inversión para proteger su patrimonio contra la inflación u obtener una renta a través de un alquiler. A su vez, una buena acción de marketing por parte de los desarrolladores de nuevos proyectos inmobiliarios puede

---

<sup>25</sup> D. Tabakman, F. Colombo, D. Rudolph, Op. Cit., Pág. 46.

<sup>26</sup> D. Tabakman, F. Colombo, D. Rudolph, Op. Cit., Pág. 47.

<sup>27</sup> D. Tabakman, F. Colombo, D. Rudolph, Op. Cit., Pág. 48.

<sup>28</sup> D. Tabakman, F. Colombo, D. Rudolph, Op. Cit., Pág. 51.

transformarse en un traccionador de demandantes de viviendas que no tenían interés en mudarse o invertir en una propiedad<sup>29</sup>.

#### **5.1.4.3.- Demanda de Viviendas Nuevas**

En un mercado en el que hay demanda se hacen presentes los desarrolladores, quienes buscan a ese público demandante y empiezan a producir nuevos inmuebles a la medida del consumidor<sup>30</sup>.

En cada entorno social y en cada circunstancia, puede observarse una tasa de adquisición de viviendas, sin discriminar nuevas de usadas. En la Ciudad de Buenos Aires, por ejemplo, se encuentra en torno al 7 u 8 % anual respecto al stock de unidades. En urbes consolidadas, no es fácil encontrar tasas que lleguen al 10 %<sup>31</sup>.

Sin embargo, hay enormes variaciones en la proporción de unidades nuevas respecto del total adquirido por año y en los diferentes sitios y en los distintos momentos. Puede alcanzar a porcentajes de un solo dígito, pero también puede llegar a representar el 30 % de las operaciones, como en España, mientras que en el Reino Unido, EEUU, e incluso en la Argentina está en torno al 15 %<sup>32</sup>.

Es aquí donde aparece entonces la denominada demanda no objetiva, la que proviene de los Disparadores Secundarios.

##### **5.1.4.3.1.- Demanda basada en aspectos simbólicos del producto**

Para evaluar los aspectos que motivan a un consumidor a querer optar por viviendas de alta gama, se parte de los análisis realizados por Sigmund Freud<sup>33</sup> respecto de las fuerzas psicológicas que dan forma a la conducta de las

---

<sup>29</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit., Pág. 53.

<sup>30</sup> D. Tabakman, F. Colombo, D. Rudolph, Op. Cit., Pág. 50.

<sup>31</sup> D. Tabakman, F. Colombo, D. Rudolph, Op. Cit., Pág. 50.

<sup>32</sup> D. Tabakman, F. Colombo, D. Rudolph, Op. Cit., Pág. 51.

<sup>33</sup> Philip Kotler, "Dirección de Marketing", Décima Edición, Prentice Hall, New Jersey, 2001, Pág. 172.

personas. Según la *Teoría de Freud*, las formas, tamaños, materiales, colores y marcas pueden activar ciertas asociaciones y emociones.

Para Abraham Maslow<sup>34</sup>, las necesidades humanas están dispuestas en una jerarquía, desde las más urgentes a las menos urgentes. De acuerdo a la *Teoría de Maslow*, es lógico que mientras existan personas que no tienen vivienda, hayan otras con necesidades básicas ya satisfechas que busquen habitar en sitios con mucho mayor confort y en zonas exclusivas.

El Modelo psicológico de Thorstein Veblen<sup>35</sup> explica la motivación que posee el hombre para realizar compras ostentosas en búsqueda de prestigio. Veblen hace hincapié en las influencias sociales en la conducta y recalca que las actividades sociales están directamente relacionadas con la conducta en el hombre y éstas influidas por los distintos niveles que existen en la sociedad.

A su vez, Martin Fishbein<sup>36</sup>, en su modelo basado en expectativa-valor, concluye que puede predecirse la elección de compra que hará un consumidor al determinar los atributos del producto y su ponderación por parte del consumidor. Entre las distintas alternativas de producto a adquirir por parte del consumidor, éste evaluará cada uno de los atributos y los calificará individualmente, quedándose con aquel producto que en su conjunto tenga un valor percibido más alto.

#### **5.1.4.3.2.- Segmentación de la Demanda**

Según Philip Kotler<sup>37</sup>, una empresa debe identificar a los segmentos de mercado a los que puede servir de manera más eficaz. Para Kotler, *“un segmento de mercado consiste en un grupo grande que se puede identificar dentro de un*

---

<sup>34</sup> Abraham Maslow, “Motivation and Personality”, New York, Harper and Row, 1954, Pág 80.

<sup>35</sup> Laura Fisher De La Vega, “Mercadotecnia”, Segunda Edición, Mc Graw Hill, México, 2006, Cap. 5.

<sup>36</sup> Martin Fishbein, “Attitudes and Prediction of Behaviour”, en “Readings in Attitude Theory and Measurement”, ed. Martin Fishbein, New York, 1967, Pág 477.

<sup>37</sup> P. Kotler, Op. Cit., Pág. 256.

mercado y que tiene deseos, poder de compra, ubicación geográfica, actitudes de compra o hábitos de compra similares”.<sup>38</sup>

De acuerdo a la clasificación que efectúa Kotler, las principales variables de segmentación de mercados son, la segmentación geográfica, la segmentación demográfica, la psicográfica y la conductual<sup>39</sup>.

CUADRO N° 3 – Principales Variables de Segmentación de Mercados – Fuente: Philip Kotler, “Dirección de Marketing” – 10º Edición – Prentice Hall, New Jersey, 2001.

Tipo de Segmentación	Variables
Geográficas	Región, Tamaño de Ciudad, Densidad, Clima.
Demográficas	Edad, Tamaño de la Familia, Ciclo de Vida Familiar, Sexo, Ingreso, Ocupación, Educación, Religión, Raza, Generación, Nacionalidad, Clase Social.
Psicográficas	Estilo de Vida, Personalidad.
Conductuales	Ocasiones, Beneficios, Status de Usuario, Frecuencia de Uso, Status de Lealtad, Etapa de Preparación, Actitud hacia el Producto.

### 5.1.5.- La Inversión inmobiliaria

La primera clasificación posible entre inversiones inmobiliarias, es aquella que distingue a los inversores de acuerdo al grado de participación en la gestión del proyecto inmobiliario. En ese aspecto un inversor puede ser **activo** o bien **pasivo**<sup>40</sup>.

<sup>38</sup> P. Kotler, Op. Cit, Pág. 257.

<sup>39</sup> P. Kotler, Op. Cit. Pág. 263.

<sup>40</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit., Pág. 23.



La segunda clasificación, distingue al modo en el cual la inversión es realizada en torno al emprendimiento inmobiliario. Al respecto se distinguiere entre inversiones **directas e indirectas**.

La inversión en forma **directa**, entonces es aquella que adquiere las formas de Desarrollo de Emprendimientos Inmobiliarios, la compra de inmuebles para la obtención de una renta fija o bien para especulación. La inversión inmobiliaria **indirecta** es aquella que se efectúa a través de títulos financieros o fondos de inversión que operan en el mercado de capitales<sup>41</sup>.

La inversión inmobiliaria difiere de la inversión bursátil básicamente en que se puede entrar y salir de mercado bursátil en forma más rápida que en el mercado inmobiliario. Por lo tanto el inversor inmobiliario tiene su salida condicionada en el tiempo por una serie de factores que escapan a su control inmediato, tales como el tipo de proyecto de que se trate, las condiciones del mercado inmobiliario cuando se decida salir del negocio, el mantenimiento del inmueble, el grado de obsolescencia luego del transcurso del tiempo, que hacen que una inversión inmobiliaria posea *altas barreras*, respecto de las *bajas barreras* que posee la inversión bursátil<sup>42</sup>.

#### **5.1.5.1.- La inversión inmobiliaria directa**

##### **5.1.5.1.1.- La inversión de desarrollo**

El inversor en negocios de desarrollo inmobiliario busca exponer el menor tiempo posible su capital, el mayor éxito que pueda obtener dependerá de la capacidad para entrar y salir rápidamente del negocio, pues cuanto mayor sea la exposición del capital propio o de terceros involucrado en el proyecto, redundará en una menor rentabilidad y, consecuentemente, en un mayor riesgo<sup>43</sup>.

---

<sup>41</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit., Pág. 24.

<sup>42</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit., Pág. 25.

<sup>43</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit., Pág. 26.

#### **5.1.5.1.2.- La inversión de renta fija**

El inversor de renta fija está orientado a la obtención de un flujo de fondos constante, teniendo poca predisposición al riesgo. Este tipo de inversor compra propiedades y las alquila obteniendo rentabilidades acordes a ese bajo riesgo<sup>44</sup>.

#### **5.1.5.1.3.- El inversor especulativo**

Este inversor, con visión de largo plazo, es el más avezado de todos. Usualmente, este inversor adquiere una fracción o un lote apto para un emprendimiento inmobiliario, pero que al momento de realizada la operación, no están dadas las condiciones para que el precio tenga un comportamiento atractivo.

Los factores que hacen que determinados inmuebles se conviertan en importantes oportunidades para el inversor especulativo son, entre otros, un cambio de zonificación dispuesto por el municipio, el crecimiento propio de las ciudades, la construcción de nuevas vías de acceso cercanas al predio, el crecimiento de la vivienda en los suburbios, la consolidación de una zona por la atracción de inversión en otros rubros, la aparición de nuevas áreas de desarrollo, la atracción de una zona determinada para un segmento de mercado inmobiliario específico, etc<sup>45</sup>.

#### **5.1.5.1.4.- La inversión inmobiliaria indirecta**

En países con alto grado de desarrollo de los mercados de capitales, donde existe alta profundidad y grado de segmentación, existe alta eficiencia para la financiación de los negocios inmobiliarios. Un Desarrollador Inmobiliario encontrará diversas posibilidades dentro del Mercado de Capitales para financiar su emprendimiento una vez que demuestre que su Plan de Negocios es sólido y que la rentabilidad del mismo es compatible con el riesgo a asumir.<sup>46</sup>

---

<sup>44</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit., Pág. 26.

<sup>45</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit., Pág. 27.

<sup>46</sup> D. Tabakman, F. Colombo, D. Rudolph, Op. Cit., Pág. 65.



Por otra parte, existen actualmente gran cantidad de Instrumentos Financieros de diversa complejidad orientados al sector inmobiliario que permiten constituirse como vehículos para financiar eficientemente la actividad. Tal es el caso, por ejemplo, de las Cédulas Hipotecarias, que permiten atraer capitales al sector mediante la emisión de títulos por parte de un fiduciante quien securitiza los fondos provenientes de las cuotas de los préstamos hipotecarios otorgados por un banco o los Real Estate Investment Trusts (REIT's) que son fondos de inversión que canalizan capitales hacia el sector inmobiliario<sup>47</sup>.

En algunos mercados inmobiliarios internacionales de gran desarrollo, como el caso de los Estados Unidos de Norteamérica, existen alternativas de inversión inmobiliaria a través de una vía indirecta, evitando las complejidades que puede provocar para un solo propietario la administración de un inmueble. La inversión inmobiliaria indirecta tiene en estos mercados distintas formas de manifestación. Por un lado, encontramos a los REIT (Real Estate Investment Funds o bien Fondos de Inversión en Bienes Raíces).

El REIT es un tipo de compañía de inversión de capital fijo o limitado que invierte, retornando a los inversores la rentabilidad por la compra venta de inmuebles o de bienes inmuebles hipotecados.

Existen tres tipos básicos de REIT:

- Equity REIT: realizan inversiones en inmuebles tales como departamentos, edificios de oficinas, shopping centers y hoteles.
- Mortgage REIT: realizan inversiones en préstamos hipotecarios.
- Hybrid REIT: éstos realizan ambos tipos de inversión, tanto en Equity como en Mortgage.

Asimismo, en E.E.U.U. existen sociedades limitadas de bienes inmuebles denominadas Real Estate Limited Partnerships, que consisten en un sindicato de administración profesional de bienes inmuebles. Algunos RELP están dirigidos a

---

<sup>47</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit, Pág. 27.

la especulación en terrenos, otros invierten en edificios de oficinas, shopping centers y otros invierten en distintos tipos de hipotecas. El administrador asume el rol de socio general con responsabilidad ilimitada y otros socios son legalmente responsables hasta el monto inicial de la inversión, la menor participación limitada requiere un mínimo de US\$ 2.500 y US\$ 10.000 de inversión<sup>48</sup>.

## 5.2.- Fundamentos de Marketing Inmobiliario

El Marketing inmobiliario se nutre de los conceptos de marketing general, pero posee rasgos diferentes debido a las particularidades del producto inmobiliario, entendiendo al marketing como un medio y el producto como un fin. Para el consumidor, su objetivo será satisfacer una necesidad, y para el empresario, desarrollar un proyecto con un objetivo o fin de rentabilidad. El marketing inmobiliario será, entonces, el nexo entre el consumidor y el producto<sup>49</sup>.

El marketing inmobiliario es bien diferente del marketing general, puesto que el producto inmobiliario es un bien no transable. Esto quiere decir que no es objeto del intercambio de importación y exportación. Es un producto local con un área de influencia acotada a una determinada población y, como tal, este producto no se puede extender más allá de estas fronteras, considerado como una entidad física unida en forma indisoluble al factor tierra, solamente se podrá difundir como producto diseño y no como producto constructivo ya elaborado<sup>50</sup>.

Como producto diseño se podrá copiar una tipología de desarrollo, o un subproducto inmobiliario, elaborada en un país o en una localidad determinada y reproducirla en otro país o localidad. En este sentido, el “*benchmarking inmobiliario*”, es muy común. El producto inmobiliario es único, es decir, que existen determinadas cualidades de un inmueble que no pueden ser reproducidas de la misma manera en diferentes sitios; por ejemplo, la luz que tendrán los ambientes de un edificio, dependerá de la ubicación y orientación de la fracción donde se asienta el inmueble. Asimismo, la dimensión de los factores de impacto

---

<sup>48</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit., Pág. 28.

<sup>49</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit., Pág. 119.

<sup>50</sup> J. C. Franceschini, Op.Cit., Pág. 120.



de un desarrollo inmobiliario no será la misma para proyectos similares en localizaciones diferentes<sup>51</sup>.

El producto inmobiliario trata de satisfacer una necesidad del individuo cuya escala de valores se encuentra en la base de la Pirámide de Maslow<sup>52</sup> (necesidades fisiológicas), la vivienda y la protección familiar. En este aspecto comparte algunas coincidencias con el marketing general, pues un producto masivo puede responder a la satisfacción global de una necesidad fisiológica del hombre. Sin embargo, el producto inmobiliario no sólo responde a la satisfacción de la necesidad de abrigo y protección familiar<sup>53</sup>.

De acuerdo con el segmento de mercado al cual esté dirigido el producto inmobiliario la escala de valores estará orientada a la superación de la base fisiológica del hombre, para alcanzar motivaciones de orden superior, dado que la vivienda cumple para los grupos del segmento socioeconómico más alto, un rol de posición social<sup>54</sup>.

El producto inmobiliario se caracteriza por contar con una alta segmentación, ya que estamos en presencia de un bien que cuenta con uno de los más altos valores respecto de todos los bienes que se transan en el mercado y está destinado a satisfacer las necesidades más valoradas por el ser humano<sup>55</sup>.

El cliente inmobiliario generalmente “es un cliente de única vez”, distinto del público de un bien de consumo masivo. El ciclo vegetativo de la vida hace que un grupo familiar generalmente cambie de inmueble no más de tres veces en la vida<sup>56</sup>.

---

<sup>51</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit., Pág. 119.

<sup>52</sup> Philip Kotler, “Dirección de Marketing”, Décima Edición, Prentice Hall, 2001, Pág. 172.

<sup>53</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit., Pág. 120.

<sup>54</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit., Pág. 120.

<sup>55</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit., Pág. 120.

<sup>56</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit., Pág. 120.

### 5.2.1.- Mezcla de Marketing

Philip Kotler define mezcla de marketing como “*el conjunto de herramientas de marketing que la empresa usa para alcanzar sus objetivos de marketing en el mercado meta*”<sup>57</sup>.

De acuerdo a la clasificación que realiza Jerome McCarthy, en la cual agrupa estas herramientas en cuatro grupos denominados las “Cuatro P” de marketing, la mezcla de marketing está formada por las variables Producto, Precio, Promoción y Plaza<sup>58</sup>.

Juan Carlos Franceschini, realiza una adaptación de la mezcla de marketing aplicada al negocio inmobiliario, en la cual reemplaza a la variable Plaza por la variable Comercialización y a la variable Promoción por la variable Comunicación<sup>59</sup>.

CUADRO N° 4 – **Mezcla de Marketing en el Mercado Inmobiliario** – Fuente: Juan Carlos Franceschini, “ El Mercado Inmobiliario y la Preparación de Proyectos”, Iconsite, Buenos Aires, 2000.

Marketing General		Marketing Inmobiliario
Producto	→	Producto
Precio	→	Precio
Plaza	→	Comercialización
Promoción	→	Comunicación

### 5.3.- Fundamentos de Finanzas

#### 5.3.1.- Las propiedades como activos dentro una cartera diversificada

Los inmuebles son activos con características que los hacen interesantes para los inversores tanto institucionales como individuales. Ramiro Juliá ha demostrado que la inclusión de este tipo de activos dentro de una cartera diversificada

<sup>57</sup> P. Kotler, Op. Cit., Pág. 15.

<sup>58</sup> P. Kotler, Op. Cit., Pág 15.

<sup>59</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit., Pág 126.

constituye un mecanismo de mitigación de riesgo de mercado debido a su baja correlación con otros activos como acciones o bonos soberanos<sup>60</sup>.

A su vez, Petros Sivitanides, investigador del mercado inmobiliario del MIT, afirma que una cartera debe poseer activos relacionados con el mercado inmobiliario para que esta se convierta en un portfolio eficiente en los términos definidos por Harry Markovitz<sup>61</sup>.

Con respecto al efecto de diversificación de carteras incluyendo activos inmobiliarios de diferentes países, Graeme Newell y James Webb han logrado demostrar las consecuencias positivas de estas incorporaciones<sup>62</sup>.

En países con mercados de capitales desarrollados, es posible que inversores institucionales e individuales posean activos relacionados con el Mercado Inmobiliario mediante diversos instrumentos. Es posible no sólo comprar una vivienda para ponerla en alquiler, sino que existen instrumentos más complejos como los Real Estate Investment Trusts (REIT's). Asimismo es posible invertir en acciones de empresas dedicadas al desarrollo de negocios vinculados a inmuebles<sup>63</sup>.

### 5.3.2.- Definición de Riesgo de una inversión

El riesgo en una inversión puede ser definido como la variabilidad en los rendimientos esperados. Es por ello que al analizar la rentabilidad esperada de un negocio se mide el valor medio de los resultados esperados y la desviación estándar de los mismos. Mediante esta última medida de dispersión se evalúa el riesgo<sup>64</sup>.

---

<sup>60</sup> Ramiro Juliá, "High Net-Worth Individuals' Portfolios: Private Real Estate Assets" – Massachusetts Institute of Technology, Septiembre 2002.

<sup>61</sup> Petros Sivitanides, Ph.D., "Why Invest in Real Estate: An Asset Allocation Perspective", Westmark Realty Advisors, Los Angeles, 1997.

<sup>62</sup> Graeme Newell, James Webb, "Assessing Risk for International Real Estate Investments", Journal of Real Estate Research, Volumen 11, Número 2, Estados Unidos, 1996.

<sup>63</sup> Damián Tabakman, Federico Colombo, Daniel Rudolph, Op. Cit., Pág. 136.

<sup>64</sup> Claudio Sapetnitzky y colaboradores, "Administración Financiera de las Organizaciones"- Ediciones Macchi, Buenos Aires, 2003, Pág. 314.

### 5.3.3.- Riesgo de una cartera de activos

De acuerdo a la Teoría de Markowitz<sup>65</sup>, se mide el riesgo de una cartera de activos, ponderando las cantidades de cada activo dentro de la misma y teniendo en cuenta la correlación que existe entre ellos. Para el caso simple en el cual una cartera está formada por sólo dos activos A y B, se mide el riesgo de la cartera mediante la siguiente expresión:

$$\sigma_p = \{ W_a^2 * \sigma_a^2 + W_b^2 * \sigma_b^2 + 2 W_a * W_b * \sigma_a * \sigma_b * \rho_{a;b} \}^{1/2}$$

siendo:

$\sigma_p$ : riesgo total de la cartera o portfolio.

$W_a$ : porcentaje de componente del activo A en la cartera.

$W_b$ : porcentaje de componente del activo B en la cartera ( $W_a + W_b = 100\%$ )

$\sigma_a$ : riesgo del activo A medido por el desvío estándar del activo A.

$\sigma_b$ : riesgo del activo B medido por el desvío estándar del activo B.

$\sigma_{a;b}$ : correlación entre los activos A y B.

La combinación de activos en una cartera permite mitigar el riesgo de la misma mediante la diversificación.

Mediante la adecuada proporción de activos dentro de una cartera y con coeficientes de correlación convenientes, se pueden lograr combinaciones con muy bajo riesgo o bien riesgo nulo.

### 5.3.4.- Tipos de riesgo

El riesgo que puede ser potencialmente eliminado mediante la diversificación es el **riesgo propio** de un activo, también denominado riesgo no sistemático, riesgo residual, riesgo específico o riesgo diversificable. El riesgo que no es posible de ser evitado es el denominado **riesgo de mercado**, también conocido como riesgo sistemático o riesgo no diversificable<sup>66</sup>.

---

<sup>65</sup> Harry M. Markowitz - "Portfolio Selection", Journal of Finance 7, Marzo 1952, Pág. 77.

<sup>66</sup> Richard Brealy, Stewart Myers, Franklin Allen, "Principios de Finanzas Corporativas", 8º Edición, McGraw Hill, Madrid, 2006, Pág. 177.



### 5.3.5.- El Riesgo del Desarrollador Inmobiliario

El desarrollo inmobiliario, desde el punto de vista de las finanzas, consiste en un flujo de fondos que se inicia con la compra del terreno y la definición del proyecto y concluye años más tarde con la venta de la última unidad producida. Existen variables controlables y otras incontrolables que se traducirán en variaciones de los flujos de fondos reales respecto de los proyectados por el desarrollador<sup>67</sup>.

Entre las variables controlables por el desarrollador están el costo y aquellas relacionadas con el producto tales como el diseño y las estrategias de comunicación<sup>68</sup>.

Dentro de las variables incontrolables para el desarrollador se encuentran aquellas que están en relación al riesgo sistemático o de mercado. Dentro de estas variables podemos incorporar a aquellas vinculadas con cuestiones de orden público, como por ejemplo, cambios que se puedan producir en disposiciones legales gubernamentales que pueden ejercer su influencia positiva o negativa en el poder adquisitivo de los demandantes y su predisposición a la compra de un inmueble. Los cambios socioculturales que se pueden producir en la población pueden afectar a aquellos proyectos inmobiliarios de mediano y largo plazo. El riesgo cambiario es otra variable no controlable por el desarrollador<sup>69</sup>.

De acuerdo a lo enunciado, el riesgo total asociado al desarrollo de un proyecto inmobiliario será la suma del riesgo controlable más el riesgo no controlable.

$$\text{Riesgo Total} = \text{Riesgo Controlable (no sistemático)} + \text{Riesgo No Controlable (sistemático)}$$

<sup>67</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit., Pág. 234.

<sup>68</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit., Pág. 234.

<sup>69</sup> J. C. Franceschini, Op. Cit. Pág. 234.

### 5.3.6.- El Modelo de Valoración de Activos Financieros (CAPM)

Este modelo, desarrollado inicialmente por el premio Nobel William Sharpe<sup>70</sup>, parte de la base de que la tasa de rendimiento requerida de un inversor es igual a la tasa de rendimiento sin riesgo más una prima de riesgo, donde el único riesgo importante es el *riesgo sistemático*<sup>71</sup>. Éste nos indica cómo responde el rendimiento de la acción ante las variaciones sufridas en el rendimiento del mercado de valores, dicho riesgo se mide a través del *coeficiente de volatilidad* conocido como *beta* ( $\beta$ )<sup>72</sup>.

La beta mide la variación del rendimiento de un título con respecto a la variación del rendimiento del mercado de tal manera que si  $\beta$  toma un valor igual a uno estará variando en la misma sintonía que el mercado de valores, pero si dicho valor fuese más pequeño sus oscilaciones serían de menor tamaño que las del rendimiento del mercado. Ocurriendo lo contrario si  $\beta$  fuese mayor que uno. La expresión general de dicho modelo viene dada por la siguiente ecuación:

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$$

donde  $R_f$  expresa el rendimiento del activo sin riesgo;  $R_m$  indica el rendimiento esperado del mercado durante el período de tiempo considerado;  $(R_m - R_f)$  indica el valor de la prima de riesgo que rige en el mercado<sup>73</sup>.

---

<sup>70</sup> W.F. Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk", Journal of Finance 19, sept. 1964.

<sup>71</sup> Juan Mascareñas, "El Coste del Capital", Universidad Complutense de Madrid, Abril de 2001.

<sup>72</sup> R. Brealy, S. Myers, F. Allen, Op. Cit., Pág. 182.

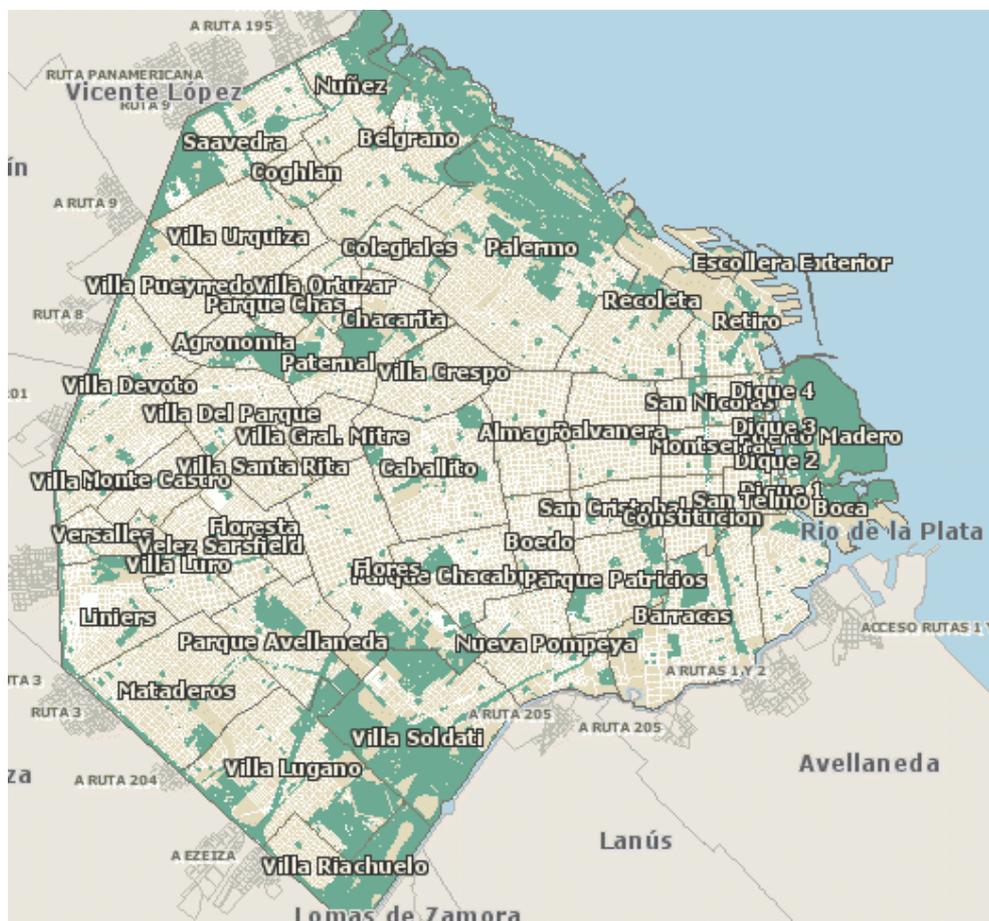
<sup>73</sup> R. Brealy, S. Myers, F. Allen, Op. Cit., Pág. 206.

## 6.- ANÁLISIS DE SITUACIÓN

### 6.1.- La Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

La Ciudad Autónoma de Buenos Aires está limitada al este por el Río de la Plata, al sur por el Riachuelo, completando sus límites oeste y norte la Av. General Paz. A diferencia de otras urbes, la Ciudad de Buenos Aires no posee la posibilidad de crecer en territorio desde hace décadas debido a estos límites geográficos que lo son también del orden político<sup>74</sup>.

GRÁFICO Nº 3 – **Mapa de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires** – Fuente: Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

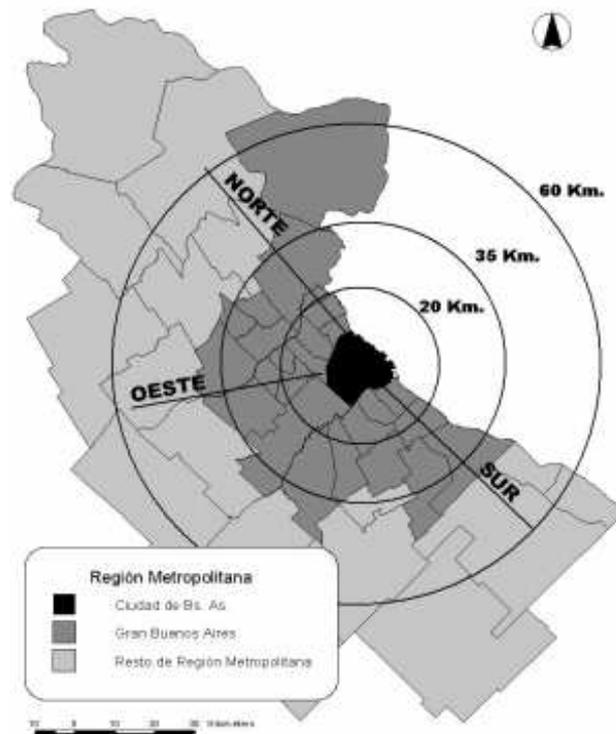


Desde el punto de vista urbano, Buenos Aires se extiende sesenta kilómetros hacia el norte, el oeste y el sur formando lo que se conoce como Conurbano Bonaerense o Gran Buenos Aires constituido por localidades pertenecientes a la

<sup>74</sup> [www.buenosaires.gob.ar](http://www.buenosaires.gob.ar)

Provincia de Buenos Aires, distrito con diferentes autoridades políticas a las de la ciudad homónima, cuya capital es la ciudad de La Plata ubicada a 60 km al sur de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, como puede observarse en el Gráfico N° 4<sup>75</sup>.

GRÁFICO N° 4 – **Área Metropolitana de Buenos Aires** – Fuente: Fernando Álvarez de Celis, “Renta Urbana y Segregación Territorial en la Ciudad de Buenos Aires”, Coyuntura Económica, CEDEM, Buenos Aires, 2003.



## 6.1.2.- El mercado de viviendas en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires

### 6.1.2.1.- El mercado en su conjunto

Teniendo en cuenta la extensión del Área Metropolitana de Buenos Aires en un radio de 60 km que va desde Pilar hasta La Plata, según el especialista en marketing inmobiliario, Daniel Rudolph, la población total de residencias es de unas 4 millones de familias<sup>76</sup>.

<sup>75</sup> Fernando Álvarez de Celis, “Renta Urbana y Segregación Territorial en la Ciudad de Buenos Aires”, Coyuntura Económica, CEDEM, Buenos Aires, 2003.

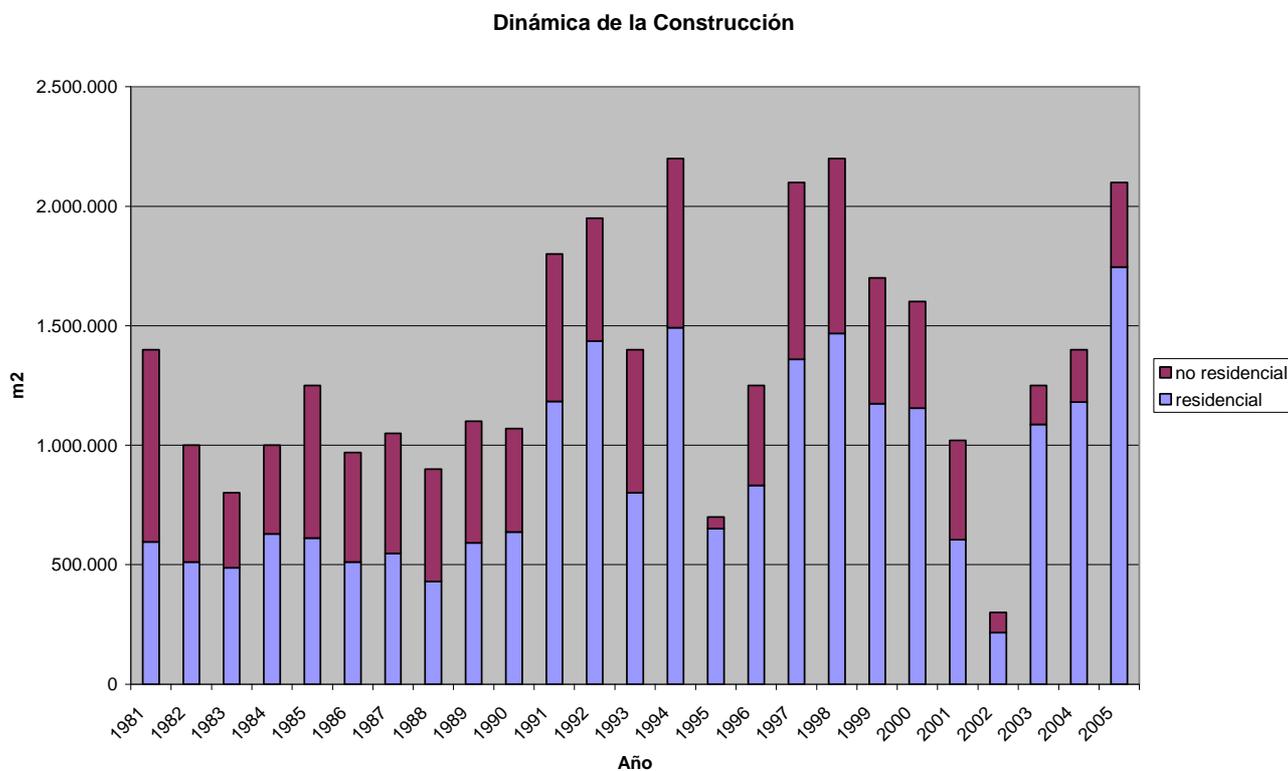
<sup>76</sup> Ver Entrevista a Daniel Rudolph en Anexo 1.

La Ciudad Autónoma de Buenos Aires en sí, posee una población estable desde hace 6 décadas, siendo el único de los 24 distritos provinciales que no ha crecido en población. Es más, ha decrecido. Habitan en la ciudad, aproximadamente 1 millón de hogares<sup>77</sup>.

El mercado inmobiliario global de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires está formado por las transacciones de las propiedades nuevas y en su mayoría por las usadas. En este mercado participan la totalidad de los bienes inmobiliarios, ya sea de uso residencial, como de uso no residencial<sup>78</sup>. En el Cuadro N° 5 puede observarse la evolución del mercado en los últimos diez años.

Con respecto a la incidencia del mercado residencial dentro del total de la oferta construida, en el Gráfico N° 5 puede observarse la dinámica de la construcción en la Ciudad de Buenos Aires para el período 1981-2005.

**GRÁFICO N° 5 – La Dinámica e la Construcción en la Ciudad de Buenos Aires 1981 - 2005** – Fuente: Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires



<sup>77</sup> Evolución de la población según Censos Nacionales 1895-2001 publicados por el Indec.

[www.indec.mecon.gov.ar](http://www.indec.mecon.gov.ar)

<sup>78</sup> D. Tabakman, F. Colombo, D. Rudolph, Op. Cit., Pág. 40.

#### CUADRO N° 5 – Cantidad de Escrituras Traslativas de Dominio

Fuente: Centro de Estudios para el Desarrollo Económico Metropolitano (CEDEM), Ministerio de Hacienda – Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Año	Cantidad de escrituras	Variación interanual (%)
1998	107.184	
1999	94.552	-11,8%
2000	90.535	-4,2%
2001	79.760	-11,9%
2002	82.662	3,6%
2003	83.915	1,5%
2004	82.847	-1,3%
2005	93.823	13,2%
2006	93.922	0,1%
2007	98.021	4,4%
2008	97.175	-0,9%

De ese mercado inmobiliario global, las viviendas a estrenar forman un submercado cuya evolución puede observarse en el Cuadro N° 6 para los últimos diez años.

#### CUADRO N° 6 – Cantidad de Viviendas a Estrenar

Fuente: Centro de Estudios para el Desarrollo Económico Metropolitano (CEDEM), Ministerio de Hacienda – Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Año	Viviendas a estrenar	Total escrituras	% viviendas a estrenar
1998	12.760,0	107.184,0	12%
1999	9.626,0	94.552,0	10%
2000	10.027,0	90.535,0	11%
2001	4.957,0	79.760,0	6%
2002	1.764,0	82.662,0	2%
2003	9.740,0	83.915,0	12%
2004	6.573,0	82.847,0	8%
2005	15.189,0	93.823,0	16%
2006	24.735,0	93.922,0	26%
2007	24.472,0	98.021,0	25%
2008	19.330,0	97.175,0	20%

Las viviendas a estrenar pueden ser unifamiliares (casas) o multifamiliares (edificios de departamentos). En el Cuadro N° 7 a continuación puede observarse la cantidad de viviendas multifamiliares a estrenar y su proporción respecto del total de las viviendas que se construyen en la Ciudad de Buenos Aires.

### CUADRO N° 7 – Cantidad de Viviendas Multifamiliares a Estrenar

Fuente: Centro de Estudios para el Desarrollo Económico Metropolitano (CEDEM), Ministerio de Hacienda – Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Año	Sup. (m2)	Variación interanual	% total residencial
1998	1.386.184	6,50%	93%
1999	1.116.972	-19,42%	93,3
2000	1.107.645	-0,84%	93,4
2001	551.578	-50,20%	90,7
2002	172.614	-68,71%	80,6
2003	1.044.870	505,32%	93,6
2004	1.089.376	4,26%	93,4
2005	1.726.794	58,51%	96,1
2006	2.599.641	50,55%	97,4
2007	2.396.678	-7,81%	96,8
2008	1.886.186	-21,30%	94,4

Este mercado de viviendas a estrenar puede a su vez dividirse por categorías de viviendas según sea su grado de confort. En el Cuadro N° 8 se puede ver la evolución del mercado de viviendas a estrenar en la Ciudad de Buenos Aires en los últimos diez años, divididas por categorías.

Con respecto a los mecanismos de financiación utilizados por los compradores de viviendas en la Ciudad de Buenos Aires, existe un mercado de hipotecas cuya evolución durante la última década puede verse en el Cuadro N° 9.

El Cuadro N° 10 muestra la evolución de los montos otorgados para préstamos hipotecarios en pesos y en dólares.

La relación entre el salario de los trabajadores y el precio de las viviendas es un factor que permite evaluar la capacidad de acceso a la vivienda por parte de la mayoría de la población. En el Gráfico N° 6 podemos ver la evolución de estas variables desde el año 2001 a la fecha. A su vez, el Gráfico N° 7 muestra la evolución a partir del año 1981<sup>79</sup>.

<sup>79</sup> Ver entrevista a Ricardo Theller en Anexo 1.

### CUADRO N° 8 – Cantidad de Viviendas a Estrenar por Categoría<sup>80</sup>

Fuente: Centro de Estudios para el Desarrollo Económico Metropolitano (CEDEM), Ministerio de Hacienda – Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Año	Sencilla		Confortable		Lujosa		Suntuosa	
	Cantidad de Viviendas	% particip ciudad						
1998	3677	28,8	4623	36,2	967	7,6	3493	27,4
1999	2484	25,8	4008	41,6	1123	11,7	2011	20,9
2000	3024	30,2	4240	42,3	740	7,4	2023	20,2
2001	1210	24,4	1978	39,9	417	8,4	1352	27,3
2002	726	41,2	706	40	131	7,4	201	11,4
2003	2557	26,3	4289	44	617	6,3	2277	23,4
2004	2297	24	406	35,6	800	8,4	3070	32,1
2005	4088	26,9	3559	23,4	1294	8,5	6248	41,1
2006	7057	28,5	5920	23,9	2495	10,1	9263	37,4
2007	6946	28,4	6355	26	2715	11,1	8456	34,6
2008	4765	24,6	5421	28	2658	13,7	6486	33,6

### CUADRO N° 9 – Cantidad de Escrituras Hipotecarias

Fuente: Centro de Estudios para el Desarrollo Económico Metropolitano (CEDEM), Ministerio de Hacienda – Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Año	Cantidad de escrituras	Variación interanual (%)	Cant. Escrit. hipotecarias	Variación interanual (%)	% sobre total escrituras
1998	107.184		27.202		25,4%
1999	94.552	-11,8%	24.176	-11,1%	25,6%
2000	90.535	-4,2%	23.628	-2,3%	26,1%
2001	79.760	-11,9%	20.352	-13,9%	25,5%
2002	82.662	3,6%	3.265	-84,0%	3,9%
2003	83.915	1,5%	2.776	-15,0%	3,3%
2004	82.847	-1,3%	4.764	71,6%	5,8%
2005	93.823	13,2%	6.451	35,4%	6,9%
2006	93.922	0,1%	7.474	15,9%	8,0%
2007	98.021	4,4%	8.566	14,6%	8,7%
2008	97.175	-0,9%	7.662	-10,6%	7,9%

<sup>80</sup> Según las definiciones contenidas en el Anuario Estadístico 2003, se establecen las siguientes definiciones de categorías de viviendas. *Sencilla*: es aquella en la que no figuran más ambientes que: vestíbulo, sala de estar o comedor, dormitorios, baño y toilette para cada cuatro locales de primera; cocina, lavadero, garage, depósito, servicios centrales de calefacción, agua caliente y/o aire acondicionado. *Confortable*: no pueden figurar más ambientes que escritorio, antecocina, antecomedor o comedor diario; una habitación de servicio y un baño de servicio; un cuarto de planchar. El living y el comedor no deben exceder en conjunto 42 m2 de superficie. *Lujosa*: no podrán figurar más que ascensor en las unifamiliares, ascensor con acceso privado o un solo departamento por piso, ascensor de servicio, hasta tres habitaciones y tres baños de servicio; living-comedor que exceda los 42 m2 de superficie. *Suntuosa*: es aquella que, reuniendo las características de las viviendas de categoría lujosa, tienen su construcción complementada con detalles suntuosos o importantes ambientes de recepción, más de tres habitaciones y tres baños de servicio; pileta de natación, cuerpo independiente para vivienda de servicio, etc.

**CUADRO N° 10 – Préstamos Hipotecarios para la Vivienda**

Fuente: Centro de Estudios para el Desarrollo Económico Metropolitano (CEDEM), Ministerio de Hacienda – Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Período	Préstamos en dólares		Préstamos en pesos	
	miles de USD	Variación interanual	miles de \$	Variación interanual
1998	6.043		3.611	
1999	6.706	11,0%	3.657	1,3%
2000	7.337	9,4%	3.454	-5,6%
2001	7.773	5,9%	2.962	-14,2%
2002	2.090	-73,1%	11.324	282,3%
2003	20	-99,0%	10.102	-10,8%
2004	34	70,0%	8.896	-11,9%
2005	59	73,5%	8.647	-2,8%
2006	89	50,8%	9.161	5,9%
2007	112	25,8%	11.801	28,8%
2008	199	77,7%	15.965	35,3%

**GRÁFICO N° 6 – Salario Real en Términos de m<sup>2</sup> de Vivienda – Época Post-Convertibilidad** - Fuente: Instituto de Economía – Facultad de Ciencias Económicas - UADE

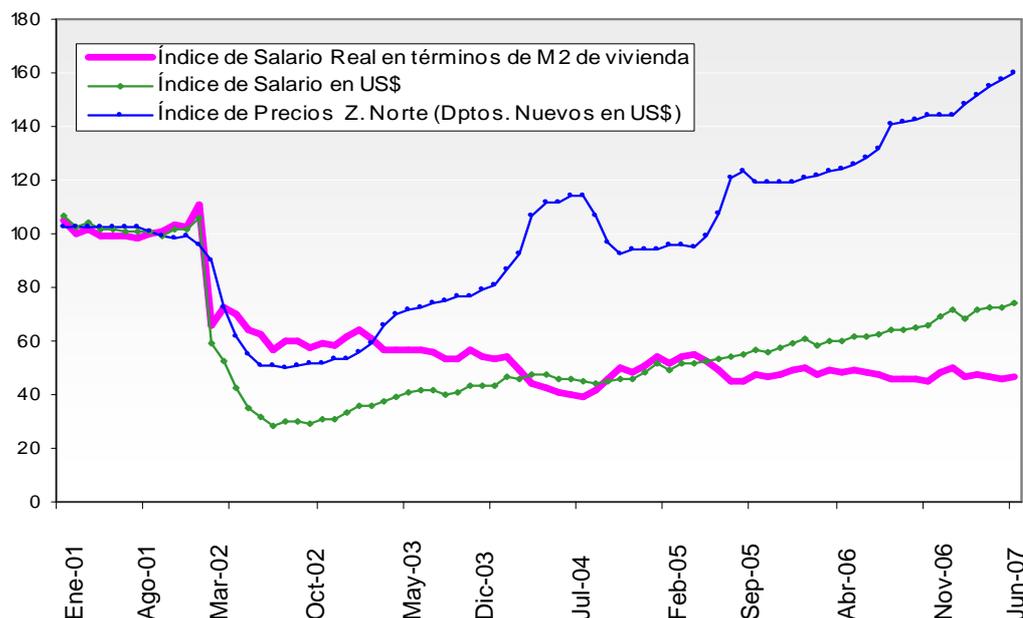


GRÁFICO N° 7 – Salario Real en Términos de m<sup>2</sup> Vivienda Histórico



Valor m2 U\$D promedio para Cap Fed Corredor Norte – Dto usado bueno 2/3 amb - Fuente: ReporteInmobiliario.com en base a datos de Giménez Zapiola y Toribio Achaval - Ingresos dólares: Toribio Achaval en base a datos INDEC

### 6.1.2.2.- El mercado de viviendas ABC1

El mercado de viviendas de la Ciudad de Buenos Aires para el segmento de más altos ingresos ha tenido gran dinamismo en los últimos años<sup>81</sup>.

En el Cuadro N° 11 se observa la evolución del volumen de la oferta de viviendas a estrenar para el segmento de más altos ingresos en la ciudad.

CUADRO N° 11 – Oferta de Viviendas de Alta Gama a Estrenar

Fuente: Centro de Estudios para el Desarrollo Económico Metropolitano (CEDEM), Ministerio de Hacienda – Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Instituto de Economía – Facultad de Ciencias Económicas - UADE

Año	Viviendas a estrenar			
	Superficie Total (m <sup>2</sup> )	Cantidad de viviendas	Valor promedio (USD/m <sup>2</sup> )	Total (USD)
2001	236.649	1.352	1.291	305.496.073
2002	61.592	201	724	44.615.519
2003	465.512	2.277	1.091	508.075.808
2004	510.658	3.070	1.274	650.618.624
2005	864.251	6.248	1.608	1.390.006.261
2006	1.002.770	9.263	1.941	1.946.196.455
2007	753.239	8.456	2.088	1.572.763.032
2008	577.254	6.486	2.340	1.350.774.360

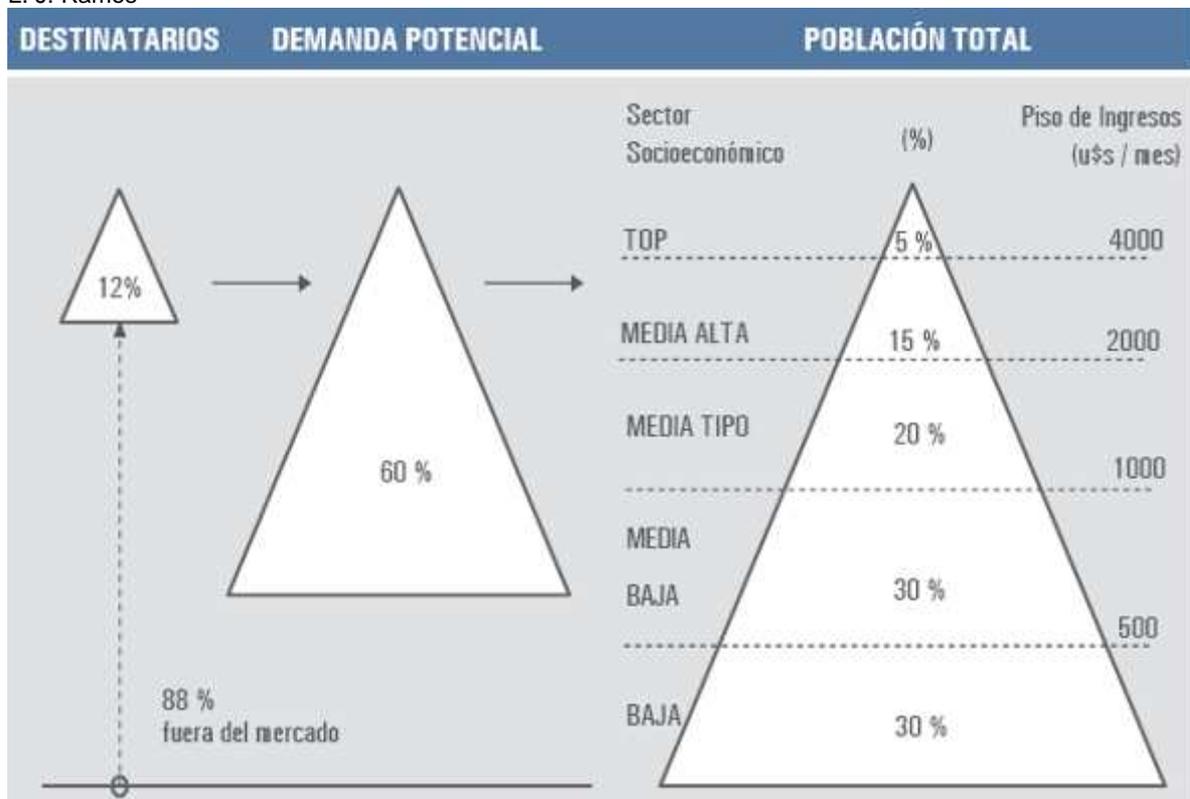
Según Miguel Pato, Director para Latinoamérica de Ernst & Young Real Estate Group, el segmento meta de viviendas de lujo en la Ciudad de Buenos Aires es de

<sup>81</sup> Ver entrevista a Juan Carlos Franceschini en Anexo 1.

aproximadamente unos 500.000 hogares<sup>82</sup>. Se trata de 500.000 familias de todo el país que, debido a sus fuentes de ingresos, sin importar el momento económico del país, siempre van a tener recursos disponibles para invertir. Esto le representa a la Ciudad de Buenos Aires una demanda anual de unas 9.000 viviendas<sup>83</sup>.

De acuerdo a un estudio realizado por la empresa L. J. Ramos, especializada en la comercialización de inmuebles, este segmento es el 12 % de la población de la ciudad, alcanzando una población de aproximadamente unas 360.000 personas<sup>84</sup> como puede observarse en el Gráfico N° 8.

GRÁFICO N° 8 – Demanda Residencial ABC1 en la Ciudad de Buenos Aires – Fuente: L. J. Ramos



### 6.1.2.3.- El estímulo a construir

El indicador conocido como **Ratio "Q"**, debido al economista norteamericano James Tobin, es útil para evaluar la conveniencia relativa de comprar una

<sup>82</sup> Ver Entrevista a Miguel Pato en Anexo 1.

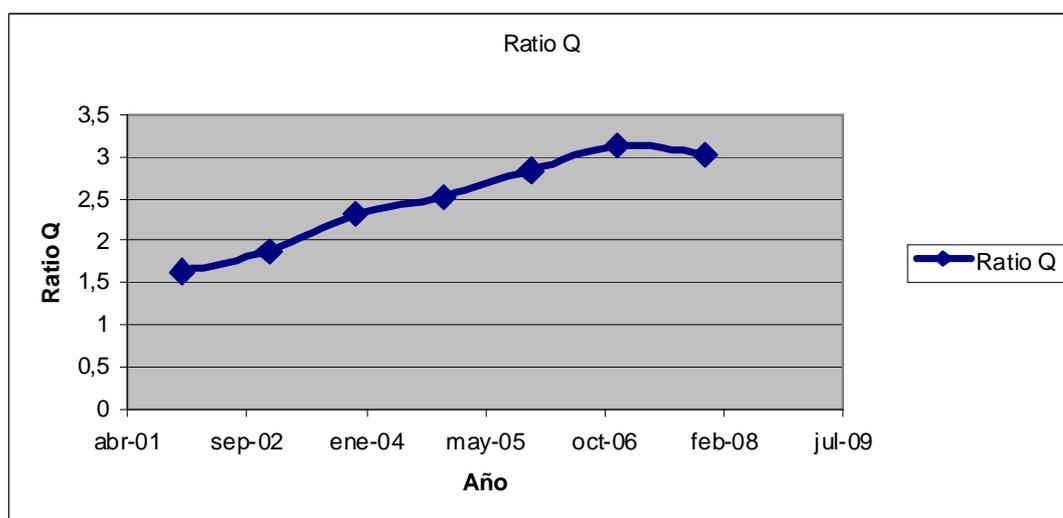
<sup>83</sup> Lic. Miguel Pato, "Argentina en el Contexto de la Inversión Global", Ernst & Young Real Estate Latinoamérica, Madrid, SIMA07, Mayo 2007.

<sup>84</sup> L. J. Ramos, "Informe del Mercado Inmobiliario – Emprendimientos Residenciales en Buenos Aires, Falta Mucho por Hacer", Buenos Aires, Julio de 2008.

propiedad construida, versus construir (un bien de capital o un m<sup>2</sup> edificado pueden ser valuados así). Para la industria de la construcción, el Instituto de Economía UADE confecciona el ratio Q como cociente entre Precio de departamentos nuevos en zona norte (en dólares) y Costos (en dólares) del m<sup>2</sup>. Si el ratio Q es mayor que 1, conviene construir a comprar edificado, si es 1 resulta indiferente y, si es menor que 1, resulta mejor comprar un m<sup>2</sup> existente a construirlo. Este ratio aumenta (disminuye) según los precios se incrementen (disminuyan) o los costos caigan (aumenten). El Gráfico N° 9 muestra la variación del Ratio Q desde el año 2001 al 2008<sup>85</sup>.

#### GRÁFICO N° 9 – Evolución de Ratio Q – 2001-2008.

Fuente: Instituto de Economía – Facultad de Ciencias Económicas – UADE-



#### 6.1.3.- Los Barrios de la Zona Norte o el denominado “Corredor Norte”

A partir de la década de 1990, se intensifica en las ciudades latinoamericanas un proceso de segregación social, económica y cultural urbana. El crecimiento de la delincuencia genera cambios en las costumbres de la población. Este proceso, es acompañado por un fenómeno de reclusión de la población de mayores recursos, surgiendo los barrios privados, aumentando el número de clubes de campo y en el caso urbano, los complejos de torres con servicios o “torres jardín”<sup>86</sup>.

<sup>85</sup> Lic. Sonia León, “Informe de la Construcción y Mercado Inmobiliario”, Instituto de Economía, Universidad Argentina de la Empresa, Buenos Aires, Marzo 2008, Pág 17.

<sup>86</sup> Michael Janoshcka, “El nuevo modelo de ciudad latinoamericana: fragmentación y privatización”, 2002.



Para el investigador Michael Janoshcka<sup>87</sup>, de este modo, se forman islas funcionales de bienestar con lugares de alto nivel de servicios, consumo y vida nocturna. Y paralelamente se expanden las “no-go-areas”, en las cuales los “extraños” se sienten físicamente amenazados. El Gráfico N° 10 muestra el modelo de ciudad latinoamericana de acuerdo a las investigaciones de Michael Janoschcka<sup>88</sup>.

De este modo, la región metropolitana de Buenos Aires, modificó algunas de sus características, siendo las más marcadas, la aparición de grandes urbanizaciones en los suburbios, como es el caso de “Nordelta”, en el Partido de Tigre y la profundización del fenómeno de desarrollo de clubes de campo y barrios privados en la zona de Pilar. Dentro de los límites de la ciudad, el desarrollo de las *Torres Jardín*, se ha dado en mayor medida en la zona denominada Corredor Norte. El Gráfico N° 11, en el Anexo 2, muestra la nueva configuración del Área Metropolitana de Buenos Aires después de 1990<sup>89</sup>.

Desde hace varias décadas las zonas habitadas por la población de más alto poder adquisitivo dentro de la Ciudad de Buenos Aires han sido el denominado Barrio Norte, el Barrio de Recoleta, Palermo y Belgrano<sup>90</sup>.

Este crecimiento de la tendencia de desarrollo de emprendimientos inmobiliarios del tipo Torres Jardín en el Corredor Norte comenzado en la década de 1990, ha crecido en la posterior década del 2000, como puede verse en el Gráfico N° 12, en el Anexo 2<sup>91</sup>.

En el Gráfico N° 13, en el Anexo 2, puede observarse que las zonas que se muestran como más atractivas para los habitantes de la ciudad con mayor poder adquisitivo desde el punto de vista de la ubicación existe un común denominador

---

<sup>87</sup> M. Janoshcka, Op. Cit.

<sup>88</sup> M. Janoschcka, Op. Cit.

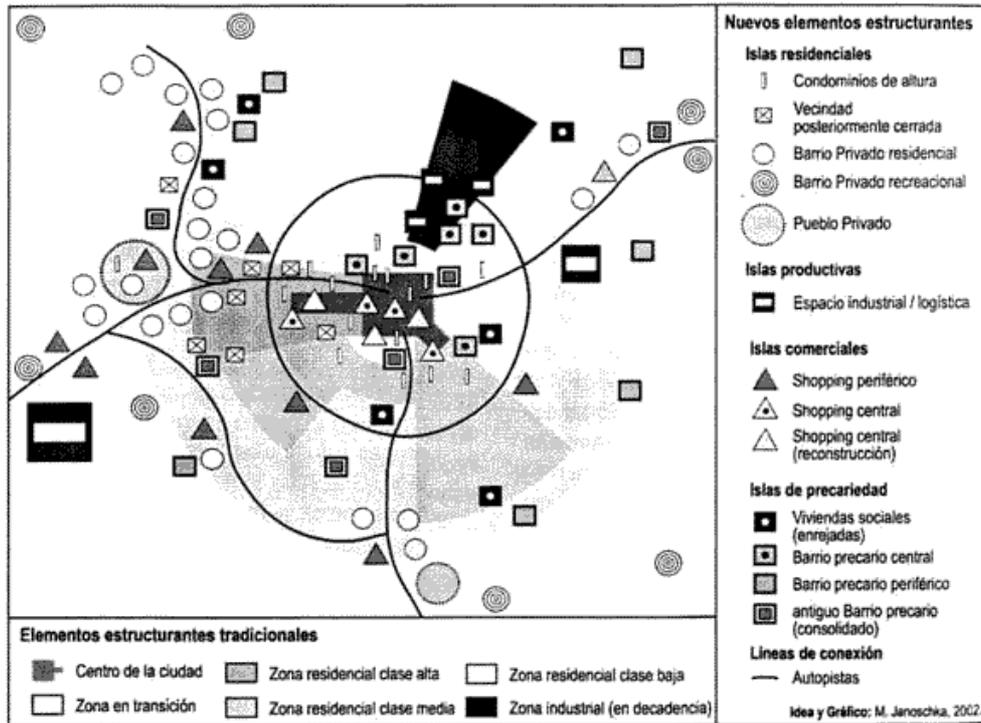
<sup>89</sup> M. Janoschcka, Op. Cit.

<sup>90</sup> Pablo Ciccolella, Iliana Mignaqui, Daniela Szajnberg; Buenos Aires: Metropolis in transition ;42nd iSoCaRP Congress2006 , "METROPOLIS IN TRANSITION: BUENOS AIRES BETWEEN ECONOMIC GROWTH AND SOCIAL DESINTEGRATION"

<sup>91</sup> Michael Janoschcka, Op. Cit.

relacionado con la cercanía al Río de la Plata, a los grandes espacios verdes, a las zonas comerciales elegantes y turísticas<sup>92</sup>.

GRÁFICO N° 10 – **El Nuevo Modelo de Ciudad Latinoamericana** – Fuente: Michael Janoschka, “El nuevo modelo de la ciudad latinoamericana: fragmentación y privatización”, 2002

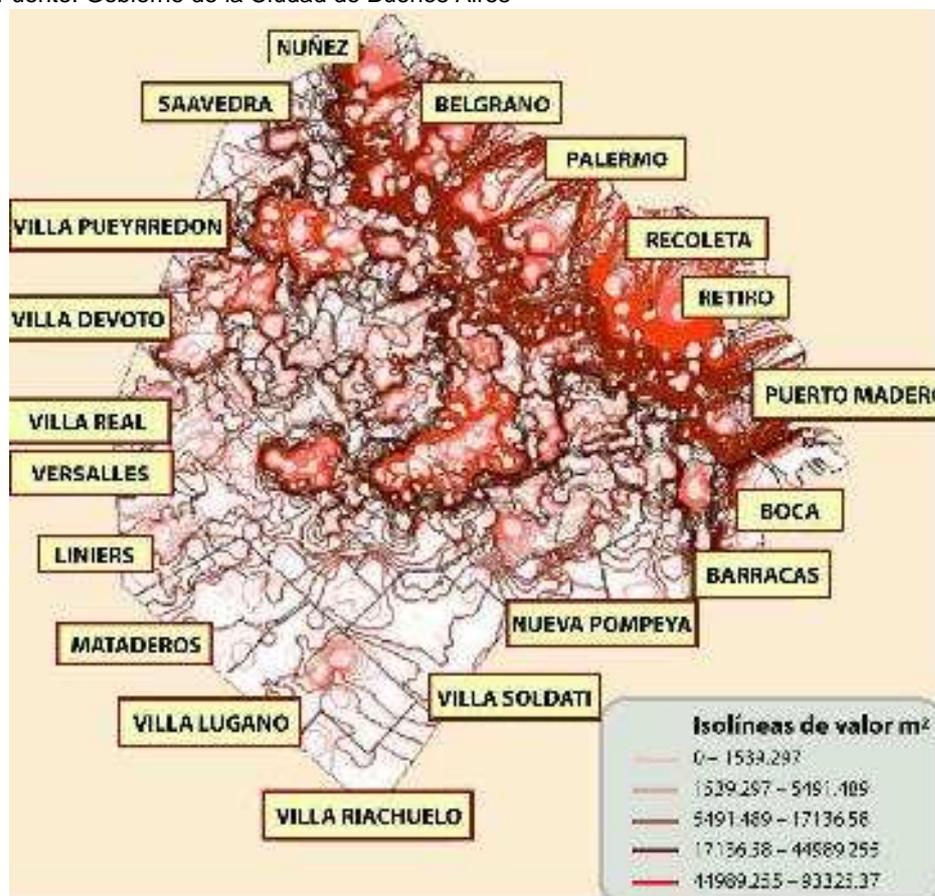


Esta situación se ve reflejada en los valores de la tierra en la zona mencionada. El Gráfico N° 11 muestra los precios promedio de los terrenos en la Ciudad de Buenos Aires en el mes de abril de 2008, expresando mediante isolíneas de valor por metro cuadrado las zonas de igual atractivo. A su vez en el Cuadro N° 12 se observan los precios de los departamentos a estrenar en diferentes zonas de la ciudad.

Con respecto a la participación relativa de cada barrio del Corredor Norte y a las tipologías de departamentos ofrecidos en esa zona, el Gráfico N° 12 muestra que el 91 % de las unidades son de 1 a 3 ambientes.

<sup>92</sup> Ver entrevista a Daniel Rudolph en Anexo 1.

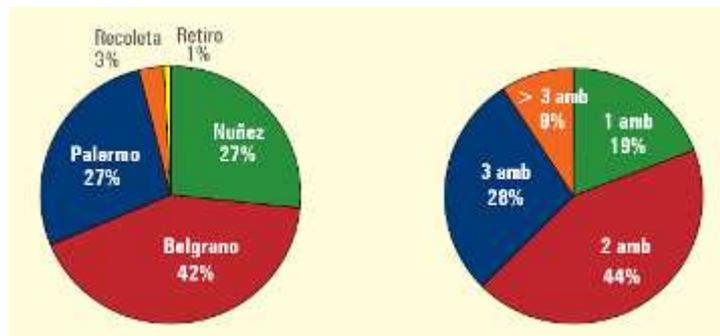
GRÁFICO Nº 11 – Precio Promedio del Suelo en la Ciudad de Buenos Aires – Abril de 2008 – Fuente: Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires



CUADRO Nº 12 – Valores de Departamentos a Estrenar en Diferentes Zonas de la Ciudad de Buenos Aires – Abril 2008 – Fuente: Centro de Estudios para el Desarrollo Económico Metropolitano (CEDEM), Ministerio de Hacienda – Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

BARRIO	PRECIO PROMEDIO (USD/m <sup>2</sup> )	PRECIO PROMEDIO POR UNIDAD (USD)
Puerto Madero	3.127	235.833
Retiro - Centro	2.002	139.444
Eje Norte (Recoleta, Palermo, Belgrano)	1.828	102.441
Borde Eje Norte (Núñez, Saavedra, Colegiales)	1.722	92.658
Entorno Agronomía	1.426	71.098
Caballito, Villa Urquiza	1.425	68.196
Entorno Devoto	1.357	67.244
Zona Histórica (San Telmo, Boedo, Constitución)	1.333	65.190
Eje Oeste (Flores, Floresta, Mataderos)	1.307	60.083
Eje Sur (Boca, Barracas, Pompeya)	1.169	65.179
<b>Promedio Ciudad de Buenos Aires</b>	<b>1.547</b>	<b>78.522</b>

GRÁFICO Nº 12 – Oferta de Viviendas en Zona Norte de la Ciudad – Abril 2008 –  
Fuente: L. J. Ramos



A su vez, en el Anexo 7, se detallan las principales empresas y emprendimientos dentro del mercado analizado.

#### 6.1.4.- El Caso Puerto Madero

La concreción del Proyecto de refuncionalización urbana del viejo puerto de la ciudad de Buenos Aires es el desarrollo urbano de mayor importancia realizado en Argentina y, considerando su modalidad de gestión e impacto concreto, también lo es de Latinoamérica<sup>93</sup>.

El proyecto, desplegado en 170 hectáreas de dársenas, edificios abandonados, antiguos depósitos de mercaderías, espacios abiertos ociosos y vialidad en desuso, ha transformado esa realidad en poco más de 10 años en un conjunto de edificios corporativos, de viviendas, de oficinas, museos, galerías de arte, universitarios, multicines, bancos, instalaciones gastronómicas, comerciales y un club náutico, constituyéndose en uno de los programas más importantes de la ciudad por el nivel de sus inversiones<sup>94</sup>.

En el sector oriente de Puerto Madero comenzaron a desarrollarse emprendimientos inmobiliarios desde el año 1998. En esa época, la parte occidental del reciclado puerto que estaba inactivo desde hacía más de 7 décadas, ya era un éxito comercial caracterizado por los restaurantes de lujo que se habían establecido en la planta baja de los docks ubicados en la Av. Alicia Moreau de Justo desde la Avenida Córdoba hasta la Avenida Brasil. A su vez, en

<sup>93</sup> Norberto Iglesias, "El Impacto Metropolitano de los Grandes Proyectos Urbanos", Buenos Aires, 2004.

<sup>94</sup> Ver entrevista a Roberto Converti en Anexo 1.

las plantas superiores de los docks reciclados, se habían desarrollado nuevas oficinas y viviendas ubicadas a pocas cuadras del centro de la ciudad y con una atractiva vista a los diques<sup>95</sup>.

Los mayores atractivos para la vivienda que presentaba la zona y que ya son una realidad se relacionan con la real posibilidad de habitar a pocas cuadras del centro de la ciudad en un entorno mucho más favorable desde el punto de vista del medio ambiente, la seguridad, la infraestructura comercial y el entorno<sup>96</sup>.

Según datos de la Corporación Antiguo Puerto Madero S.A., la construcción en Puerto Madero es de aproximadamente 2 millones de metros cuadrados, siendo un poco más de la mitad de esa superficie la correspondiente a viviendas. La población estable alcanzará las 16.000 personas en 2010<sup>97</sup>.

En el Gráfico N° 13 puede observarse la distribución de los emprendimientos inmobiliarios de mayor envergadura del país.

## **6.2.- El Marketing Residencial en el Segmento de Alta Gama**

Algunos de los factores que dispararon la demanda de viviendas están relacionados con aspectos culturales arraigados en la cultura argentina y que se describen a continuación.

### **6.2.1- Factores Culturales**

En el Cuadro N° 13 se resumen los principales factores culturales movilizados de la demanda de viviendas por parte de los argentinos

---

<sup>95</sup> N. Iglesias, Op. Cit.

<sup>96</sup> Ver entrevistas a Diego Silberberg y Mario Gómez en Anexo 1.

<sup>97</sup> Fuente: Corporación Antiguo Puerto Madero S.A. / [www.puertomadero.com](http://www.puertomadero.com). Ver gráficos en Anexo 3.

GRÁFICO N° 13 – **Ubicación de los Emprendimientos en Torre** – Fuente: L.J. Ramos Brokers Inmobiliarios-



CUADRO N° 13 – **Factores Culturales Movilizadores de la Demanda de Viviendas por parte de los Argentinos** – Fuente: Esteban Edelstein Pernice, “Residential Development Opportunities in Buenos Aires”, Graduate School of Architecture, Planning and Preservation, Columbia University, Mayo 2004.

Factor	Descripción
El sueño de la vivienda propia	A diferencia de otros países en los cuales la población es más propensa a las mudanzas debido a los cambios laborales, como es el caso de Estados Unidos, en nuestro país la población tiende a pasar la gran mayoría de su vida en una misma ciudad. Esta característica sumada a la herencia de los principales inmigrantes de origen español e italiano, ha contribuido a que el ciudadano argentino tenga a la vivienda propia como una de sus prioridades a la hora de invertir su dinero. En algunos casos, se desestiman buenas oportunidades financieras de alquilar debido al sueño de la vivienda propia. Asimismo, el ciudadano argentino considera a las propiedades como inversiones seguras.
Estabilidad Residencial	Al mismo tiempo muchas familias adquieren una vivienda teniendo en cuenta que será permanente y la mantendrán por el resto de sus vidas.
Aversión a las Deudas	Existe un extendido temor a endeudarse por parte de los ciudadanos argentinos. Este temor es fundado debido a que en 1982, mucha gente perdió sus propiedades en virtud de la Circular 1050 que indexaba las cuotas de los créditos hipotecarios haciéndolos muy costosos de afrontar. Esta situación, sumada a una gran informalidad en la economía

	y la falta de crédito hipotecario, hacen que la mayoría de las transacciones sean sin financiación.
Grandes Familias Unidas	Existe una alta propensión por parte de los argentinos a vivir en la misma ciudad que el resto de la familia. Esta característica tiene varias influencias en el mercado residencial como ser la selección de la zona a habitar en función de dónde lo haga el resto de la familia o el hecho de poseer algunos dormitorios adicionales libres para cuando algún familiar decide pasar la noche en su casa de fin de semana, como ejemplo.
Inversión en ladrillos vs. Acciones y Bonos	Existen muchos motivos por los cuales la gran mayoría de los argentinos prefieren invertir su dinero en propiedades en vez de hacerlo en bonos o en acciones. Algunos de los motivos principales tienen que ver con razones culturales ya descritas, desconocimiento del mercado bursátil, desconfianza en los títulos públicos sobre todo luego del default de la deuda externa de principios del año 2002.
Los inmuebles como cobertura frente a la inflación	Dada la alta correlación que existe a largo plazo entre los precios de las propiedades y el costo de construcción, históricamente la inversión en inmuebles es vista por los argentinos como un instrumento eficaz de cobertura frente a la inflación.
Desconfianza en los bancos	Luego de la crisis económico-financiera de 2001, mucha gente en Argentina es reticente a depositar su dinero en los bancos. Se prefiere tener una inversión tangible en un inmueble a poseer un depósito en plazo fijo.
Los precios de los inmuebles se negocian en dólares	El público argentino adquirió la costumbre de negociar las propiedades en dólares estadounidenses. Esta característica tiene que ver con el hecho de considerar a las propiedades como inversiones seguras, por lo que deben cotizarse en moneda "dura". Es así como luego de la crisis de 2001-2002, las propiedades volvieron rápidamente a su valor de venta en dólares previos a la salida de la convertibilidad, a pesar de que la moneda se había devaluado más de un 200 %.

### 6.2.2.- Factores relacionados con el marketing de los Desarrolladores Inmobiliarios

Dentro de los conceptos de marketing inmobiliario, se ha impuesto la utilización de los criterios extendidos del marketing general. Para ello se aplica el criterio de las "4P" que determina la definición de Producto, Plaza, Precio y Promoción. El mercado de inmuebles reemplaza el concepto de Plaza por el de Localización o Ubicación, que es el factor más importante y el cual más valor agrega a un producto residencial<sup>98</sup>.

<sup>98</sup> Ver entrevistas a Daniel Rudolph y Juan Carlos Franceschini en Anexo 1.

### 6.2.2.1.- El Factor localización

Es el factor más importante para el producto inmobiliario, de hecho, el único que no se puede modificar. Es por ello que se habla de las “3L” del producto inmobiliario en referencia a “*localización, localización, localización*”. Para Daniel Rudolph, especialista en marketing del mercado inmobiliario, la localización explica más del 80 % del éxito de un producto. El agregado de valor por parte del factor localización se explica a través de los valores de venta de las propiedades y los terrenos. El desarrollador agrega valor al producto mediante la correcta elección de la mejor ubicación<sup>99</sup>.

### 6.2.2.2.- Definición de Producto

#### 6.2.2.2.1.- La Arquitectura

Dentro de este factor se incluyen varias características de la construcción de las residencias que son tenidas en cuenta por los consumidores como elementos que agregan valor y distinguen a un proyecto de los ofrecidos por los desarrolladores que compiten en la Ciudad de Buenos Aires. Una de las tipologías más exitosas dentro de las escogidas ha sido la de torres de gran altura que, en su mayoría permiten contar con unidades con vista al Río de la Plata, atributo exclusivo muy valorado por el segmento ABC1<sup>100</sup>.

Este producto, también denominado “**Torres Country**” o “**Torres Jardín**” según Welch Guerra, *es una torre habitacional, en la ciudad consolidada, con jardines de uso privado en sus alrededores funcionando como separador del espacio público. Se destacan ciertos servicios adicionales que ofrece la torre aparte de su función residencial, con un sistema de seguridad en primer lugar. Los demás alcanzan desde estacionamientos subterráneos, parrillas, espacios de juegos para niños, piletas hasta saunas, gimnasios, lavanderías, jaulas de golf y canchas de tenis*<sup>101</sup>.

---

<sup>99</sup> Ver entrevista a Daniel Rudolph en Anexo 1.

<sup>100</sup> Ver entrevista a Germán Gómez Picasso en Anexo 1.

<sup>101</sup> Max Welch Guerra, “Buenos Aires a la deriva. Transformaciones Urbanas Recientes”, Editorial Biblos, Buenos Aires, 2002.



El investigador Michael Janoshcka, ha relevado en la ciudad de Buenos Aires para el año 2002 unas 130 torres jardín<sup>102</sup>.

De acuerdo a un relevamiento de la empresa L. J. Ramos a fines de 2007, las torres más importantes de este tipo construidas o en construcción en el segmento alta gama son 66 edificios, totalizando 195.214 m<sup>2</sup> en terrenos y 1.209.953 m<sup>2</sup> de construcción. En cuanto a las tipologías de las unidades, el 59 % posee departamentos de 1 dormitorio, el 89 % posee unidades con dos dormitorios, el 89 % posee unidades con 3 dormitorios y el 33 % posee unidades con 4 dormitorios<sup>103</sup>.

Esta tipología se impone dentro de los consumidores del sector ABC1 a partir de la década de 1990 cuando esos grupos medio-altos *"tendieron a desarrollar lo que podría llamarse una cultura "internacionalizada", básicamente por la adopción de patrones de consumo análogos a los de esas clases en los países avanzados, en especial en los EEUU"*<sup>104</sup>.

Según el Arq. Gorelik, *"una de las principales manifestaciones espaciales de las estrategias de diferenciación socioeconómica de estos grupos en el contexto de esta suerte de cultura posmoderna globalizada, se da a través del espacio residencial encerrado, en tanto como objeto predominantemente mercantilizado, canaliza la demanda de un nuevo hábitat y estilo de vida, legitimada por factores vinculados a la creciente merma de las condiciones socio-ambientales de la metrópolis tradicional"*.<sup>105</sup>

---

<sup>102</sup> Michael Janoschka, 2004.

<sup>103</sup> L.J. Ramos, "Informe del Mercado Inmobiliario", Buenos Aires, Octubre 2007.

<sup>104</sup> Pérez, P., "Buenos Aires o la expansión metropolitana sin gobierno", Conferencia Internacional sobre el Control de la Expansión Urbana, México, DF, 8 y 9 de noviembre, 1999.

<sup>105</sup> Gorelik, A., "Buenos Aires en la encrucijada: modernización y política urbana". *Revista SCA*, N°194, Bs.As., 1999.

CUADRO Nº 14 – Clasificación de Torres Jardín o Torres Country – Fuente: Daniela Szajnberg, “*Guetos de ricos en Buenos Aires*”, 2000.

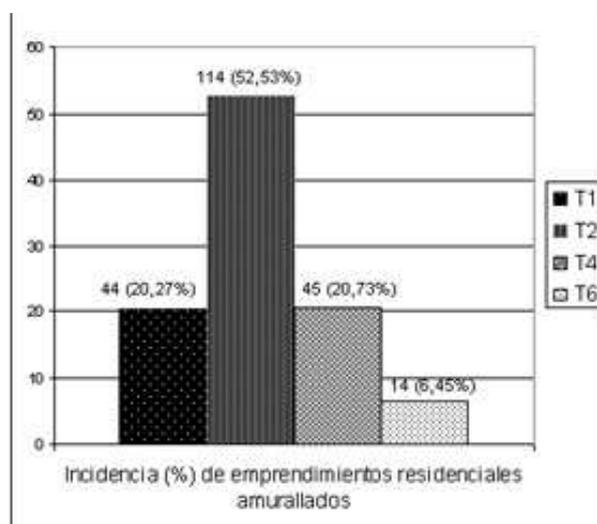
Algunos aspectos descriptivos de emprendimientos residenciales multivivienda amurallados (TA), orientados a sectores medio-altos y altos en la ciudad de Buenos Aires, lanzados comercialmente en los `90						
Tipología	Rasgos cualitativos distintivos	Altura edilicia estimativa (pisos edificadas)	Superficie total estimada del predio (m <sup>2</sup> )	Densidad poblacional relativa para área central de la RMBA	Superficie por unidades funcionales (m <sup>2</sup> propios)	Precio promedio del m <sup>2</sup> en venta *
T1	Torres de alto standard con infraestructura y servicios especiales y suntuosos (deportivos, recreativos, parques), con calidad constructiva y detalles de alta categoría. Patrón urbanístico de 1 o 2 torres (perímetro libre)	25 a 50	5700 a 12700 (1/2 a 1 manzana urbana)	muy alta a alta	pisos únicos de 200 a 600	1500 a 2200
T2	Torres de standard medio alto a medio, con infraestructura y equipamiento colectivo (deportivo, recreativo, espacios verdes). Patrón urbanístico de 2 a 4 y 6 torres (perímetro libre)	20 a 30	5000 a 10000 (1/2 a 1 manzana urbana)	muy alta a alta	departamentos 2 a 4 ambientes de 50 a 100	850 a 1100
T4	Edificios con valor patrimonial arquitectónico, refuncionalizados o conjuntos de lofts con infraestructura y servicios especiales y en algunos casos, espacios verdes comunes. Patrón urbanístico: claustros con balcón central o galpones sueltos interconectados con puentes.	4 a 6	9000 a 12700 (manzanas completas)	media a medio-baja	lofts de 80 a 400 con doble altura (dúplex)	1000 a 1500
T6	Condominios con infraestructura y servicios especiales. Patrón urbanístico: bloques de viviendas agrupadas y torretas.	Bloques de 1 a 4 niveles más torretas de hasta 12 pisos	9000 a 12700 (manzanas completas)	media a medio-baja	casas adosadas y departamentos de 50 a 100	1000 a 1500

De acuerdo a la clasificación que hace la arquitecta Szajnberg en el Cuadro Nº 14, en el presente trabajo se hace referencia en general a las torres de la tipología T1. En virtud de lo que es posible observar en el Cuadro Nº 15, esta tipología T1,

correspondiente a los niveles socioeconómicos más altos, tiene una incidencia de un 20% respecto de las otras 3 tipologías relevadas<sup>106</sup>.

Para el Ing. Daniel Rudolph, los atributos del producto que mayor valor agregan a los consumidores del segmento ABC1 son la altura, el estilo arquitectónico, el hall de entrada de doble o triple altura y el autor del proyecto que tiene un valor simbólico similar al de una marca<sup>107</sup>.

CUADRO N° 15 – **Incidencia de Torres Jardín** – Fuente: Daniela Szajnborg, “*Guetos de ricos en Buenos Aires*”, 2000



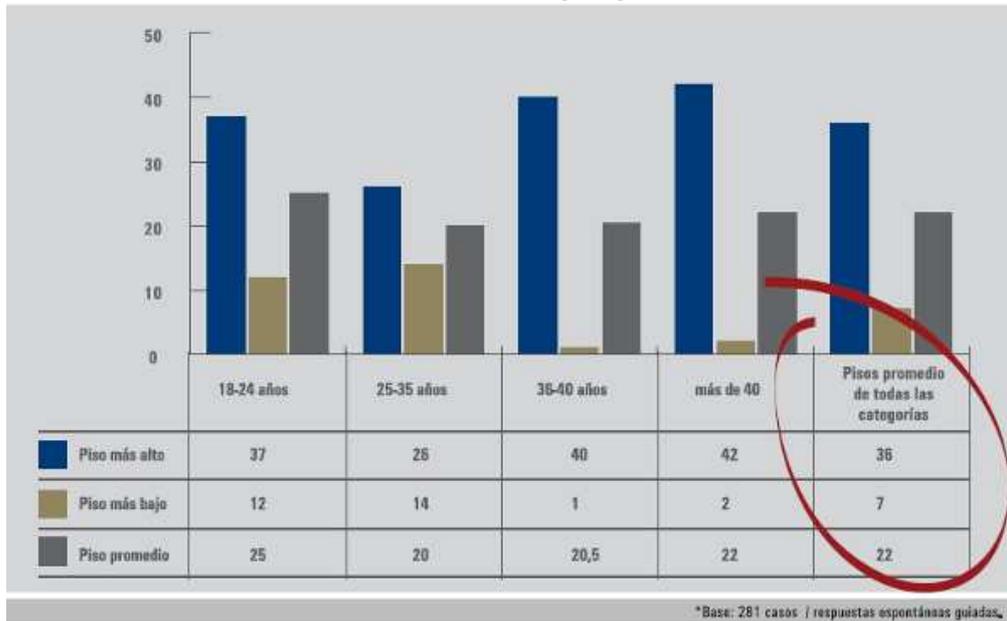
En una encuesta realizada por la empresa L. J. Ramos en 2008, una de las variables relevadas ha sido la preferencia de alturas por parte de la demanda. Los resultados son los observados en el Gráfico N° 14. Para Diego Silberberg, Director de Marketing de TGLT, empresa desarrolladora de “Forum Puerto Madero”, edificio de 9 pisos, no todos los residentes quieren vivir en torres de gran altura y es por ello que su empresa ha logrado captar a ese nicho de consumidores<sup>108</sup>.

<sup>106</sup> Daniela Szajnborg, “*De la producción de la "ciudad de masas" al consumo de la "ciudad carcelaria"*”, Buenos Aires, 2000.

<sup>107</sup> Ver entrevista a Daniel Rudolph en Anexo 1.

<sup>108</sup> Ver entrevista a Diego Silberberg en Anexo 1.

GRÁFICO Nº 14 – **Preferencia de Altura por parte de la Demanda** – Fuente: L. J. Ramos.



#### 6.2.2.2.2.- Las Instalaciones Comunes o “Amenities”

La totalidad de los proyectos que se desarrollan en para el segmento ABC1 poseen como una de las características salientes a los “amenities” o instalaciones comunes. Se ofrecen, entre otros:

- Cocheras
- Piscina de agua fría y climatizada.
- Spa y Sauna.
- Seguridad las 24 hs.
- Solarium.
- Lavadero.
- Putting Green para la práctica de Golf.
- Grandes áreas verdes.
- Servicio de mucama.
- Estacionamiento de Cortesía.
- Juegos Infantiles.

A medida que se desarrollan nuevos proyectos se redobra la apuesta. El proyecto Zen City<sup>109</sup>, de Alberto Fernández Prieto, ofrece además:

- Bar Chill Out.
- Microcine.
- Business Center.

<sup>109</sup> [www.zency.com.ar](http://www.zency.com.ar)

Estas características agregan valor y son apreciadas por los consumidores dado que cada nuevo proyecto ofrece las instalaciones ya ofrecidas más alguna innovación en materia de desarrollo de producto. Para los especialistas Federico Colombo y Daniel Rudolph, los “amenities” se han comoditizado. Es decir que los emprendimientos deben contar con estos atributos pero que no necesariamente serán utilizados finalmente por los usuarios<sup>110</sup>.

De acuerdo a una encuesta realizada en mayo de 2008 por la empresa L. J. Ramos entre 281 personas de nivel ABC1, los diferentes tipos de “amenities” varían en su ponderación de acuerdo a la franja etaria del encuestado, como puede verse en el Gráfico N° 15.

GRÁFICO N° 15 – Ponderación de Amenities por parte de la Demanda – Fuente: L. J. Ramos.



En el Cuadro N° 16 se observa la oferta de “amenities” entre los emprendimientos de los barrios del corredor norte de la ciudad.

CUADRO N° 16 – Oferta de Amenities en Emprendimientos de Zona Norte de la Ciudad – Abril 2008 – Fuente: L.J. Ramos

AMENITIES	Piscina	Solario	Parrilla	SUM	Gimnasio	Laundry	Seguridad	Sauna	Esp Verdes	Jacuzzi	Mirador	Sala relax	Juegos Inf	Vestuario	Hidromas	Paller Priv.
1 amb	36%	52%	40%	32%	20%	32%	16%	8%	17%	8%	0%	4%	4%	4%	0%	0%
2 amb	60%	44%	39%	35%	19%	23%	21%	11%	11%	5%	5%	4%	5%	9%	4%	0%
3 amb	51%	49%	32%	43%	30%	22%	22%	11%	5%	8%	11%	8%	5%	0%	8%	3%
> 3 amb	83%	42%	42%	42%	58%	8%	42%	42%	4%	8%	8%	8%	8%	0%	0%	8%
Promedio	57,0%	46,5%	38,2%	38,0%	31,0%	21,2%	25,1%	17,8%	9,2%	7,4%	6,1%	6%	5,8%	3,2%	2,9%	2,8%

<sup>110</sup> Ver entrevistas en Anexo 1.

### 6.2.2.2.3.- Las Marcas, el “branding” residencial.

Los nombres de los proyectos se han transformado en marcas, las cuales son posicionadas mediante la contratación de profesionales del marketing. Los consumidores compran departamentos que poseen una marca de alto prestigio. Las marcas, según Daniel Rudolph, son especialmente fuertes porque explican quién está detrás del proyecto. Esto significa una garantía para un comprador que adquiere una unidad que aún no ha sido construida<sup>111</sup>.

Las marcas mejor posicionadas dentro del sector son: “Le Parc” y “Quartier” que son las que llevan más tiempo en el mercado ofreciendo productos de alto valor simbólico<sup>112</sup>.

La marca “Le Parc” fue creada por la firma Raghsa, del Señor Moisés Khafif y el primer emprendimiento con ese nombre se desarrolló en 1993 cuando se construyó la “Torre Le Parc” que por varios años fue la torre más alta de Buenos Aires ocupando una manzana completa en Palermo, entre las calles De María, Fray Justo Santa María de Oro, Godoy Cruz y Cerviño<sup>113</sup>.

Por su parte, la marca “Quartier” ha sido posicionada por la firma Argencons, del Ing. Miguel Camps y desde 1993 se han desarrollado más de una docena de productos exitosos con esta marca<sup>114</sup>.

Las nuevas marcas que han surgido por ser utilizadas en más de un emprendimiento exitoso y respaldadas por desarrolladores prestigiosos son: “Château”, del grupo homónimo, liderado por Sergio Groskopf que desarrolla actualmente dos proyectos muy similares en Av. Libertador al 7000 y en Puerto Madero. La marca “Château” refiere a “un castillo francés” y es esa lectura arquitectónica la que poseen ambas torres lujosísimas<sup>115</sup>. Otros casos similares

---

<sup>111</sup> Ver entrevista a Daniel Rudolph en Anexo 1.

<sup>112</sup> Ver entrevista a Daniel Rudolph en Anexo 1.

<sup>113</sup> [www.raghsa.com.ar](http://www.raghsa.com.ar)

<sup>114</sup> [www.argencons.com](http://www.argencons.com).

<sup>115</sup> [www.grupochateau.com.ar](http://www.grupochateau.com.ar)

son los de las torres “Renoir”, de la firma Dypsa, de Issel Kipersmidt y las torres “Mulieris”, de Creaurban<sup>116</sup>.

A la inversa, desarrolladores de mucho prestigio como Eduardo Constantini, creador de “Nordelta” y Luis Perelmuter, tienen mayor posicionamiento ellos como desarrolladores confiables que marcas que han creado como “Grand Bourg”, “El Faro” o “Madero Center” que han sido utilizadas una única vez<sup>117</sup>.

Un caso especial es el de Alan Faena. El Grupo Faena, se ha posicionado como sinónimo de emprendimientos con mucho “glamour” en torno a la figura de su creador aunque ninguno de sus emprendimientos lleve su nombre ni el señor Faena tenga un historial de décadas como desarrollador exitoso. Se trata de un posicionamiento fuerte de imagen, al crear el “Faena Art District” en Puerto Madero con un altísimo valor simbólico que poco tiene que ver con el respaldo a una decisión racional de compra de un inmueble<sup>118</sup>.

#### 6.2.2.2.4.- La personalización del producto

Los desarrollos inmobiliarios comienzan su fase de diseño una vez determinada la ubicación y dimensiones del terreno. En función del estudio de mercado realizado, los focus groups o bien mediante el instinto del desarrollador, se definen las tipologías de departamentos que se incluirán en el edificio<sup>119</sup>.

Durante el desarrollo de la obra, muchos potenciales clientes suelen condicionar su compra a alguna modificación de proyecto. En muchos casos algunos desarrolladores aprovechan esta necesidad del cliente como ventaja competitiva, aceptando el cambio aunque se generen mayores costos de producción y complicaciones debidas a tener que rehacer planos, compras y contratos<sup>120</sup>.

El arquitecto Daniel Obetko, director comercial de la desarrolladora Grupo Town House afirma que *“brindamos un diseño a medida: el cliente puede operar en el*

---

<sup>116</sup> [www.torresrenoir.com](http://www.torresrenoir.com) y [www.creaurban.com.ar](http://www.creaurban.com.ar)

<sup>117</sup> Ver entrevista a Daniel Rudolph en Anexo 1.

<sup>118</sup> Ver entrevistas a Federico Colombo y Germán Gómez Picasso en Anexo 1.

<sup>119</sup> Ver entrevistas a Daniel Mintzer, Mario Gómez, Germán Gómez Picasso, Pablo Sánchez, en Anexo 1.

<sup>120</sup> Ver entrevista a Daniel Mintzer en Anexo 1.

*diseño final de su unidad. En “SoHo I” tenemos varias alternativas de planta: uno compra una unidad de 85 metros cuadrados, pero se pueden elegir entre varios lay outs. Además, tenemos un servicio diferencial que forma parte fundamental de la estrategia de marca y la fidelización del cliente, que es el hecho de trabajar con la post venta. Primero, desde el momento en que se hace el boleto un arquitecto trabaja con el comprador en las terminaciones finales, desde los revestimientos hasta la ubicación de las bocas de luz. Después, a partir del momento de la escritura el comprador tiene una persona que es su contacto con la empresa por cualquier problema que surja en la unidad, algo que no funcione, cualquier tipo de arreglo. Conseguimos un gran reconocimiento por eso, y por eso tenemos una gran cantidad de compradores que nos llaman cuando quieren volver a mudarse”<sup>121</sup>.*

### **6.2.2.3.- Las estrategias de comunicación**

Los atributos que se destacan en la mayoría de los desarrollos residenciales ABC1 inherentes a la comunicación son los siguientes<sup>122123</sup>:

- Evento de Lanzamiento.
- Construcción de “Showroom” o Salón de ventas con unidad modelo.
- Campañas de prensa y publicidad con presencia en diarios nacionales y revistas de negocios.
- Folletos o “brochures” del complejo residencial.
- Organización o auspicio de eventos con el objetivo de posicionar al producto.
- Construcción del sitio web del emprendimiento.

---

<sup>121</sup> Daniel Obetko, “Con la Mira en el Diseño”, Reportaje a Daniel Obetko, Reporte Inmobiliario, 17 de diciembre de 2007,

<sup>122</sup> Alejandra Covello, “Marketing Inmobiliario”, Conferencia en Hotel Conrad, Punta del Este, Agosto 2008. Ver además entrevista al Lic. Pablo Sánchez, Gerente de Marketing de Covello Propiedades.

<sup>123</sup> Damián Tabakman, Armando Pepe, Luis J. Ramos, Roberto Tizado, Roberto Ledo y otros, “Las claves del éxito en los negocios inmobiliarios”, BRE Ediciones, Buenos Aires, 2008.

#### **6.2.2.3.8.- Los mensajes publicitarios**

Los mensajes publicitarios de los emprendimientos residenciales para el nivel ABC1 tienen dos enfoques. Por un lado está el mensaje orientado al consumidor – usuario final con alto contenido simbólico y por el otro está el mensaje racional orientado al comprador – inversor que tiene su objetivo de compra basado en una renta futura, una re-venta del departamento luego de una valorización del mismo o un resguardo de valor de su capital<sup>124</sup>.

#### **6.2.2.4.- La comercialización de residencias de alta gama**

Según el Lic. Mario Gómez, durante la etapa de Comercialización, el Desarrollador agrega valor de la siguiente forma<sup>125</sup>:

- Al definir el producto.
- Teniendo un equipo de ventas calificado.
- Contando con asesoramiento para establecer la estrategia de precios.
- Mediante el manejo de la información.
- Al aportar una marca a una suma de marcas.

##### **6.2.2.4.1.- La estrategia de comercialización**

Con respecto a las estrategias que utilizan los desarrolladores para la comercialización de las unidades que construyen, en general se encuentran tres modalidades<sup>126</sup>:

- La comercialización por parte de la empresa desarrolladora.
- La tercerización de la comercialización a una empresa especializada.
- Una opción mixta entre las dos anteriores.

La adopción de una u otra estrategia responde a diferentes factores como ser:

---

<sup>124</sup> Ver entrevista a Mario Gómez en Anexo 1.

<sup>125</sup> Lic. Mario Gómez, Director de Toribio Achával, “Coyuntura , Tendencias y Financiamiento del Mercado Inmobiliario”, Jornadas de Real Estate IAE, Buenos Aires, julio 2006.

<sup>126</sup> D. Tabakman y otros, Op. Cit.

- La experiencia en comercialización por parte de la empresa desarrolladora.
- La vocación del desarrollador en tomar contacto directo con las necesidades del cliente.
- La continuidad del desarrollador a largo plazo dentro del negocio.

Las empresas que comercializan sus emprendimientos en forma directa son: Faena Group, Grupo Chateau, Creaurban, Alberto Fernández Prieto, G&D Developers, Kineret, DYPESA, Churba-Friedman, Argencons (mediante Boutique Quartier). En este aspecto, y a modo de cuantificación del fenómeno, se observa que un 70 % de la oferta de residencias de Puerto Madero es comercializada en forma directa por las empresas desarrolladoras<sup>127</sup>.

#### **6.2.2.4.2.- La tercerización de la comercialización**

Algunas empresas desarrolladoras, eligen delegar la venta a empresas especializadas en comercialización de inmuebles. Estas empresas, comúnmente conocidas como “inmobiliarias” han cambiado mucho su perfil en los últimos años en este segmento, profesionalizando sus estructuras empresarias<sup>128</sup>.

Las empresas comercializadoras más importantes en el segmento de residencias de alta gama son: Toribio Achával, Tizado, L. J. Ramos y Bullrich. De acuerdo a una encuesta realizada en febrero de 2009, estas 4 empresas concentraron el 39.7 % de las preferencias por parte de los encuestados<sup>129</sup>.

Los casos más notables de empresas desarrolladoras con trayectoria, pero que tercerizan la comercialización son los de Caputo y Obras Civiles<sup>130</sup>.

---

<sup>127</sup> D. Tabakman y otros, Op. Cit.

<sup>128</sup> D. Tabakman, Op. Cit.

<sup>129</sup> Ver encuesta realizada por Revista Mercado, Reporte Inmobiliario y Oh! Panel en Anexo 5.

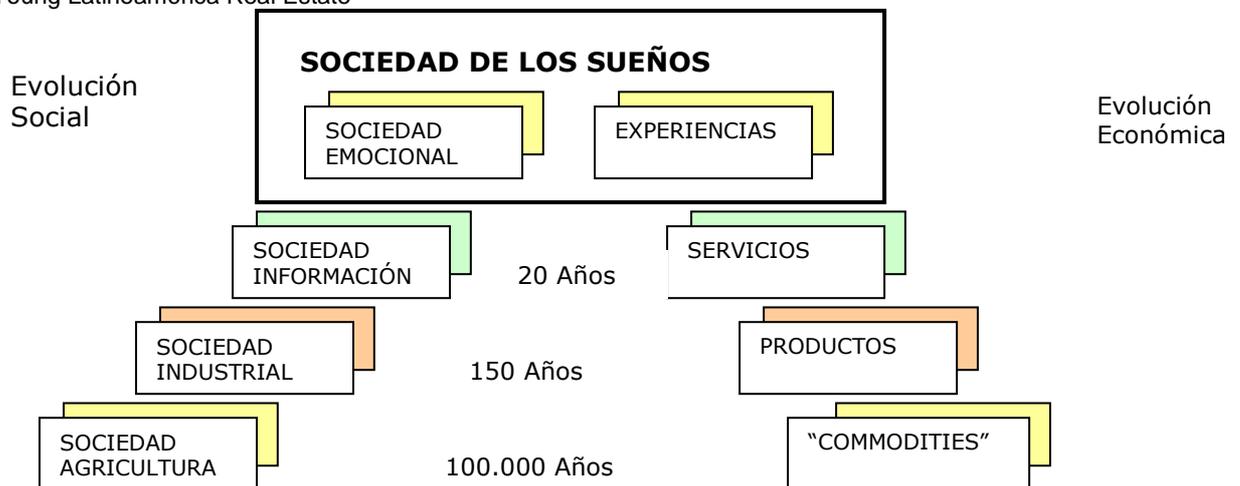
<sup>130</sup> Los emprendimientos “El Mirador de Puerto Madero” de Caputo y “Bayres Madero” de Obras Civiles han sido comercializados por las Firmas Toribio Achával y Tizado (Datos proporcionados por las empresas mencionadas).

### 6.3.- Análisis del Segmento de Consumidores de Viviendas de Alta Gama

#### 6.3.1.- Los Nuevos Patrones de Consumo

Si consideramos al usuario dentro del contexto global, nos estamos refiriendo a los Inversores Inmobiliarios Individuales Globalizados (I<sup>3</sup>G). Según Miguel Pato<sup>131</sup>, “Estos individuos se educan y experimentan día a día para detectar sutiles diferencias a 10.000 km de distancia”. Para el Lic. Pato, de acuerdo a lo ensayado por Thomas Friedman en su libro “The World is Flat”, la sociedad se ha modificado en sus patrones de consumo de acuerdo a la evolución que se muestra en el Gráfico N° 16.

GRÁFICO N° 16 – Evolución de los Patrones de Consumo – Fuente: Miguel Pato, Ernst & Young Latinoamérica Real Estate



Esta nueva “Sociedad de las Emociones” es un nuevo paso en la evolución del estadio anterior, la “Sociedad de la Información” y los cambios que se han producido son los que se muestran en el Cuadro N° 17.

CUADRO N° 17 – De la Sociedad de la Información a la Sociedad Emocional – Fuente: Miguel Pato, Ernst & Young Real Estate Latinoamérica.

SOCIEDAD DE LA INFORMACIÓN	SOCIEDAD EMOCIONAL
La Tecnología	Los Valores
El Racionalismo	Las Emociones
El Pragmatismo	Las Historias
El Confort Físico	El Confort Espiritual
<b>Inteligencia Racional</b>	<b>Inteligencia Emocional</b>

<sup>131</sup> Miguel Pato, “Destinos Inmobiliarios en un Mundo cada vez más Plano”, Ernst&Young Real Estate Latinoamérica, Punta del Este, Agosto 2008.

Estos nuevos consumidores de la “Sociedad de los Sueños” son demandantes de conceptos tales como:

- Aventura, Deporte, Naturaleza.
- Buena Vida, Bienestar Físico, Bienestar Espiritual.

Por otra parte estos nuevos consumidores poseen:

- Cada vez más recursos económicos.
- Cada vez más vida, tiempo libre y viajes.

La estrategia inmobiliaria exitosa se orienta detrás de estas demandas y trata de *“alinear la estrategia inmobiliaria con la estrategia de hospitalidad y financiera de los participantes como método para generar valor”*<sup>132</sup>. Es así como nacen nuevas tendencias como la moda de la segunda residencia o *“Second Home”*<sup>133</sup>.

### **6.3.3.- La demanda global - Los “HNWI”, los “Very HNWI” y los “Babyboomers”**

Los “HNWI” (High Net Worth Individuals) son individuos cuyo patrimonio supera el millón de dólares. Ya son más de 10 millones de familias y el 33 % viven en Estados Unidos. Los “Very HNWI” son los ultra millonarios cuyo patrimonio supera los 20 millones de dólares. Los “Babyboomers” americanos, son aquellas personas nacidas en los Estados Unidos entre 1946 y 1962, que desde 1996 superan los 50 años de edad a razón de 10.000 personas por día. Los “Babyboomers” no americanos, son aquellas personas nacidas fuera de los Estados Unidos entre 1946 y 1962, que desde 1996 superan los 50 años de edad a razón de 20.000 personas por día. Concluye Miguel Pato, *“en todo el mundo 30.000 personas por día superan los 50 años de edad, esto implica 10 millones de personas al año, 100 millones ya superaron los 50 años y 200 millones lo harán*

---

<sup>132</sup> Miguel Pato, Op. Cit. – Ver además entrevista a Miguel Pato en Anexo I.

<sup>133</sup> Miguel Pato, Op. Cit. – Ver además entrevista a Miguel Pato en Anexo I.



en los próximos 20 años". Este es el mercado de residencias potencial dentro del cual la Ciudad de Buenos Aires está inmerso<sup>134</sup>.

#### **6.3.3.1.- Extranjeros con residencias en Buenos Aires.**

Existen propietarios de viviendas en Buenos Aires que residen una parte del año en Buenos Aires y otra parte del año en el exterior. Suelen preferir zonas como Recoleta o Puerto Madero ya que a la hora de decidir la compra de una propiedad valoran que su inversión sea en un activo que tenga alto valor<sup>135</sup>.

Puerto Madero Este, como zona en la cual se desarrollan los emprendimientos inmobiliarios más innovadores, presenta mayor cantidad de consumidores que integran algunos segmentos o nichos bastante particulares dentro del nivel ABC1 como son las parejas DINK<sup>136</sup>.

#### **6.3.4.- La demanda local**

Una de las características más relevantes de las zonas del corredor norte de la Ciudad de Buenos Aires, es el número de habitantes por hogar. En el Gráfico N° 17, puede observarse que el promedio de personas por vivienda se encuentra entre 2 y 2.5<sup>137</sup>.

En el Cuadro N° 18 puede observarse que en la zona norte de la ciudad, el 29.7 % de los hogares son unipersonales. A su vez, el Cuadro N° 19, muestra que en el total de la población de la ciudad fue creciendo la población de hogares unipersonales y de dos personas en detrimento de hogares con mayor número de ocupantes.

Estas tendencias demográficas, incluyendo la baja tasa de fecundidad de los hogares de la zona norte, cuyo valor es de aproximadamente 1.5 hijos<sup>138</sup>, son las

---

<sup>134</sup> Miguel Pato, Op. Cit. – Ver además entrevista a Miguel Pato en Anexo I.

<sup>135</sup> Ver encuesta realizada por Izratzoff en Anexo 9.

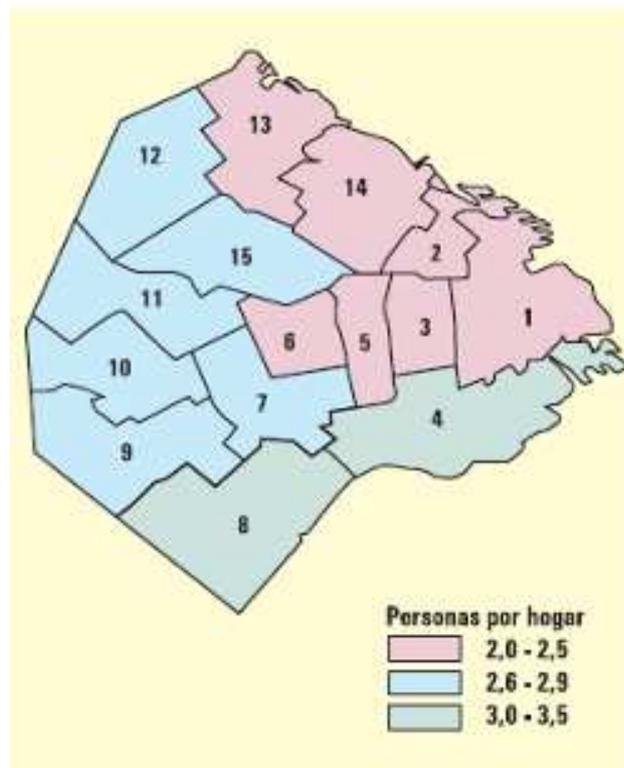
<sup>136</sup> DINK: Sigla que significa Double Income No Kids (Doble Ingreso Sin Hijos).

<sup>137</sup> Dirección General de Estadísticas, Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

<sup>138</sup> Informe de la Dirección General de Estadística y Censo de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Marzo de 2009.

que explican la mayor proporción de departamentos de 1 y 2 ambientes, que en total suman el 63 % del total de la oferta en la zona norte de la ciudad<sup>139</sup>.

GRÁFICO N° 17 – **Personas por Hogar** – Fuente: Dirección General de Estadísticas, Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.



Los hogares unipersonales, formados por personas solteras, viudas o divorciadas así como los de dos personas entre las cuales se encuentran las parejas jóvenes sin hijos y las parejas DINK y parejas con el “nido vacío”<sup>140</sup>, son segmentos que movilizan ampliamente la demanda. Según el Licenciado Mario Gómez, Director de Toribio Achával, las familias tipo han pasado a ser el 50 % de los consumidores, reduciendo su número en los últimos años<sup>141</sup>.

A su vez, los inversores prefieren departamentos de 1 y 2 ambientes por la mayor versatilidad que éstos poseen a la hora de encontrar inquilinos<sup>142</sup>.

<sup>139</sup> Dirección General de Estadísticas, Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

<sup>140</sup> Ver entrevista a Diego Silberberg en Anexo 1.

<sup>141</sup> Ver entrevista a Mario Gómez en Anexo 1.

<sup>142</sup> Ver entrevista a Germán Gómez Picasso en Anexo 1.

CUADRO Nº 18 – **Distribución Porcentual de los Hogares por Tipo según Zona y Dominio** – Fuente: Dirección General de Estadística de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires – 2007

Zona y dominio	Total	Hogar no familiar			Hogar familiar							
		Total	Unipersonal	Multipersonal no familiar	Hogar nuclear			Hogar extendido o compuesto				
					Total	Núcleo completo	Núcleo incompleto	Total	Núcleo completo	Núcleo incompleto	Sin núcleo	
<b>Total Ciudad</b>	100,0	29,7	27,9	1,8	56,1	46,5	9,6	14,2	5,2	2,1	6,9	
<b>Zona</b>												
A (norte)	100,0	31,8	29,7	2,1	56,1	47,2	8,8	12,1	2,5	1,2	8,4	
B (este)	100,0	42,4	39,3	3,1	45,1	35,4	9,7	12,5	2,5	2,9	7,1	
C (sur)	100,0	18,5	17,7	0,8	60,9	51,1	9,9	20,5	9,5	4,6	6,4	
D (oeste)	100,0	20,7	19,8	0,9	63,7	53,2	10,6	15,6	7,2	2,1	6,4	
E (centro)	100,0	29,8	28,3	1,5	55,8	46,1	9,7	14,4	7,1	1,9	5,4	
<b>Dominio</b>												
Inquilinato, hotel-pensión, casa tomada	100,0	37,7	35,4	2,3	51,5	37,3	14,2	10,7	3,4	3,0	4,3	
Villa	100,0	5,6	5,4	0,2	63,1	50,4	12,7	31,3	17,7	7,9	5,6	
Resto de viviendas	100,0	29,9	28,1	1,8	56,1	46,9	9,2	14,0	5,0	1,9	7,1	

CUADRO Nº 19 – **Número de Personas en el Hogar** – Fuente: Dirección General de Estadística de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires

Personas en el hogar	Año					
	1980	1991	2001	2006	1980	2006
<b>Total</b>	918.758	1.023.464	1.024.540	1.185.937	100%	100%
1	142.600	224.639	264.142	323.838	16%	27%
2	259.106	294.302	296.026	351.788	28%	30%
3	190.241	194.349	190.481	210.787	21%	18%
4	167.994	167.193	155.194	179.378	18%	15%
5 y más	158.817	142.981	118.697	120.146	17%	10%

Puerto Madero es preferido por los hogares en los cuales no hay niños. Predominan las viviendas de uno o dos dormitorios destinadas a parejas sin hijos o a hogares unipersonales<sup>143</sup>.

#### 6.4.- El Negocio de los Desarrolladores Inmobiliarios

A continuación se describen las fases del proceso de creación de valor por parte de los desarrolladores inmobiliarios, mediante el cual se logra satisfacer a los consumidores obteniendo a cambio una rentabilidad acorde al riesgo incurrido.

<sup>143</sup> Ver entrevista a Mario Gómez en Anexo 1.

Este proceso consta de tres fases: Proyecto, Construcción y Comercialización. En cada una de las tres etapas, el desarrollador es quien crea valor y logra competitividad en este mercado<sup>144</sup>.

#### **6.4.1.- Los ingresos del negocio del Desarrollador de un emprendimiento residencial.**

Los ingresos provienen de la venta de las unidades, de las cocheras, las bauleras y en los casos en los cuales se incluyen locales comerciales de la venta o explotación de los mismos. En el Cuadro N° 20 pueden observarse los valores de venta promedio por metro cuadrado para departamentos del segmento de alta gama desde el año 2001 a la fecha.

CUADRO N° 20 – **Precios de Venta de Vivienda de Alta Gama** - Fuente: Centro de Estudios para el Desarrollo Económico Metropolitano (CEDEM), Ministerio de Hacienda – Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

<b>Año</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>US\$/m<sup>2</sup></b>	1720	965	1454	1697	2142	2585	2782	3200
<b>Variación interanual</b>		-44 %	51%	17%	26%	21%	8%	15%

#### **6.4.2.- Los costos del negocio del Desarrollador de un Emprendimiento**

Entre los costos hay mayor cantidad de rubros a considerar. Veamos en detalle cada uno de ellos:

##### **6.4.2.1.- Adquisición del Terreno**

La compra del terreno es la primera jugada del desarrollador inmobiliario. En el caso de zonas como Puerto Madero, muchas veces no es posible elegir el terreno deseado en particular, sino que hay que escoger entre lo que existe en disponibilidad<sup>145</sup>. Básicamente hay dos opciones para la compra:

<sup>144</sup> Lic. Mario Gómez, “Coyuntura, Tendencias y Financiamiento del Mercado Inmobiliario”, Jornadas de Real Estate, IAE, julio 2006.

<sup>145</sup> Ver entrevista a Diego Silberberg en Anexo 1.

#### **6.4.2.1.1.- Licitación de terrenos pertenecientes a la Corporación Antiguo Puerto Madero S.A. (CAPMSA)**

Desde el inicio de sus funciones en Puerto Madero Este, la CAPMSA ha sacado a licitación los terrenos que han sido desde el comienzo de su propiedad. Para adquirir un terreno, el interesado debe cumplir con diversos requisitos entre los cuales está la descripción del desarrollo inmobiliario a emprender. Aprobados las condiciones técnicas del proyecto, se adjudica el terreno al inversor que ofrece la mayor suma por el mismo<sup>146</sup>.

#### **6.4.2.1.2.- Compra de terreno a un propietario.**

Esta operación es una de las claves fundamentales del negocio. La incidencia del precio del terreno es una variable muy importante y una mala estimación del precio a pagar o una mala negociación con el propietario del terreno a adquirir puede resultar en una rentabilidad nula del negocio<sup>147</sup>.

El boom de la construcción en la CABA a partir de 2003 hizo que algunos desarrolladores amateur se interesaran en invertir comprando terrenos a valores muy altos, convalidando precios que son insostenibles para desarrolladores profesionales<sup>148</sup>.

Miguel Camps, responsable de “Quartier Boulevard”, informa que su firma Argencons pagó por el terreno sobre la Av. Juan B. Justo al 1000, la suma de USD 9 millones<sup>149</sup> para una superficie de 6.235 m<sup>2</sup>. Esto representa un valor de USD/m<sup>2</sup> 1443 y una incidencia<sup>150</sup> de USD/m<sup>2</sup> 437 sobre el valor de venta de cada unidad en el año 2005.

---

<sup>146</sup> Ver entrevista a Roberto Converti en Anexo 1.

<sup>147</sup> Ver entrevistas a Federico Colombo y Danilo Antoniazzi en Anexo 1.

<sup>148</sup> Todos los entrevistados coincidieron en este punto. Para mayor análisis ver Grazide, Juan Martín, “Se vendió el terreno más caro de la Ciudad”, Diario Infobae, Buenos Aires, 02 de noviembre de 2006.

<sup>149</sup> Grazide, Juan Martín, Reportaje a Miguel Camps, Revista Fortuna, Buenos Aires, 19 de septiembre de 2005.

<sup>150</sup> Se denomina Incidencia del valor del terreno al costo total del terreno en USD dividido por la superficie vendible en metros cuadrados.

Federico Colombo indica que muchas veces son los dueños de los terrenos quienes obtienen la mayor parte de la rentabilidad del negocio. Por eso es que se requiere profesionalismo y experiencia en el negocio para poder adquirir el terreno más adecuado para un emprendimiento<sup>151</sup>.

En el Cuadro N° 21 se observa la evolución de los precios de los terrenos en las zonas residenciales de mayor poder adquisitivo desde 2001 a la fecha.

**CUADRO N° 21 – Precios de Terrenos en Zonas Residenciales de Alta Gama** - Fuente: Centro de Estudios para el Desarrollo Económico Metropolitano (CEDEM), Ministerio de Hacienda – Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Año	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
US\$/m <sup>2</sup>	927	440	706	958	1207	1460	1577	1814
Incidencia (USD/m <sup>2</sup> ) <sup>152</sup>	264.9	125.7	201.7	273.7	401.2	844.1	1033.3	1049

Los desarrolladores inmobiliarios utilizan como parámetro de medida de un buen costo de compra de un terreno al cociente entre el precio pagado por el mismo y la totalidad de metros cuadrados vendibles del emprendimiento. Este parámetro, denominado *incidencia del terreno* suele rondar entre el 15 y el 25 %<sup>153</sup>.

#### **6.4.2.2.- Costos de Proyecto, Dirección de Obra y Gerenciamiento de la Construcción.**

En general estos costos se negocian como porcentajes del costo de la construcción. En el Cuadro N° 22 pueden observarse los valores correspondientes a cada rubro.

#### **6.4.2.3.- Costo de Construcción**

En el Cuadro N° 23 se observa la evolución de los costos de construcción para un emprendimiento de lujo entre los años 2001 y 2008, de acuerdo a datos del Instituto de Investigaciones Económicas de la UADE.

<sup>151</sup> Ver entrevista a Federico Colombo en Anexo I.

<sup>153</sup> Ver valores de incidencias relevadas por la Consultora Reporte Inmobiliario en Anexo XX.

CUADRO N° 22 – **Costos de Proyecto, Dirección de Obra y Gerenciamiento de Construcción** – Fuente: Elaboración propia en base a datos suministrados por: Instituto de Economía – Facultad de Ciencias Económicas – UADE, Revista Vivienda.

Rubro	Costo (% del Costo de Construcción)
Costo de Proyecto (Incluye Asesores)	3 %
Costo de Dirección de Obra	2 %
Costo de Gerenciamiento de la Construcción	4 %

CUADRO N° 23 – **Costo de Construcción de un Edificio de Viviendas** - Fuente: Instituto de Economía – Facultad de Ciencias Económicas – UADE, Revista Vivienda.

Año	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
US\$/m <sup>2</sup>	591.8	247.8	312.4	346.3	409.9	479.3	565.9	619.1
Incidencia <sup>154</sup>	69 %	51 %	43%	41%	38%	37%	41%	39%

#### 6.4.2.6.- Otros Costos

Un Desarrollador Inmobiliario suele reservarse en el orden de un 2 % del presupuesto de construcción para contingencias relacionadas con la obra. Por otra parte la estructura administrativa para llevar a cabo el proyecto insume otro 2 % del costo de construcción. Se consideran además unos 3 USD/m<sup>2</sup> para permisos y tasas y un 0.4 % para seguros <sup>155</sup>.

#### 6.4.1.2.10.- Gastos de Comercialización y Publicidad.

Para llevar a cabo las ventas de las unidades edificadas, el Desarrollador Inmobiliario establece contratos con empresas comercializadoras especializadas en el rubro inmobiliario. En general estas empresas firman contratos que estipulan honorarios variables en función del monto vendido o comisiones. Para un emprendimiento grande este valor se ubica en un 2.5 % del monto total vendido.

<sup>154</sup> Corresponde al cociente entre los costos de construcción y el precio de venta de la superficie vendible.

<sup>155</sup> Instituto de Economía, Facultad de Ciencias Económicas, UADE.

Los costos correspondientes a la comunicación y publicidad se estiman en un 1.2 % de las ventas totales.<sup>156</sup>

#### **6.4.3.- Estructuras de Financiación de los emprendimientos residenciales de alta gama.**

En este caso cada emprendimiento posee una realidad muy diferente. El financiamiento de un emprendimiento puede tener una estructura que posea total o parcialmente las siguientes fuentes de financiamiento<sup>157</sup>:

##### **6.4.3.1.- Pre-venta de unidades**

Llamada también venta desde el pozo. Los compradores firman un boleto de compra-venta con el desarrollador, pagan una seña por la unidad adquirida y van pagando cuotas mensuales hasta la finalización del proyecto en donde firman la escritura y reciben el departamento pagando el saldo del monto pactado. Los desarrolladores suelen destinar una parte de las unidades para pre-venta<sup>158</sup>. La ventaja de este sistema es que permite al desarrollador apalancarse mediante el pago del cliente obteniendo fondos sin costo.

##### **6.4.3.2.- Crédito Hipotecario**

Dado que el Desarrollador del emprendimiento es propietario del terreno, puede hipotecar el mismo para obtener un crédito bancario. En algunos casos los desarrolladores logran financiar parte de sus emprendimientos con créditos hipotecarios<sup>159</sup>.

##### **6.4.3.3.- Fondos Propios**

Los Desarrolladores casi siempre intervendrán en parte con fondos propios dado que son la mayor garantía de compromiso con los clientes. Si existe pre-venta y/o

---

<sup>156</sup> Instituto de Economía, Facultad de Ciencias Económicas, UADE.

<sup>157</sup> Ver entrevista a Danilo Antoniazzi en Anexo I.

<sup>158</sup> Ver Entrevista a Germán Gómez Picasso en Anexo 1.

<sup>159</sup> Ver entrevista a Damián Tabakman en Anexo 1.



crédito hipotecario, siempre existirá parte de la estructura de financiamiento formada por fondos propios<sup>160</sup>.

#### **6.4.4.4.- Fondos de terceros**

El Desarrollador suele invitar a otros inversores a participar del negocio prometiendo una rentabilidad asociada al riesgo del proyecto. Estos inversores confían sus fondos a la capacidad del Desarrollador y reciben una vez finalizado el negocio, la rentabilidad obtenida. Estos inversores pueden ser particulares, empresas, fondos de inversión, bancos, fondos de pensión internacionales y otras instituciones<sup>161</sup>.

#### **6.4.4.5.- Fideicomisos**

La figura del fideicomiso ha nacido en nuestro país en el año 1995 con la Ley 24.441 (Ley de la Vivienda y de la Construcción). Esta modalidad está muy extendida en los emprendimientos de la Ciudad de Buenos Aires<sup>162</sup>.

En el caso de los emprendimientos de alta gama, la firma Argencons, que lidera el Ing. Miguel Camps y que es responsable de la marca “Quartier” ha sido la primera en utilizar esta modalidad en los emprendimientos “Quartier Libertador” y “Quartier Callao” (2004) y “Quartier Basavilvaso” y “Quartier Boulevard” (2005). Cabe señalarse que en el caso de “Quartier Boulevard”, ubicado sobre la Av. Juan B. Justo, el grupo inversor ha logrado comprar un terreno por USD 9 millones e invertir más de USD 30 millones utilizando el vehículo de fideicomiso al costo<sup>163</sup>.

#### **6.4.4.6.- Canje por metros cuadrados**

Existen varias instancias durante el desarrollo de un proyecto residencial en el cual el emprendedor puede permutar bienes o servicios por unidades terminadas. En primer lugar, la compra del terreno, puede negociarse en parte o en su totalidad a cambio de metros cuadrados. Luego, durante la construcción de la

<sup>160</sup> Ver entrevistas a Mario Gómez y Damián Tabakman en Anexo 1.

<sup>161</sup> Ver entrevistas a Damián Tabakman y Diego Silberberg en Anexo 1.

<sup>162</sup> Ver entrevistas a Damián Tabakman y Danilo Antoniazzi en Anexo 1.

<sup>163</sup> Grazide, Juan Martín, “El hombre que rediseñó a Palermo”, Reportaje a Miguel Camps, Revista Fortuna, 19 de septiembre de 2005.

obra, el pago a asesores, proveedores y contratistas puede realizarse de la misma manera, logrando un mecanismo extremadamente eficiente de financiación<sup>164</sup>.

En un caso extremo un desarrollador puede adquirir un terreno completamente a cambio de unidades a entregar al fin de la obra, financiar la construcción mediante preventa y, siendo su flujo de caja siempre positivo logra un negocio con TIR infinita<sup>165</sup>.

#### **6.4.4.- Rentabilidad del Negocio del Desarrollador de un Emprendimiento Residencial de Alta Gama.**

De acuerdo a las características enunciadas anteriormente en cuanto a ingresos y costos, se estimará la rentabilidad obtenida por un Desarrollador Inmobiliario en los últimos años. Para ello, se tendrán en cuenta algunas premisas hipotéticas que permitirán simplificar los cálculos<sup>166</sup>.

Los valores estimados de rentabilidad del Desarrollador Inmobiliario han sido los que se observan en el Cuadro N° 24.

En el Gráfico N° 18 pueden observarse en promedio los valores estadísticos para el promedio de la Ciudad de Buenos Aires.

**CUADRO N° 24 – Rentabilidad de un Desarrollo Inmobiliario de Vivienda de Alta Gama** - Fuente: Elaboración propia según datos CEDEM, Instituto de Economía – Facultad de Ciencias Económicas – UADE, Revista Vivienda.

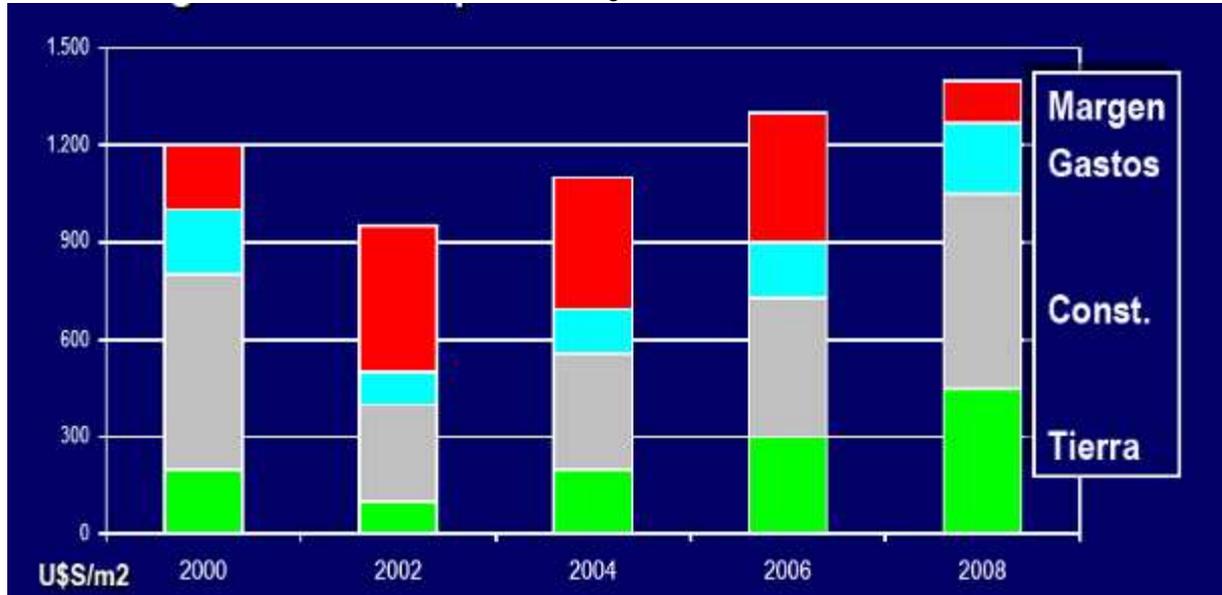
<b>Año Inicio-Fin</b>	<b>2001-2005</b>	<b>2002-2006</b>	<b>2003-2007</b>	<b>2004-2008</b>
<b>Rentabilidad</b>	27.8%	89.4%	74.1%	62.4%

<sup>164</sup> Ver entrevista a Mario Gómez en Anexo 1.

<sup>165</sup> Damián Tabakman, "Las claves del éxito en negocios inmobiliarios", BRE ediciones, 2008.

<sup>166</sup> Ver Hipótesis del Modelo y Cálculo de la TIR en Anexo 9.

GRÁFICO N° 18 – **Composición del Precio de Venta de Unidades a Estrenar en la Ciudad de Buenos Aires** – Fuente: Ernst & Young Real Estate Latinoamérica



#### 6.4.5.3.- Medición del riesgo de un proyecto

A diferencia del mercado bursátil, el mercado inmobiliario carece de estadísticas respecto del rendimiento de los proyectos inmobiliarios. Asimismo cada proyecto inmobiliario es muy diferente a otro como para estandarizar los valores de rendimiento<sup>167</sup>.

Para la medición de riesgo de un proyecto inmobiliario se utilizará el criterio de medición del riesgo de mercado mediante beta.

##### 6.4.5.3.1.- Medición del Riesgo sistemático mediante beta

En este criterio, beta representa la sensibilidad de rendimiento en exceso del valor de una acción contra el de la cartera de mercado. Si la pendiente es uno, ello indica que los rendimientos en exceso de la acción respecto del portafolio de mercado varían en forma proporcional a los rendimientos en exceso del portafolio. Es decir que la acción tiene el mismo riesgo inevitable o sistemático que el mercado en su conjunto<sup>168</sup>.

<sup>167</sup> Ver entrevistas a Miguel Theller y Damián Tabakman en Anexo 1.

<sup>168</sup> R. Brealy, S. Myers, F. Allen, Op. Cit. Pág. 205.

Para el modelo de Proyecto Inmobiliario desarrollado en el Anexo 7, se calculan los valores de beta en el Anexo 8.

En virtud de los valores obtenidos, se puede indicar que para el Desarrollo de Proyectos de Viviendas de Alta Gama en la Ciudad de Buenos Aires, el valor de beta es aproximadamente de **0.8**<sup>169</sup>.

Si utilizamos el Modelo de Precios de Activos de Capital o CAPM (Capital Asset Pricing Model), que define el riesgo como la variabilidad en la rentabilidad de una inversión y plantea que el inversionista puede reducir el riesgo diversificando sus inversiones, el costo de capital propio del Desarrollador inmobiliario será:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Donde:

$K_e$ : Costo del Capital Propio

$R_m$  = Rendimiento de proyectos del mercado

$R_f$  = Tasa libre de riesgo

En el Cuadro N° 25 se observan los valores de  $K_e$  para los distintos períodos analizados.

**CUADRO N° 25 – Valores Calculados de Riesgo y Rentabilidad de Emprendimientos Residenciales de Alta Gama** – Fuente: Elaboración propia en base a datos del CEDEM, Instituto de Economía – Facultad de Ciencias Económicas – UADE, Revista Vivienda.

<b>Período</b>	<b>2001-2005</b>	<b>2002-2006</b>	<b>2003-2007</b>	<b>2004-2008</b>
$K_e$	37 %	51.5 %	47.4 %	42 %
Rentabilidad	27.8%	89.4%	74.1%	62.4%

El valor de  $K_e$ , es decir el costo del capital propio según el CAPM, es el rendimiento mínimo aceptable por el Desarrollador Inmobiliario para los fondos propios aplicados a su proyecto.

<sup>169</sup> Ver cálculos en Anexo 8.

## **6.5.- El Negocio de los inversores**

### **6.5.1.- Las propiedades como activos dentro de una cartera**

#### **6.5.1.2.- El inversor Local**

El inversor argentino o residente local históricamente ha tenido numerosos incentivos para adquirir viviendas en las zonas más importantes de la Ciudad de Buenos Aires. Los factores más importantes que encontramos son<sup>170</sup>:

##### **6.5.1.2.1.- Cobertura frente a la inflación, Refugio de Valor**

Existe una correlación entre el precio de las propiedades nuevas en la Ciudad de Buenos Aires y el costo de la construcción. Estudios como el de Ariel Coremberg han mostrado que esa correlación, como se ve en el Gráfico N° 19, transforma a la compra de viviendas en un método eficaz de ahorro a largo plazo, por ser un instrumento de cobertura frente a la inflación que en numerosos períodos históricos de la Argentina se han sucedido<sup>171</sup>.

A su vez, frente a períodos de crisis financiera o incertidumbre como la reciente crisis originada a mediados de 2007 en Estados Unidos, denominada “Crisis de las Hipotecas Sub-prime”, al descender los valores de los activos financieros debido a la incertidumbre, mejora la calidad de los activos físicos como los inmuebles. Para el Lic. Ricardo Theller, en el primer semestre de 2008 el mercado inmobiliario recibe un impacto positivo por parte de la demanda derivado de la mayor liquidez monetaria, que a su vez se explica en la estacionalidad de los ingresos de divisas por exportaciones y la escasez de opciones financieras de inversión que contemplen atractivas combinaciones de riesgo y rentabilidad<sup>172</sup>.

En el segundo semestre de 2008, al profundizarse la crisis a nivel global y local, los desarrolladores ven disminuir sus ventas pero no caen los precios como en el

---

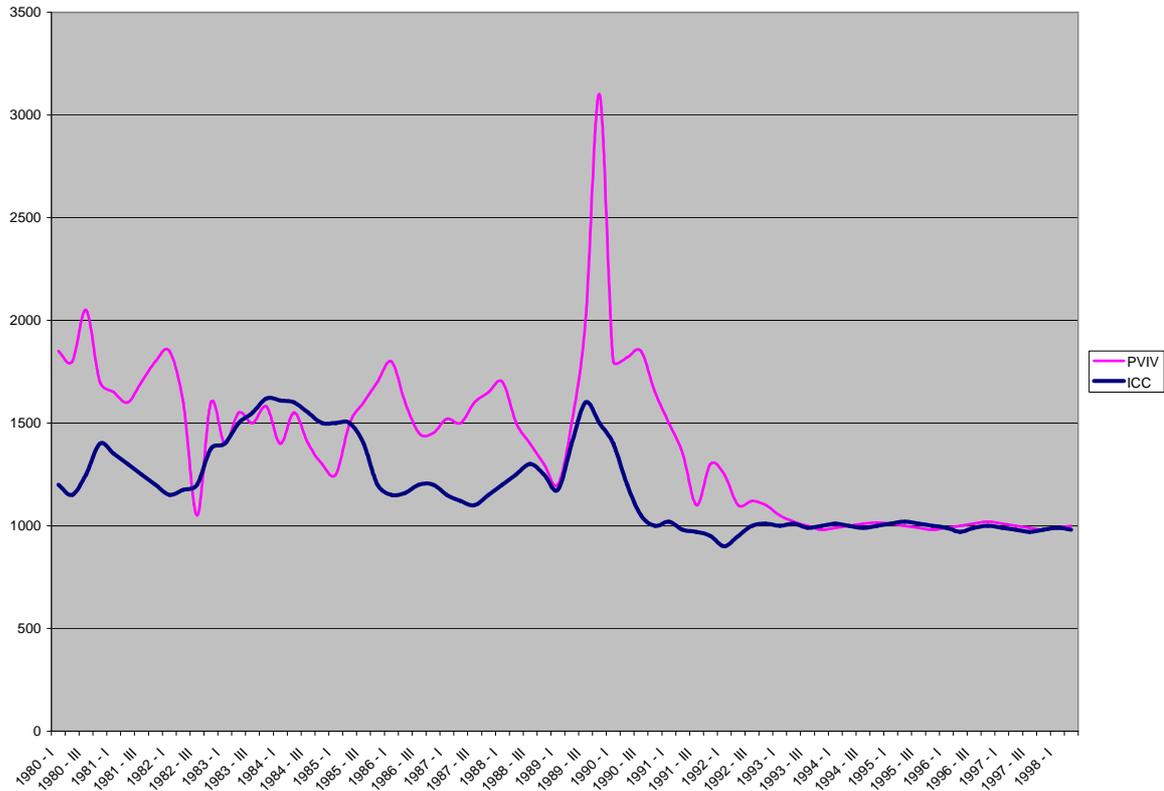
<sup>170</sup> Ver entrevistas a Damián Tabakman, Danilo Antoniazzi, Federico Colombo, Mario Gómez en Anexo 1.

<sup>171</sup> Ariel Alberto Coremberg, “El Precio de la Vivienda en Argentina ¿Burbuja o Fundamentals?”, AAEP. XXXIII REUNIÓN ANUAL. Mendoza, 1998

<sup>172</sup> Ver entrevista a Ricardo Theller en Anexo 1.

caso de otros activos. Este tipo de propiedades resisten mejor las crisis como en el año 2001 en que los precios de estos productos descendieron sólo 10 %<sup>173</sup>.

**GRÁFICO N° 19 – Precio de la Vivienda vs. Costo de la Construcción** – Fuente: Ariel Coremberg: “El Precio de la Vivienda en Argentina ¿Burbuja o Fundamentals?”



### 6.5.1.2.2.- Conocimiento del mercado local

Los inversores locales conocen en cada momento los detalles de la situación económica argentina mejor que los extranjeros o residentes en el exterior. Este conocimiento hace que se mire con mayor perspectiva el riesgo real de una inversión inmobiliaria. Por otro lado, el “timing” o capacidad para conocer el momento en el cual ingresar a un negocio inmobiliario está más desarrollado en el inversor local. A esto se le suma que la Ciudad de Buenos Aires no se encuentra en el mapa del inversor global inmobiliario, por lo que es el inversor argentino quien moviliza este segmento<sup>174</sup>.

<sup>173</sup> Rafael Giménez, “Los inmuebles un refugio ante la crisis”, Diario La Nación, 19 de octubre de 2008.

<sup>174</sup> Ver entrevista a Germán Gómez Picasso en Anexo 1.

#### 6.5.1.2.3.- Desconfianza en los bancos

Individuos de alta renta e ingresos en nuestro país poseen una alta desconfianza en los bancos, la cual se acentuó notablemente en la crisis de 2001-2002. Inversamente, los emprendimientos inmobiliarios iniciados posteriormente a esta crisis mostraron un altísimo grado de confianza por parte de los inversores individuales quienes han ofrecido sus fondos para integrar fideicomisos al costo para desarrollo de emprendimientos de viviendas. Estos fideicomisos en general están liderados por actores de mucha menor envergadura que una entidad bancaria<sup>175</sup>.

Para el Arq. Damián Tabakman, *"la desconfianza en los bancos internacionales que aquí no honraron sus depósitos, hizo que los ahorros de la gente ya no volvieran a las entidades financieras. Luego, la caída de las tasas internacionales y la falta de otras opciones de inversión seguras y rentables, después de experiencias desalentadoras como la burbuja de internet y los bonos basura, hizo que privilegiáramos inversiones más seguras, como el ladrillo. Ello aumentó la demanda y en consecuencia los precios"*.<sup>176</sup>

#### 6.5.1.2.4.- El factor Capital Federal

La Ciudad de Buenos Aires, para el inversor argentino, muestra grandes atractivos para la inversión en el mercado inmobiliario, mismo entre residentes de otras ciudades del país. Existen numerosos factores que hacen que los individuos de altos ingresos de toda la Argentina opten por poseer propiedades en la ciudad capital.

Entre estos factores encontramos:

- Atractivo turístico, que se traduce en varios viajes al año por parte de familias del interior del país.
- Centro de negocios, que implica constantes viajes hacia Buenos Aires.

---

<sup>175</sup> Ver entrevistas a Danilo Antoniazzi y Damián Tabakman en Anexo 1.

<sup>176</sup> Damián Tabakman, "Por qué sube el precio de los inmuebles?", [www.reporteinmobiliario.com](http://www.reporteinmobiliario.com), Lunes 27 de junio de 2005.



- Oferta educativa, por la cual muchas familias optan porque sus hijos estudien en Buenos Aires generando la necesidad de vivienda.

Debido a estos y otros factores, dentro de nuestro país el mercado más dinámico de viviendas de alta gama para los inversores argentinos se concentra en Buenos Aires<sup>177</sup>.

#### 6.5.1.2.5.- La renta inmobiliaria

En diferentes períodos históricos de nuestro país, el alquiler de viviendas se ha mostrado como una opción interesante que volcó fondos de individuos de medianos ingresos hacia la compra de una segunda vivienda para alquiler o bien individuos de altos ingresos que han volcado sumas más importantes a la adquisición de viviendas de alta gama para obtener una renta<sup>178</sup>.

Desde hace algunos años se han iniciado nuevas posibilidades de renta mediante la adquisición de propiedades en el mercado de viviendas nuevas de lujo, como ser alquiler de viviendas amuebladas para turistas por períodos cortos con o sin servicios prestados por operadores hoteleros<sup>179</sup>.

En el Gráfico N° 20 puede observarse la evolución del valor de venta de los departamentos del segmento de alta gama a estrenar, los valores de alquiler de los mismos y la rentabilidad anual del negocio de renta para el período 1999-2007.

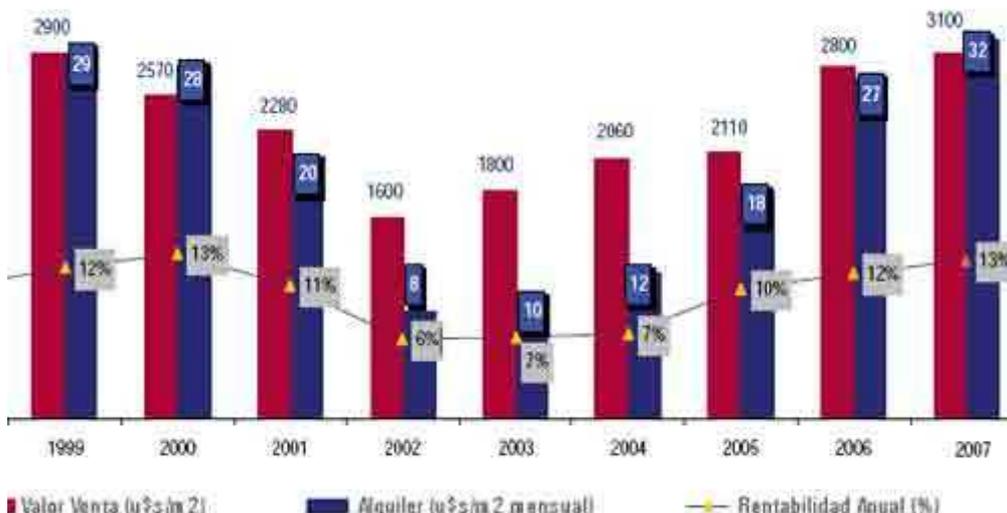
---

<sup>177</sup> Ver Entrevista a Germán Gómez Picasso en Anexo 1.

<sup>178</sup> Ver entrevista a Mario Gómez en Anexo 1.

<sup>179</sup> Es el caso, por ejemplo, de “Quartier Basavilvaso”, edificio cuyos departamentos son alquilados por la Cadena Hotelera Fen para ser utilizados por turistas por períodos cortos.

GRÁFICO N° 20 – Valores de Alquiler, Venta y Rentabilidad Anual por Alquiler de Viviendas ABC1 – Fuente: L. J. Ramos



#### 6.5.1.2.6.- Los altos precios internacionales de los commodities

Durante el período de la post-convertibilidad iniciado en 2002, las materias primas exportables por la República Argentina alcanzaron valores históricamente altos. Los enormes excedentes que el sector agropecuario fundamentalmente obtuvo en el período 2003-2007 fueron volcados en gran cantidad hacia el mercado inmobiliario por falta de mejores alternativas de inversión para este tipo de inversores con perfil de alta aversión al riesgo, tanto en Buenos Aires como en el interior, aunque ha sido la capital la ciudad más beneficiada por este fenómeno<sup>180</sup>.

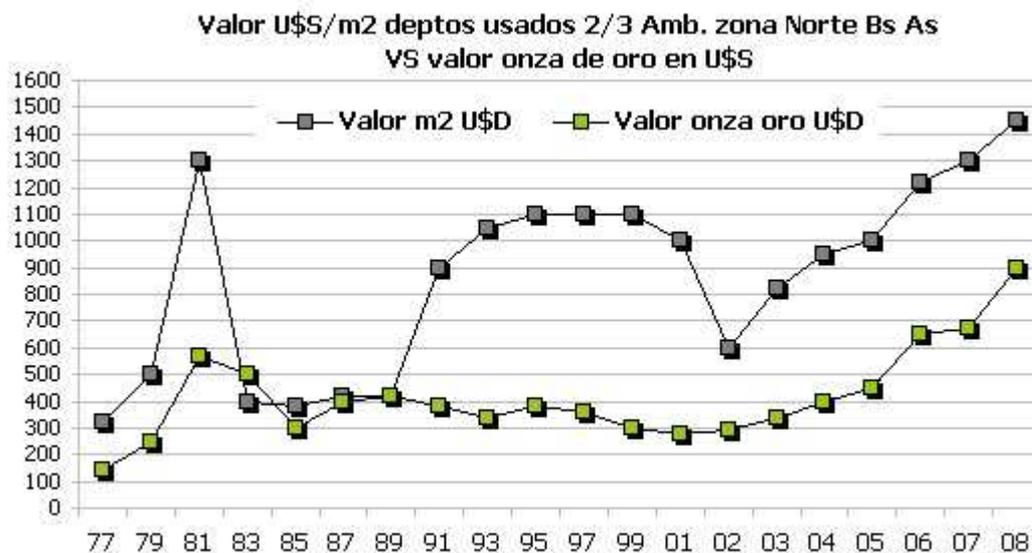
#### 6.5.1.2.7.- La falta de alternativas de inversión

Frente a tasas de interés reales negativas, tipo de cambio que no acompaña al incremento de precios, los activos inmobiliarios se han presentado para aquellos inversores que buscan atesorar ahorros como una inversión que ha superado incluso a opciones de muy bajo riesgo como el oro, como puede observarse en el Gráfico N° 21. Si se tuviera en cuenta el período 1977-2008 el oro se apreció un 437 %, mientras que una vivienda en el Corredor Norte de Buenos Aires lo hizo en un 353 %. Si se incluyera la rentabilidad por el alquiler de la propiedad durante

<sup>180</sup> Lic. Mario Gómez, Director de Toribio Achával, “De la soja al ladrillo”, Expoagro 2007.

estos 30 años, el rendimiento de la inversión residencial supera ampliamente al atesoramiento en oro<sup>181</sup>.

GRÁFICO N° 21 – Inversión Residencial vs. Oro – Fuente: Consultora Reporte Inmobiliario Economía y Real Estate



### 6.5.1.3.- Inversores extranjeros

A partir del año 2003, comenzaron a ser más numerosas las operaciones de compra de viviendas nuevas ya sea en emprendimientos finalizados o en obras en construcción. De acuerdo con José Rozados, director de la consultora Reporte Inmobiliario, la proporción de extranjeros que invierten en el mercado local de alta gama es del 15 % concentrado en los barrios de Puerto Madero, Recoleta, Barrio Norte y algo de San Telmo<sup>182</sup>.

Juan Carlos Franceschini, director de la consultora especializada CDI, en algunos emprendimientos de Puerto Madero la participación de extranjeros puede llegar al 40%<sup>183</sup>. Federico Colombo considera que la cantidad de inversores extranjeros ronda el 10 %. Explica que en el caso de “El Porteño”, proyecto que desarrolló para Faena Group tuvo una afluencia de 30 % de extranjeros cuyos orígenes

<sup>181</sup> José Rozados, Consultora Reporte Inmobiliario Economía y Real Estate, “Oro vs. Real Estate”, Buenos Aires, 30 de octubre de 2008.

<sup>182</sup> Burbridge, Martín, “Puerto Madero Todavía es Barato Frente a Ciudades Top”, Diario Infobae, 03 de febrero de 2007.

<sup>183</sup> Burbridge, Martín, “Puerto Madero Todavía es Barato Frente a Ciudades Top”, Diario Infobae, 03 de febrero de 2007.

proviene mayoritariamente de España, México, Reino Unido y Estados Unidos. En el caso de “La Porteña”, la proporción fue bastante menor<sup>184</sup>.

Para Rodrigo Fernández Prieto, *“Hoy estamos en un 25 por ciento, que es mucho. Mayormente son españoles, y les siguen los franceses, ingleses, de Estados Unidos y México. En una proporción muchísimo menor los hay de otros países europeos como Suecia, Holanda o Bélgica, y del resto de América Latina.”*<sup>185</sup>

Danilo Antoniazzi, Gerente General de la Cámara Argentina de Desarrolladores Urbanos sostiene que la cantidad de compradores extranjeros es entre un 20 y un 30 % del total.<sup>186</sup>

Esta afluencia de capitales extranjeros se debió a diversos factores entre los que se encuentran:

#### **6.5.1.3.1.- Auge mundial del mercado inmobiliario**

Siendo, durante el período 2002 – 2008, el mercado inmobiliario muy dinámico en todo el mundo, muchos inversores comenzaron a canalizar fondos hacia nuestro país, que se mostraba atractivo por sus bajos precios en un contexto de recuperación del ciclo económico. La mayor parte de estos inversores conocían el país por haber viajado o residido aquí, así como también muchos de estos extranjeros son argentinos residentes en el exterior, mayormente en España y Estados Unidos.<sup>187</sup>

#### **6.5.1.3.2.- El Marketing de los Desarrolladores Locales**

A partir del año 2007, la Cámara Empresaria de Desarrolladores Urbanos (CEDU) que nuclea a los Desarrolladores Inmobiliarios más importantes de nuestro país, comenzó a Participar del Salón Inmobiliario de Madrid (SIMA), uno de los más importantes del mundo. Previamente, algunos desarrolladores, como Dypsa, de Issel Kiperszmidt habían viajado a Europa en busca de compradores. En las

---

<sup>184</sup> Ver entrevista en Anexo 1.

<sup>185</sup> Reportaje de Reporte Inmobiliario, Buenos Aires, 27 de abril de 2007.

<sup>186</sup> Ver entrevista a Danilo Antoniazzi en Anexo 1.

<sup>187</sup> Ver entrevista a Diego Silberberg en Anexo 1.

sucesivas presentaciones, los inversores extranjeros mostraron mucho interés por nuestro mercado de viviendas<sup>188</sup>.

Damián Tabakman comenta que si bien existe interés por parte de los inversores extranjeros por invertir en nuestro país, a la hora de mirar a la región ponen primero la vista en México, Brasil, Panamá o Chile. En el SIMA los inversores potenciales muestran interés por salir a buscar alternativas fuera de España donde consideran que el ciclo inmobiliario está finalizado luego de diez años, pero consideran como puntos débiles la falta de financiamiento bancario y la posibilidad que tienen los inversores locales de utilizar los fondos de la preventa para financiar la construcción, situación que no está permitida en España<sup>189</sup>.

#### 6.5.1.3.3.- El Monto de la Inversión

Invertir en viviendas de lujo en nuestro país es mucho más barato que en Europa o Estados Unidos. En el Anexo 9 se pueden ver las relaciones de precios entre los distintos países.

El principal atractivo que ofrecen los inmuebles en la Argentina es indudablemente el precio. *"Para los parámetros internacionales, los precios locales siguen siendo atractivos. Los compradores extranjeros están acostumbrados a desembolsar 7.000 dólares por metro cuadrado en París ó 5.400 en Barcelona"*, según explica José Rozados, de la consultora Reporte Inmobiliario<sup>190</sup>.

El desarrollador inmobiliario Alberto Fernández Prieto también coincide a la hora de evaluar el peso cada vez más importante que adquirieron los inversores extranjeros en el diseño de sus planes de negocios. *"En el caso de las torres que estamos comercializando en Puerto Madero, entre el 20 y el 25 % de las compras las están haciendo inversores extranjeros para los cuales los precios argentinos*

---

<sup>188</sup> [www.cedu.com.ar](http://www.cedu.com.ar), además ver entrevista a Danilo Antoniazzi en Anexo 1.

<sup>189</sup> Damián Tabakman, "Moralejas de SIMA 07: Las limitaciones para exportar viviendas", Reporte Inmobiliario, 25 de Junio de 2007.

<sup>190</sup> Alfredo Sainz, "Las viviendas tienen compradores importados", Diario La Nación, Sábado 4 de febrero de 2006.

*siguen siendo muy competitivos. De hecho, recibimos muchas consultas de inversores europeos, para quienes pagar 2.000 ó 3.000 dólares el metro cuadrado sigue siendo una opción más que económica”<sup>191</sup>*

La revista australiana International Living publicó un artículo que ubica a la Argentina entre los 10 mejores países para vivir y recomendó aprovechar el momento para comprar propiedades en Buenos Aires<sup>192</sup>. Esta publicación, de gran interés para inversores inmobiliarios de todo el mundo publica anualmente el Índice de Calidad de Vida (Quality of Life Index) que pondera para cada país los siguientes parámetros: Costo de Vida (15 %), Cultura y Tiempo Libre (10%), Aspectos Macroeconómicos (15 %), Medio Ambiente (10%), Libertad (10%), Salud (10%), Infraestructura (10%), Seguridad (10%) y Clima (10%)<sup>193</sup>. En 2008, este índice posiciona a la Argentina en el puesto 13 a nivel mundial<sup>194</sup>, resultando de gran interés para el inversor extranjero.

Dentro de la región, encontramos precios superiores en San Pablo y Río respecto de Buenos Aires, como puede verse en el Cuadro N° 26.

**CUADRO N° 26 – Precios de viviendas de alta gama en Buenos Aires vs otras ciudades de la región** – Fuente: [www.elinmobiliario.com](http://www.elinmobiliario.com)

Lugar	Valor m <sup>2</sup> máximo en u\$s.	Lugar total máximo u\$s para 400 m <sup>2</sup>
 Pto. Madero/Palermo Recoleta/Barrío Norte	4.000	1.600.000
 Punta del Este	4.000	1.600.000
 Santiago de Chile	3.000	1.200.000
 San Pablo/Río	5.000	2.000.000

<sup>191</sup> Alfredo Sainz, “ Las viviendas tienen compradores importados”, Diario La Nación, Sábado 4 de febrero de 2006.

<sup>192</sup> Marting Burbridge, “Puerto Madero todavía es barato frente a ciudades top”, Diario Infobae, 03 de febrero de 2007. Datos de [www.internationalliving.com](http://www.internationalliving.com).

<sup>193</sup> <http://www.internationalliving.com/Internal-Components/Further-Resources/quality-of-life08>

<sup>194</sup> <http://www.il-ireland.com/il/qofl2008/>

#### **6.5.1.3.4.- El atractivo turístico**

De acuerdo a una encuesta realizada por el operador inmobiliario Iuri Izraszoff<sup>195</sup>, el 30 % de los potenciales demandantes de departamentos dentro del barrio de Recoleta proviene del extranjero. El principal motivo que argumentan los foráneos a la hora de comprar dentro de los barrios de interés turístico es la Calidad de Vida. Los datos de la mencionada encuesta pueden observarse en el Anexo 6.

#### **6.5.1.3.5.- La segunda residencia: residencias vacacionales o alternativas**

Miguel Pato propone que los desarrolladores locales pueden volcar al mercado de inversores extranjeros 5.000 viviendas por año<sup>196</sup>. Según Pato, el mercado de residencias vacacionales ha llevado a muchos norteamericanos a invertir en Panamá o Costa Rica<sup>197</sup>. Lo mismo ocurre con los ricos de la India que vacacionan en Dubai. Por qué no potenciar a Buenos Aires como destino de una parte de esas inversiones, propone Pato.

Por otra parte, según este estudio de Ernst & Young Real Estate Latinoamérica, es creciente el número de individuos de países desarrollados que alternan residencia entre distintos países aprovechando los beneficios climáticos y turísticos de cada una de las zonas. Buenos Aires, es un destino muy poco explotado aún, pero que ha demostrado tener éxito en atraer inversores extranjeros al mercado residencial<sup>198</sup>.

#### **6.5.1.4.- Las propiedades como activos dentro una cartera de un inversor individual**

Algunos trabajos de investigación han logrado clasificar a este tipo de inversores por patrimonio, edad y grado de aversión al riesgo basados en la Encuesta de Consumidores Financieros (Survey of Consumer Finance – Federal Reserve)<sup>199</sup>.

---

<sup>195</sup> [www.reporteinmobiliario.com](http://www.reporteinmobiliario.com), Lunes 10 de abril de 2006. Encuesta sobre un total de 50 inversores extranjeros.

<sup>196</sup> Miguel Pato, "Argentina, Crisis Globales Oportunidades Locales", E&Y Real Estate Group Latinoamérica, Abril 2008.

<sup>197</sup> Ver entrevista a Miguel Pato en Anexo 1.

<sup>198</sup> Ver entrevista a Miguel Pato en Anexo 1.

<sup>199</sup> Ramiro Juliá, "High Net-Worth Individuals' Portfolios: Private Real Estate Assets", Massachusetts Institute of Technology, Septiembre 2002.

De acuerdo a la correlación que exista entre los activos que forman la cartera de un inversor y la de la propiedad residencial en la Ciudad de Buenos Aires, la inclusión de la misma transformará a la cartera en más o menos riesgosa.

De acuerdo investigaciones realizadas en los Estados Unidos, la correlación existente entre los activos financieros tales como Bonos y Acciones con las propiedades residenciales son muy bajas. En el siguiente cuadro podemos ver los valores.

**CUADRO N° 27 – Correlación entre Variación de Precios de Activos** - Fuente: Ramiro Juliá – “High Net-Worth Individuals’ Portfolios: Private Real Estate Assets” – Massachusetts Institute of Technology – Septiembre 2002

<b>Activos</b>	<b>Acciones</b>	<b>Bonos</b>	<b>Viviendas</b>
<b>Acciones</b>	1.0	0.443994	0.04359
<b>Bonos</b>	0.443994	1.0	0.1932269
<b>Viviendas</b>	0.04359	0.1932269	1.0

Estos coeficientes de correlación son obtenidos analizando los resultados de los índices S&P-500 para las acciones, el rendimiento de los Bonos del Tesoro de Largo Plazo y el Índice NCREIF<sup>200</sup> para las propiedades. El Cuadro N° 27 muestra que la inclusión de propiedades dentro de una cartera de activos posee muy buen resultado como efecto diversificador ya que reduce notablemente el riesgo de la misma<sup>201</sup>. Asimismo, la correlación entre las propiedades y el índice de inflación es de 0.291, por lo que se concluye que las propiedades constituyen un buen instrumento de cobertura frente a la inflación<sup>202</sup>.

En julio de 2006, una encuesta realizada por la Sociedad de Bolsa Puente Hnos<sup>203</sup> entre 200 hombres de negocios relevó la intención de llevar a cabo diferentes tipos de inversiones. El 44 % de los inversores destacó que las mejores opciones son los inmuebles y las acciones. Como conclusión de esa encuesta, Federico Bünsow, gerente de Relaciones Institucionales de Puente Hnos. indica que ante un escenario de tasas de interés reales negativas en dólares ofrecidas

<sup>200</sup> NCREIF: sigla que en inglés refiere a National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (Consejo Nacional de Fiduciarios en Inversiones Inmobiliarias de los Estados Unidos de Norteamérica – [www.ncreif.com](http://www.ncreif.com) ).

<sup>201</sup> Ramiro Juliá, Op. Cit.

<sup>202</sup> Ramiro Juliá, Op. Cit.

<sup>203</sup> Encuesta publicada por el Diario Infobae el 8 de julio de 2006.

por los plazos fijos se sigue considerando a los activos físicos como los inmuebles un buen refugio de valor. *“Mientras los plazos fijos rinden entre un 6 y un 7 % , muchos esperan que las propiedades tengan una revaluación superior”*<sup>204</sup>.

Federico Colombo estima que un inversor de alto patrimonio posee activos inmobiliarios por más de un 50 % del total de su cartera<sup>205</sup>, mientras que para el Lic. Mario Gómez, la alta propensión de los argentinos hacia la inversión en inmuebles suele llegar hasta el 75 % de las carteras<sup>206</sup>.

Según Ricardo Schefer, de la Universidad del CEMA, luego de investigar la correlación para un período de 11 años entre acciones, bonos y activos inmobiliarios, la inversión adecuada en estos últimos dentro de las carteras de los hogares debiera ser del orden del 50% al 60 % del patrimonio total<sup>207</sup>.

A principios de 2008, cuando la crisis financiera internacional generó una fuerte corrida desde fondos de inversión de los países centrales, los desarrolladores locales comenzaron a recibir consultas de inversores extranjeros o argentinos con capitales en el exterior con intenciones de adquirir departamentos como forma de refugio de valor frente a la baja de los activos financieros<sup>208</sup>.

#### **6.5.1.5.- La percepción de precios en aumento**

En este mercado, uno de los factores más importantes que motorizan la decisión de compra de los clientes es la percepción de que los precios de las propiedades van en aumento<sup>209</sup>.

---

<sup>204</sup> Andrea Sambuccetti, “Las opciones para ganar dinero que sugieren los inversores”, Diario Infobae, 11 de julio de 2006.

<sup>205</sup> Entrevista a Federico Colombo. Ver Anexo 1.

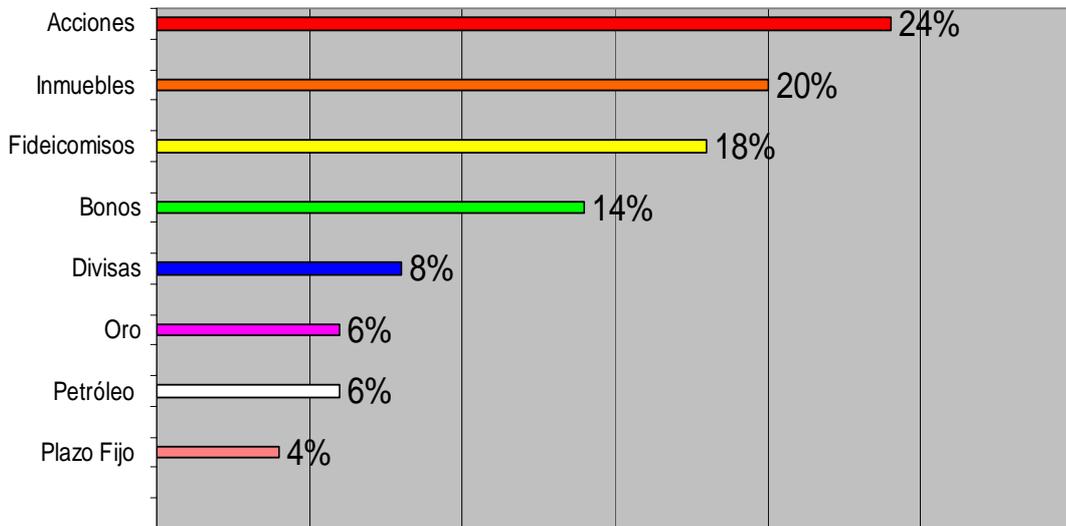
<sup>206</sup> Mario Gómez, “Los inmuebles en las Finanzas Personales”, Reporte Inmobiliario, 17 de marzo de 2008.

<sup>207</sup> Ricardo Schefer, “¿Conviene invertir en Ladrillos?”, Ecofinanzas N° 139, 20 de marzo de 1995.

<sup>208</sup> Guillermina Fossati, “Crisis financiera internacional impulsa el precio de las propiedades en la Argentina”, Infobaeprofesional.com, Buenos Aires 22 de enero de 2008./ “Por crisis financiera, crece la rentabilidad de invertir en ladrillos”, Infobaeprofesional.com, Buenos Aires, 12 de marzo de 2008.

<sup>209</sup> Entrevista a Federico Colombo. Ver Anexo 1.

**GRÁFICO Nº 22 – Rentabilidades Esperadas por Inversores para Diferentes Alternativas – Año 2006** – Fuente: Lic. Mario Gómez, Director de Toribio Achával.



Este factor fue uno de los mayores impulsores de los proyectos desarrollados a partir de 2002. Diferentes analistas y desarrolladores pronosticaban esta tendencia a lo largo del período 2002-2008<sup>210</sup>. Para Juan Garrone, presidente de Creaurban<sup>211</sup>, los precios están aún lejos de aquellos que se pagan en zonas equivalentes de Madrid donde los valores rondan los 10.000 dólares. En el caso de “Quartier Boulevard”, los inversores compraban en 2005 unidades a USD 1.300 en el pozo, a los tres meses ya podían revender a USD 1.600 y esperando un poco más el valor alcanzaba los USD 1.800. La rentabilidad por la reventa podía alcanzar el 50%.<sup>212</sup>

<sup>210</sup> El 27 de julio de 2006, el Diario Infobae publica ese pronóstico para dicho año. El 04 de marzo de 2008, en entrevista a cuatro desarrolladores grandes, el Diario Clarín pronostica aumento de precios para ese año.

<sup>211</sup> Pablo Badía, “Marketing Inmobiliario: De los ladrillos al lyfe-style de alta gama”, Infobaeprofesional.com, 05 de diciembre de 2005.

<sup>212</sup> Juan Martín Grazide, “El hombre que rediseñó a Palermo”, Revista Fortuna, Reportaje a Miguel Camps, presidente de Argencons, 19 de septiembre de 2005.

## 7.- CONCLUSIONES

Luego de haber analizado en profundidad el funcionamiento del mercado de desarrollo de residencias de alta gama en la Ciudad de Buenos Aires, se pueden obtener las siguientes conclusiones:

1.- Los desarrolladores se han volcado al desarrollo de residencias para el segmento de alta gama debido a la falta de crédito que permita la adquisición de viviendas para segmentos medios y la falta de apoyo estatal para los segmentos medios-bajos.

2.- A raíz del relevamiento, se confirma la importancia de la ubicación como principal atributo del producto. Esto se basa en las condiciones de accesibilidad, habitabilidad y sociabilidad. La importancia se ve reflejada en las enormes diferencias de precios entre las distintas zonas de la ciudad, tanto para los terrenos como para las unidades terminadas. Este factor, a su vez, está relacionado con la estructura de ciudad latinoamericana que ha adquirido Buenos Aires a partir de la década de 1990.

3.- Los desarrolladores más exitosos desarrollan completamente las teorías de marketing habiendo transformado las “3L” del producto inmobiliario en las “4P” del marketing. Esta utilización profesional y moderna del marketing se traduce en la competitividad de las empresas basada en la satisfacción al cliente.

4.- Las “Torres Jardín” o “Torres Country” reflejan un cambio de gustos del consumidor ABC1 en materia de vivienda a partir de los años 90. Juegan un papel preponderante la globalización y la posmodernidad como factores de elección de patrones de consumo.

5.- Además de la ubicación del proyecto, otros atributos que el consumidor valora en gran forma son la altura del edificio, el hall de entrada, el autor del proyecto. Tienen buena ponderación aspectos como la marca, (ésta última en relación con la solvencia del desarrollador que está detrás para el inversor que compra en el pozo), el estilo arquitectónico, las vistas (en especial al río) y los “amenities” (aunque están “commoditizados”).



6.- No son aspectos relevantes la tecnología (implementación de inmótica, domótica), áreas verdes (estilo de vida urbano), y los detalles constructivos (muchos los cambian).

7.- La personalización o diseño a medida es un aspecto clave que en muchos casos puede determinar el éxito o el fracaso de una venta. Muchos usuarios finales desean hacer modificaciones a su unidad mientras está en obra y la flexibilidad del desarrollador para satisfacer al cliente le otorga mayor competitividad por sobre sus competidores.

8.- La innovación y la diferenciación permanente son claves que se están utilizando como factores creadores de competitividad en un mercado en el cual se compite con el usado y se debe crear la sensación de escasez y obsolescencia para poder captar clientes.

9.- Los inversores ven a estos productos como un refugio de valor. Sobre todo en épocas de crisis.

10.- La proporción de este tipo de activos dentro de las carteras de los inversores es superior con respecto a lo ideal. Esto se debe a la falta de alternativas de inversión y a la confianza que los inversores tienen en los desarrolladores con respecto a las entidades bancarias para depositar sus ahorros, tanto por el factor expectativas de rentabilidad como por el factor riesgo.

11.- La proporción de inversores extranjeros en este mercado está en el rango del 20% al 30 % aproximadamente. Estos valores son buenos comparados con otras épocas donde el mercado era exclusivamente local. Se pueden mejorar la penetración de capitales extranjeros en la medida en la que se continúe por la senda de la creatividad y la innovación y las acciones de comunicación y presencia en los encuentros internacionales como el SIMA sigan creciendo. Este crecimiento depende además, del contexto internacional que debe ser de alta liquidez y tasas de interés bajas.



12.- La globalización del mercado inmobiliario con inversores que poseen propiedades en sus carteras pertenecientes a mercados diferentes se traduce en que la demanda de estas viviendas es a nivel global por parte de los inversores.

Si se tiene en cuenta que algunos extranjeros poseen propiedades para segunda residencia o para alquiler temporario a turistas, la oferta de viviendas de este segmento puede crecer de acuerdo a factores que exceden la demografía local, por lo que Buenos Aires no está sobreofertada en materia de metros cuadrados construidos.

13.- Buenos Aires como exportadora de viviendas de lujo tiene un potencial muy grande debido a que ya participa de este proceso de globalización, la entrada de turistas es creciente y existen mercados completamente inexplorados como la India y Rusia por ejemplo.

14.- El riesgo de éxito de un proyecto está relacionado con la correcta selección de los atributos del producto, en especial la ubicación. A su vez son variables que contribuyen al riesgo: la elección de buenos profesionales y asesores, la negociación del precio del terreno y su precio final, las tipologías elegidas y el balance del mix de tipologías (2, 3, 4 ambientes, etc.), la experiencia y posicionamiento del desarrollador.

15.- En base al modelo armado y a las entrevistas se concluye que la relación riesgo-rentabilidad en virtud de la utilización del CAPM es compatible con las premisas del modelo utilizado, teniendo este negocio una adecuada relación riesgo-rentabilidad, a excepción de aquellos emprendimientos a iniciarse en 2001, motivo por el cual muchos emprendimientos se detuvieron o pospusieron ese año.

16.- La rentabilidad de los desarrolladores es superior a la de los inversores debido al mayor riesgo que se corre debido a la intervención de un mayor número de variables, tanto controlables como incontrolables.

17.- El market share de cada desarrollador grande es muy pequeño, por ende el mercado está muy atomizado brindando oportunidades de ser líder a cualquier empresario innovador.



18.- Los valores de los terrenos están en relación a la localización y a las posibilidades de construcción, teniendo más que ver con la inversión pública que con la privada, siendo el propietario el único ganador de esa revalorización, sobre todo porque los avalúos fiscales están desfasados en el tiempo con respecto a los vaivenes del mercado.

19.- Los mecanismos de financiación utilizados responden más a la realidad del mercado que a la situación ideal esperada debido a la falta de un mercado de capitales activo en este tipo de inversiones. La preventa de unidades es un mecanismo que ha permitido financiar la construcción de muchos proyectos a cambio de ofrecer una rentabilidad interesante a los inversores.

Como desventaja se observa que este mecanismo ha transferido rentabilidad del desarrollador hacia el inversor básicamente por dos factores: 1) la falta de otros mecanismos de financiación obligan a recurrir a la preventa en valores inferiores a los precios de la unidad terminada, y 2) la preventa se realiza en dólares mientras que los costos de construcción se negocian en pesos y están sujetos a una inflación superior a la variación del tipo de cambio en el período 2004-2008.

Con respecto al crédito hipotecario, el mecanismo ha sido relativamente poco utilizado ya que, si bien posee un costo de financiación razonable, obliga a muchos compromisos de los desarrolladores con las entidades bancarias y al sometimiento a auditorías permanentes. La utilización de fondos propios ha contribuido a dotar de mayor credibilidad a los desarrolladores quienes son vistos por los inversores como actores comprometidos con el éxito del proyecto al cual van a acompañar. Por otra parte, si el negocio es bueno y el desarrollador posee los fondos los utiliza ante la escasez de opciones mejores de inversión.

Los fondos de terceros han sido un mecanismo muy utilizado de financiación debido a la confianza que los inversores han mostrado en el mercado residencial de Buenos Aires y a la seriedad y solvencia de los desarrolladores muy por encima de la alternativa de compra de bonos, acciones o depósitos en plazo fijo en entidades bancarias.



Los fideicomisos se han mostrado como una gran herramienta que aporta al mercado la seguridad jurídica que muchos inversores reclaman en este negocio. Este mecanismo ha permitido desarrollar proyectos “al costo” obteniendo los inversores unidades finalizadas al valor del costo de desarrollo en vez de comprarlas al valor de mercado.

El canje de terrenos, servicios y bienes por metros cuadrados de obra terminada es un mecanismo que logra multiplicar el apalancamiento de los proyectos actuando como un eficaz medio de financiamiento que medido en términos de TIR puede llegar a lograr valores cercanos a infinito.

20.- La inversión indirecta y la participación del mercado de capitales es inexistente. Esto se debe en primera instancia a la falta de confianza que los grandes fondos institucionales tienen hacia la Argentina. En segundo lugar, no se extendió el financiamiento de estos emprendimientos por parte de las AFJP por estar éstas limitadas legalmente. Por último, la cancelación de las AFJP eliminó la posibilidad futura de contar con inversores institucionales en el financiamiento de emprendimientos residenciales.

21.- En casos de crisis, el “fly to quality” implica volcarse a zonas consolidadas como ser Palermo, Belgrano, Recoleta o Barrio Norte en donde se encuentran los mejores proyectos. Los inversores que participan de segmentos bajo, medios y medios-altos, en momentos de crisis ven la posibilidad de pasar al segmento de alta gama. Esto le otorga al sector “Premium” de la Ciudad de Buenos Aires un componente adicional de competitividad.

22.- Puerto Madero resultó un éxito debido al proceso de refuncionalización urbana que implicó la planificación estatal (ausente en los casos de Palermo Soho y Palermo Hollywood) para la canalización de inversiones de desarrolladores privados en un marco de minimización de la especulación con precios de terrenos. En las zonas consolidadas, existe una gran cuota de transferencia de rentabilidad de los desarrolladores hacia los dueños de los terrenos al convalidar valores de venta muy altos que se traducen en incidencias que están por encima de la media.



---

## 8.- CONSIDERACIONES FINALES Y RECOMENDACIONES

1.- El sector residencial de alta gama dentro del mercado inmobiliario se presenta como competitivo a nivel global en comparación a otras industrias y en comparación a otros países. El bajo costo de las viviendas en la Ciudad de Buenos Aires respecto de productos similares en Europa y Estados Unidos, sumado al atractivo que Buenos Aires posee a nivel regional, ponen a nuestra ciudad en una posición muy favorable para el desarrollo de esta actividad.

2.- La innovación se presenta como una condición fundamental para el agregado de valor en productos que con la enorme competencia son copiados rápidamente y se van “commoditizando” perdiendo valor para este segmento que en general posee un gran número de adoptadores tempranos de tendencias. En épocas de baja rentabilidad para productos estándar, sólo los productos innovadores pueden venderse a valores que permitan obtener rentabilidades más acordes al riesgo del negocio.

3.- En contextos de alta liquidez y bajas tasas de interés el mercado inmobiliario ha mostrado ser muy atractivo para los inversores frente a activos financieros.

4.- Dada la importancia del factor localización y la incidencia del precio del terreno en la rentabilidad de los proyectos, los desarrolladores deben buscar la creatividad en la búsqueda de nuevas zonas.

5.- El Estado debe procurar ayudar a los desarrolladores en la generación de condiciones para que surjan nuevas zonas dado que siempre hay demanda en este sector y la construcción de un megaemprendimiento genera gran cantidad de puestos de trabajo, directos e indirectos, impulso a pymes y pago de impuestos.

6.- La profesionalización de los desarrolladores se debe promover frente a la asociación de amateurs para el desarrollo de proyectos dado que se preservan los derechos de los consumidores y el respeto a las leyes laborales, medioambientales y el cumplimiento de las obligaciones fiscales.



7.- Deben fomentarse las condiciones macroeconómicas y de marco legal para que se desarrollen vehículos que permitan canalizar la inversión indirecta en productos residenciales y de este modo financiar de modo más eficiente a los desarrolladores permitiendo obtener un adecuado balance riesgo-rentabilidad a pequeños, medianos y grandes inversores. Habiéndose anulado el régimen de las AFJP, los desarrolladores deben insistir con las aseguradoras, ART, Anses y otros inversores institucionales.

8.- La “customización” o personalización es un método de trabajo que debe profundizarse ya que otorga mayores posibilidades de venta en un producto que no utiliza matriz para fabricarse y cuyos plazos de construcción son tales que permiten realizarse cambios de proyecto. Es un rasgo que otorga mayor competitividad a los desarrolladores que lo aplican eficientemente.

9.- Deben promoverse las formas indirectas de inversión en este mercado dado que se requieren grandes sumas para ingresar como inversor o para financiar a un desarrollador. A su vez pequeños inversores podrían beneficiarse de obtener productos financieros que puedan agregar a sus portafolios incorporando instrumentos de balanceada relación riesgo-rentabilidad.

10.- La cotización de acciones de empresas del sector como IRSA y más recientemente Consultatio, abriéndose al mercado de capitales debe ser un ejemplo a seguir por empresas desarrolladoras profesionales que requieran ser más competitivas mediante el acceso a fuentes de financiamiento de bajo costo. Empresas como Raghsa están evaluando esa posibilidad. Esta tendencia ayudará a la profesionalización del sector traduciéndose en una mejora para empresas, proveedores, empleados, inversores y consumidores.

11.- La refuncionalización urbana, proceso que dio origen a Puerto Madero debe potenciarse como motor de inversiones privadas de la mano de la planificación estatal.

13.- La limpieza del Riachuelo es fundamental para desarrollar la zona de la Boca y Barracas como continuación de Puerto Madero valorizando los terrenos a ambos márgenes del curso de agua. Esta obra, que requiere del esfuerzo estatal,



sería acompañada de inversores privados y desarrolladores locales logrando extender la oferta de terrenos disponibles para la construcción de emprendimientos de alto valor en la ciudad.

14.- Se debe potenciar a Buenos Aires como destino de inversiones en residencias por parte de extranjeros de alto poder adquisitivo que buscan alternativas económicas para vivir en lugares atractivos. Esta política sumaría actividad para desarrolladores, proveedores pyme, trabajadores y mejoras en la recaudación impositiva.

15.- El Estado debe ser cuidadoso en la generación de ganadores y perdedores al modificar el Código de Planeamiento Urbano (CPU) ya que se transfiere el valor del cambio al propietario en forma directa. Debe privilegiarse la rentabilidad de los sectores que desarrollan emprendimientos arriesgando su capital frente a los especuladores de la tierra.

16.- El Estado debe procurar generar condiciones que permitan el acceso a la vivienda a los sectores medios de la Ciudad, que representando más de 500.000 hogares, permitiría ampliar la base de negocios de las empresas desarrolladoras más competitivas. Esto se traduciría en una gran cantidad de beneficios entre los cuales se encuentra la mejora de calidad de vida de la población urbana, la modernización del parque habitacional mediante la utilización de nuevas tecnologías más eficientes en la utilización de la energía, la generación de trabajo para las PYME proveedoras de la industria de la construcción y la creación de puestos de trabajo para los obreros de la construcción del Gran Buenos Aires.

17.- Este sector de la producción, se constituye en un sector estratégico para la economía de nuestro país ya que logra impulsar de forma veloz aspectos clave como lo son la inversión de pequeños actores atomizados tanto de argentinos como de extranjeros en una actividad que posee un efecto multiplicador de enorme importancia para multiplicidad de sectores productivos con alto grado de mano de obra intensiva, garantizando puestos de trabajo.



## 9.- BIBLIOGRAFÍA

### 9.1.- Bibliografía

- Brealy, Myers, Allen, “Principios de Finanzas Corporativas”, 8º Edición, McGraw Hill, 2006.
- Franceschini, Juan Carlos, “El Mercado Inmobiliario y la Preparación de Proyectos”, Iconsite, Buenos Aires, 2000.
- Fisher De La Vega, Laura, “Mercadotecnia”, Segunda Edición, Mc Graw Hill, México, 2006.
- Keynes, J.M. “Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero”, 1936.
- Kotler, Phillip, “Dirección de Marketing”, Décima Edición, Prentice Hall, 2006.
- Mayoral, Luisa, “Metodología del Trabajo de Tesis”, CEAE, Tandil, 2001.
- Sapetnitzky, Claudio y colaboradores, “Administración Financiera de las Organizaciones”, Ediciones Macchi, Buenos Aires, 2003.
- Schefer, Ricardo, “¿Conviene invertir en Ladrillos ?”, Ecofinanzas N° 139, Buenos Aires, 20 de marzo de 1995.
- Sharpe, William F., “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk”, Journal of Finance 19, sept. 1964.
- Tabakman, Damián, Colombo, Federico, Rudolph, Daniel, “Desarrollos inmobiliarios exitosos”, Bienes Raíces Ediciones, Buenos Aires, 2006.
- Tabakman, Damián y otros, en “Las Claves del Éxito en Negocios Inmobiliarios”, BRE Ediciones, Buenos Aires, 2008.
- Welch Guerra, Max, “Buenos Aires a la deriva. Transformaciones Urbanas Recientes”, Editorial Biblos, Buenos Aires, 2002.

### 9.2.- Publicaciones

- Abramo, P. “La ville kalléidoscopique, coordination spatiale et convention urbaine”, París, L’Harmattan, 1998.



- Alfonso, Oscar, “La Ciudad Segmentada: Una revisión de la Síntesis Espacial Neoclásica”, Revista de Economía Institucional, Vol. 7, Nº 13, Bogotá, Colombia, 2005.
- Alfonso, Oscar, “Aportes a una Teoría de Estructuración Residencial Urbana”, Revista de Economía Institucional, Vol. 9, Nº 17, Segundo Semestre 2007.
- Álvarez de Celis, Fernando, “Renta Urbana y Segregación Territorial en la Ciudad de Buenos Aires”, Coyuntura Económica, CEDEM, Buenos Aires, 2003.
- Badía, Pablo, “Marketing Inmobiliario: De los ladrillos al lyfe-style de alta gama”, Infobaeprofesional.com, Buenos Aires, 05 de diciembre de 2005.
- Burbridge, Martín, “Puerto Madero Todavía es Barato Frente a Ciudades Top”, Diario Infobae, 03 de febrero de 2007.
- Ciccolella, Pablo, Mignaqui, Iliana, Szajnberg, Daniela; “Metropolis in Transition: Buenos Aires Between Economic Growth and Social Desintegration”, 42nd iSoCaRP Congress, 2006.
- Coremberg, Ariel Alberto, “El Precio de la Vivienda en Argentina ¿Burbuja o Fundamentals?” - AAEP. XXXIII REUNIÓN ANUAL. Mendoza, 1998.
- Fishbein, Martin, “Attitudes and Prediction of Behaviour”, en “Readings in Attitude Theory and Measurement”, ed. Martin Fishbein, New York, John Wiley, 1967.
- Fossati, Guillermina, “Crisis financiera internacional impulsa el precio de las propiedades en la Argentina”, www.infobaeprofesional.com, 22 de enero de 2008.
- Fossati, Guillermina, “Por crisis financiera, crece la rentabilidad de invertir en ladrillos”, www.infobaeprofesional.com, 12 de marzo de 2008.
- Fujita M. “Urban Economic Theory: Land Use and City Size”, Cambridge University Press, 1989.
- Gentile Leonardo, “Tecnología desde el Pozo”, Revista Information Technology Nº 32, Buenos Aires, 07 de noviembre de 2006.
- Giménez, Rafael, “Los inmuebles un refugio ante la crisis”, Diario La Nación, Buenos Aires, 19 de octubre de 2008.



- Grazide, Juan Martín, “El hombre que rediseñó a Palermo”, Reportaje a Miguel Camps, Revista Fortuna, Buenos Aires, 19 de septiembre de 2005.
- Grazide, Juan Martín, “Se vendió el terreno más caro de la Ciudad”, Diario Infobae, Buenos Aires, 02 de noviembre de 2006.
- Gómez, Mario, Director de Toribio Achával, “Coyuntura , Tendencias y Financiamiento del Mercado Inmobiliario”, Jornadas de Real Estate IAE, Buenos Aires, julio 2006.
- Gómez, Mario, Director de Toribio Achával, “De la soja al ladrillo”, Expoagro, Buenos Aires, 2007.
- Gómez, Mario, “Los inmuebles en las Finanzas Personales”, Reporte Inmobiliario, Buenos Aires, 17 de marzo de 2008.
- Gorelik, A., "Buenos Aires en la encrucijada: modernización y política urbana". *Revista SCA*, N°194, Buenos Aires, 1999.
- Hardessen Bentrjerodt, Alberto.: “Fundamentos económicos para el Análisis de la Actividad Inmobiliaria”, UCA, Buenos Aires. 2000.
- Iglesias, Norberto, “El Impacto Metropolitano de los Grandes Proyectos Urbanos”, Buenos Aires, 2004.
- Janoshcka, Michael, “El nuevo modelo de ciudad latinoamericana: fragmentación y privatización”, 2002.
- Jaramillo, Samuel. “Los fundamentos económicos de la participación en plusvalías”, Bogotá, CEDE-Universidad de los Andes, 2004.
- Juliá Ramiro, “High Net-Worth Individual’s Portfolios: Private Real Assets”, Massachusetts Institute of Technology, 2002.
- Keating, M., “Gobernar las ciudades-región: política, economía y desarrollo”, Cuadernos IPPUR, 17, 2, 2003.
- León, Sonia , “Informe de la Construcción y Mercado Inmobiliario“, Instituto de Economía, Universidad Argentina de la Empresa, Buenos Aires, Marzo 2008.
- Markowitz, Harry M.,”Portfolio Selection”, *Journal of Finance*, 7 (marzo 1952)
- Mascareñas, Juan, “El Coste del Capital”, Universidad Complutense de Madrid, Abril de 2001.



- Maslow, Abraham, "Motivation and Personality" , New York, Harper and Row, 1954.
- Newell, Graeme y Webb, James, "Assessing Risk for International Real Estate Investments", Journal of Real Estate Research, Volumen 11, Número 2, Estados Unidos, 1996.
- Pato, Miguel, "Argentina en el Contexto de la Inversión Global", Ernst & Young Real Estate Latinoamérica, Madrid, SIMA07, Mayo 2007.
- Pato, Miguel, "Argentina, Crisis Globales Oportunidades Locales", E&Y Real Estate Group Latinoamérica, Buenos Aires, Abril 2008.
- Pato, Miguel, "Destinos Inmobiliarios en un Mundo cada vez más Plano", Ernst&Young Real Estate Latinoamérica, Punta del Este, Agosto 2008.
- Pérez, P., "Buenos Aires o la expansión metropolitana sin gobierno", Conferencia Internacional sobre el Control de la Expansión Urbana, México, DF, 8 y 9 de noviembre de 1999.
- Ramos, Luis J., "Informe del Mercado Inmobiliario", Buenos Aires, Octubre 2007.
- Ramos, Luis J., "Informe del Mercado Inmobiliario – Emprendimientos Residenciales en Buenos Aires, Falta Mucho por Hacer", Buenos Aires, Julio de 2008.
- Richardson, H.W. 1978. "Economía regional y urbana", Madrid, Alianza Universal Textos, 1986.
- Rozados, José, Gómez Picasso, Germán, Ulivi, Ricardo, "Devaluación y Valores del Mercado Residencial: El Caso Argentino", Buenos Aires, 2003.
- Rozados, José, "Oro vs. Real Estate", Reporte Inmobiliario Economía y Real Estate, Buenos Aires, 30 de octubre de 2008.
- Sainz Alfredo, "Las viviendas tienen compradores importados", Diario La Nación, Buenos Aires, Sábado 4 de febrero de 2006.
- Sambucetti, Andrea , "Las opciones para ganar dinero que sugieren los inversores", Diario Infobae, Buenos Aires, 11 de julio de 2006.
- Sivitanides, Petro, Ph.D., "Why Invest in Real Estate: An Asset Allocation Perspective", Westmark Realty Advisors, Los Angeles, 1997.



- Szajnberg, Daniela, “*De la producción de la "ciudad de masas" al consumo de la "ciudad carcelaria"*”, Buenos Aires, 2000.
- Tabakman, Damián, “Por qué sube el precio de los inmuebles ?”, Reporte Inmobiliario, Lunes 27 de junio de 2005.
- Tabakman, Damián, “Moralejas de SIMA 07: Las limitaciones para exportar viviendas”, Reporte Inmobiliario, Buenos Aires, 25 de Junio de 2007.

### 9.3.- Sitios de Internet

- [www.buenosaires.gob.ar](http://www.buenosaires.gob.ar)
- [www.puertomadero.com](http://www.puertomadero.com)
- [www.zencity.com.ar](http://www.zencity.com.ar)
- [www.raghsa.com.ar](http://www.raghsa.com.ar)
- [www.argencons.com](http://www.argencons.com)
- [www.grupochateau.com.ar](http://www.grupochateau.com.ar)
- [www.torresrenoir.com](http://www.torresrenoir.com)
- [www.creaurban.com.ar](http://www.creaurban.com.ar)
- [www.reporteinmobiliario.com](http://www.reporteinmobiliario.com)
- [www.cedu.com.ar](http://www.cedu.com.ar)
- [www.internationalliving.com](http://www.internationalliving.com).
- <http://www.internationalliving.com/InternalComponents/FurtherResources/quality-of-life08>
- <http://www.il-ireland.com/il/qofl2008/>
- [www.ncreif.com](http://www.ncreif.com)
- [www.faenagroup.com](http://www.faenagroup.com)
- [www.fernandezprieto.com.ar](http://www.fernandezprieto.com.ar)
- [www.caputosa.com.ar](http://www.caputosa.com.ar)
- [www.gddevelopers.com](http://www.gddevelopers.com)
- [www.churbafriedman.com](http://www.churbafriedman.com)
- [www.consultatio.com.ar](http://www.consultatio.com.ar)
- [www.newside.com.ar](http://www.newside.com.ar)
- [www.vizora.com.ar](http://www.vizora.com.ar)
- [www.dypsainternational.com](http://www.dypsainternational.com)
- [www.tglt.com.ar](http://www.tglt.com.ar)
- [www.grupotownhouse.com](http://www.grupotownhouse.com)
- [www.kineret.net](http://www.kineret.net)
- [www.mirabiliaweb.com](http://www.mirabiliaweb.com)
- [www.promenadeweb.com.ar](http://www.promenadeweb.com.ar)



## 10.- ANEXOS

### 10.1.- ANEXO 1.- Entrevistas

#### 10.1.1.- Instituto de Economía de la Universidad Argentina de la Empresa

Dirección: Lima 717 – Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Teléfono: 4000-7600

Sitio Web: [www.uade.edu.ar](http://www.uade.edu.ar)

Email: [rtheller@uade.edu.ar](mailto:rtheller@uade.edu.ar)

Persona entrevistada: **Lic. Ricardo Theller**

- Licenciado en Economía (UBA), MBA (EDDE) Desde 1983 investigador en el Instituto de Economía (UADE). Especializado en temas de Política Económica, Macroeconomía, Economía de la Salud, Análisis sectorial de la Industria, Construcción y Mercado Inmobiliario.

- Desde 1991, docente en UADE. Las materias dictadas actualmente son Macroeconomía, Microeconomía, Microeconomía para Economistas e Indicadores Económicos y Cuentas Nacionales.

- Expositor en seminarios y conferencias en temas referidos a "Análisis de coyuntura", "Mercado Inmobiliario", "Industria de la Construcción" y "Panorama Económico Sectorial".

Fecha de la entrevista: 11 de agosto de 2008.

#### 1.- Qué datos referentes al Mercado Inmobiliario en la Ciudad de Buenos Aires, releva el Instituto de Economía de la UADE y qué informes emite.

Nuestra institución releva mensualmente, distintos datos referidos a la actividad de la construcción y el mercado inmobiliario, como ser: niveles de actividad, costos, precios de venta, alquileres, etc. Cada trimestre emitimos un informe en el cual se vuelcan los datos relevados, las perspectivas del sector, la evolución entre períodos. Ponemos a su disposición la totalidad de nuestros informes que le podrán ser útiles.

#### 2.- El Instituto de Economía de la UADE, en donde Ud. es investigador, utiliza Modelos de Evaluación de Riesgo en Real Estate ?

En una época hemos calculado los beta del CAPM para un inversor que compra un depto de dos ambientes para alquiler y reinvierte el flujo de fondos en plazo



fijo. Nos daba como resultado que era más rentable y menos riesgoso que el Merval.

**3.- Poseen datos acerca de la participación de extranjeros en el mercado argentino y sus orígenes ?**

No tenemos datos aunque de acuerdo a lo relevado por colegas, entendemos que está en el orden de un 30 %.

**4.- Influye el marketing de la oferta en la decisión de inversión ? De qué modo ?**

La construcción de un showroom con un departamento modelo es fundamental. Crea confianza en el desarrollador ya que muestra que ha invertido dinero en definir un compromiso de entrega mostrando los detalles a colocar: griferías, placares, muebles de cocina, etc.

**5.- Existe correlación entre el mercado argentino y otros mercados como el regional y el global ?**

En los 90 había más y las crisis arrastraron a todos. En esta década es menor aunque como se percibe que todos los países crecen en su PBI, también crece el mercado inmobiliario. La correlación es entre PBI y Real estate.

**6.-Cuál es la influencia de los intangibles en el precio ? Cómo puede evaluarse ?**

Debe analizarse mediante modelos hedonistas de valoración de precios. Existe bibliografía y papers. Se analiza el precio base en la ordenada al origen y se suman diferenciales por cada atributo.

**7.- Cómo observa al Mercado Inmobiliario de Alta Gama en comparación a otros activos financieros.**



En el primer semestre de 2008 el mercado inmobiliario recibe un impacto positivo por parte de la demanda derivado de la mayor liquidez monetaria, que a su vez se explica en la estacionalidad de los ingresos de divisas por exportaciones y la escasez de opciones financieras de inversión que contemplen atractivas combinaciones de riesgo y rentabilidad.

### **10.1.2.- Compañía Inmobiliaria Buenos Aires**

Persona Entrevistada: **Arq. Damián Tabakman**

Cargo: Director

Email: [dtabakman@fibertel.com.ar](mailto:dtabakman@fibertel.com.ar)

- Arquitecto, master en finanzas y consultor en negocios inmobiliarios. Ex. Gerente de negocios inmobiliarios del Banco Comafi y ex gerente de consultoría de RED Consulting and Management.
- Actualmente es Director de Pampa Holding. Coordinador de los posgrados de Real Estate de UTDT y Eseade y profesor invitado en real estate en Universidad de San Andrés.
- Coautor de los libros: “Emprendimientos Inmobiliarios Exitosos” y “Las Claves del Éxito en Negocios Inmobiliarios”.

Fecha de la entrevista: 08 de septiembre de 2008.

#### **1.-Cuál es su opinión acerca del resultado de Puerto Madero como receptor de inversiones en residencias de alta gama.**

Es una zona que ha demostrado ser exitosa en materia de real estate, se ha desarrollado muy velozmente. En Puerto Madero confluyó el plan del estado con las expectativas de los inversores privados que acompañaron. En otras zonas de la ciudad, el estado ha manifestado intenciones de desarrollo, pero los privados no han acompañado aún como en el caso de la Corporación Sur, en donde aún no se ven emprendimientos de relevancia. Puerto Madero se transformó en una marca registrada.

#### **2.- Cuáles son los modelos de evaluación de riesgo utilizados por los desarrolladores a la hora de evaluar un proyecto ?**



Al no financiar los proyectos mediante el mercado de capitales y utilizar casi un 60 - 70 % de fondos de terceros mediante la pre-venta de unidades, los desarrolladores no utilizan herramientas tales como el CAPM. En general se analiza el flujo de fondos y se analizan un par de escenarios, pero no mucho más que eso. Se utiliza mucho la intuición basada en la experiencia previa de los desarrolladores, sus profesionales o asesores.

### **3.- Cuál es la participación de extranjeros en el mercado local.**

Está en el orden del 50 %. En 2008 ha caído, dada la menor propensión a la inversión en real estate en general en el mundo. En general son inversores de Estados Unidos, España, Reino Unido, Brasil. Durante el período 2004-2007 se trabajó pensando en la exportación de viviendas y nos ha ido muy bien. En los Salones Inmobiliarios de Madrid, los desarrolladores locales pudieron encontrar mucho interés por parte de extranjeros en propiedades en Buenos Aires. Difícilmente vuelva a repetirse tanto interés, dado que luego de la crisis actual internacional, el Real Estate pasó de ser la niña bonita de las inversiones a ser mirada de otra manera menos interesante.

### **5.- Cómo influyen los intangibles en el precio de venta.**

Tienen un peso enorme. La gente valora mucho las marcas y los detalles de arquitectura. Hay emprendimientos como los de Faena que son muy buscados por el público más fashion. En este momento un grupo griego, denominado FSA está desarrollando en Puerto Madero un emprendimiento de muy alta categoría y espera vender en valores que superan los USD 7000 por metro cuadrado. Evidentemente los intangibles agregan mucho valor.

### **6.- Cuál es el peso del real estate dentro de la cartera de un inversor ?**

En Argentina es muy alto. No hay valores relevados, pero es muy importante la propensión a ahorrar en activos inmobiliarios. Nadie en nuestro país que ahorre



pensando en dejarle algo a sus hijos lo hace ahorrando en bancos, sin embargo se ahorra en bienes inmobiliarios.

**7.- Cuál es el tamaño del mercado de alta gama de viviendas nuevas ?**

Se agregan anualmente entre 4000 y 5000 unidades nuevas.

**8.- Cómo evalúa el desarrollo de los emprendimientos de este segmento en general ? Considera que han sido en su mayoría exitosos ? Cuáles considera han sido los mayores aciertos y desaciertos de los developers ?**

El principal logro es haber conseguido financiar esos mega proyectos sin crédito bancario. La principal falla es eso mismo: haber tenido que pre-vender barato lo cual finalmente atentó contra la rentabilidad en especial por la inflación actual. Por esta razón hay varios proyectos muy atractivos que no fueron rentables.

**9.- Qué aspectos relacionados con el producto considera han sido más relevantes en el éxito de los desarrollos inmobiliarios de mayor suceso ? (ubicación, amenities, estudio de arquitectura elegido, tipología arquitectónica, nombre/marca elegida, aspectos tácticos de marketing (showroom, página web, brochures, etc):**

Ubicación, tipología y aspectos tácticos de marketing, en ese orden.

**10.- Cuál es la influencia del marketing de la oferta de los desarrolladores sobre la decisión de inversión frente a la posibilidad de optar por otro tipo de activos fuera del real estate.**

Muy importante cuando el ciclo del mercado acompaña y está absorbente respecto del real estate. Cuando sucede lo contrario, el marketing es inútil.



**11.- Teniendo en cuenta los valores de los mercados internacionales de referencia, en qué valores podrá sostenerse el techo de los precios de este segmento en la Ciudad de Buenos Aires**

4.000 dls/m<sup>2</sup> promedio salvo excepciones que pueden llegar a 6.000 o más.

**12.- Qué zonas cree Ud. que tienen mayor potencial para desarrollarse como receptoras de inversiones en viviendas de alta gama ? O cree que se intensificará la inversión en zonas ya consolidadas ? La falta de terrenos, no hará que los altos precios de los pocos ofertados hagan inviables los desarrollos ?**

Para mí se intensificará la inversión en las zonas consolidadas. El segmento de lujo es chico por definición y no requiere grandes áreas, salvo excepciones como Puerto Madero. Pero allí ya se hizo mucho y hay que esperar que se desagote la oferta.

**13.- Cuáles son las estructuras de financiamiento más utilizadas por los desarrolladores de este segmento ? pre-venta, fideicomisos, fondos propios, créditos hipotecarios ? En qué proporción ?**

Nada de hipotecas, y en partes iguales todo lo demás.

### **10.1.3.- Faena Properties**

Dirección: Av. Juana Manso 1499 – Ciudad Autónoma de Buenos Aires

Teléfono: 4021-5555

Sitio web: [www.faenagroup.com](http://www.faenagroup.com)

Persona entrevistada: **Ing. Federico Colombo**

Cargo: Director de Desarrollos Inmobiliarios.

Email: [fvcolumbo@fibertel.com.ar](mailto:fvcolumbo@fibertel.com.ar)

- Ingeniero Civil UCA, Master en Dirección de Empresas, CEMA. Asesor en proyectos de Real Estate. Ex. Gerente de consultoría de RED Consulting and Management, Ex. Gerente de Real Estate para Latinoamérica de Ernst & Young.



- Actualmente Consultor independiente de importantes empresas nacionales e internacionales. Profesor de programas de posgrado Universidad de San Andrés y UTDT.
- Coautor del libro “Desarrollos Inmobiliarios exitosos”.

Fecha de la entrevista: 21 de noviembre de 2008.

### **1.- Cuáles son los riegos y la rentabilidad esperada por un inversor en el mercado de alta gama de residencias de la Ciudad de Buenos Aires.**

Los inversores y desarrolladores para participar de un nuevo emprendimiento están requiriendo en el orden del 25% en dólares de rendimiento de la inversión. Este rendimiento aumenta con el tamaño de la inversión. Por ejemplo, para un megaemprendimiento en Puerto Madero se requiere una rentabilidad superior dado que el monto a invertir es privativo de pocos inversores, por lo tanto la competencia es menor. Esa rentabilidad esperada da una noción del riesgo actual para ese tipo de emprendimientos. Al inversor que compra un departamento en el pozo, se le ofrece una rentabilidad mucho menor, del orden del 8 %. También se puede ver que el riesgo es menor en función de ese valor. En cuanto al riesgo en sí mismo, depende de variables tales como las características del proyecto y la capacidad del desarrollador. En caso de un proyecto bueno con un desarrollador bueno, el riesgo será bajo. De lo contrario puede ser muy alto y se puede llegar a perder mucho dinero. De todos modos cuando evaluamos proyectos, para nosotros la TIR es sólo un indicador más. A veces la TIR puede tender a infinito ya que muchos desarrollos son hechos con dinero de terceros, casi sin fondos propios debido a la pre-venta de unidades que adelanta flujos a las erogaciones del proyecto.

### **2.- Cuál es la estrategia de negocios del Faena Group.**

Faena comenzó en Buenos Aires con la intención de extenderse en todo el mundo. Esta es una ciudad con buenas condiciones para comenzar un negocio de esta magnitud. Alan tiene mucha imaginación y creatividad y está acompañado de inversores, multimillonarios norteamericanos Christopher y Robert Burch, Austin Hearst -heredero del imperio de medios Hearst Corporation- y Len



Blavatnik, ruso nacionalizado norteamericano que es accionista de la petrolera TNK-BP. que poseen enormes patrimonios y confían mucho en su visión para las inversiones inmobiliarias. El Grupo Faena vende “glamour”, “experiencias”, “sensaciones”. El público al que apunta no compra metros cuadrados, compra esto otro que es simbólico. Ha habido mucho público gay, entiendo que por la sofisticación del diseño de los emprendimientos. Los desarrolladores intentan captar el valor simbólico para el público buscando aspectos diferenciadores que permitan resultar atractivos para los consumidores de este segmento. Eso es lo que ha hecho, entre otros, Alan Faena.

**3.- Qué porcentaje del público es extranjero en estos megaemprendimientos ? De qué orígenes son ? Tiene Buenos Aires potencial como exportador de viviendas de alta gama ?**

En el caso de “El Porteño” ha llegado a un 30 %, en “La Porteña” no tanto, digamos 10 %. Los extranjeros provienen de España, México, Reino Unido y Estados Unidos mayoritariamente. No es tanto el público extranjero como se ha dicho, el caso del “El Porteño” debe ser el máximo, yo creo que debe andar en un 10 %. Pero creo que sí, que Buenos Aires puede posicionarse como exportador relevante de viviendas de alta gama.

**4.- Para el inversor que compra un departamento, cuáles son los factores que lo movilizan a tomar la decisión ?**

Yo creo que el factor más fuerte es la percepción de que va a valer más en el futuro es el motorizador más grande para el inversor para decidirse por una compra en este mercado.

**5.- A qué valores de venta se puede llegar agregando mucho intangible al producto en nuestra ciudad ?**

Es muy difícil decirlo. Creo que como mucho alguien podría llegar a pagar USD 8.000 por algo muy premium con muchísimo valor simbólico, pero es muy difícil



llegar a ese valor. Los edificios a restaurar tienen mucho valor, fijate lo que hace Restaura en España. Compra edificios con alto valor histórico, los restaura y recicla y vende los departamentos. La dificultad que tiene este negocio es que resulta difícil comprar los edificios porque tienen muchos dueños.

**6.- Cuál es el porcentaje de activos inmobiliarios residenciales que poseen los individuos de alta renta en nuestro país dentro de sus carteras ?**

No hay estadísticas, pero yo creo que es alto, que supera el 50 %.

**7.- Cuáles son las claves para el éxito de un desarrollador inmobiliario ?**

Las oportunidades están en los terrenos, en tener la visión para encontrar potencial en lugares que los demás no ven como buenas ubicaciones. En general, en los últimos años los mayores negocios los han hecho los dueños de los terrenos ya que desarrolladores amateurs han convalidado valores muy altos que los desarrolladores profesionales no pagarían.

**10.1.4.- RED Consulting and Management**

Dirección: Cerviño 4449 7º Piso – Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Teléfono: 4777-2100

Sitio Web: [www.redsa.com.ar](http://www.redsa.com.ar)

Persona entrevistada: **Ing. Daniel Rudolph**

Cargo: Gerente de Estructuración de Negocios

Email: [drudolph@redsa.com.ar](mailto:drudolph@redsa.com.ar)

- Ing. Civil Universidad Nacional de San Juan. Posgrado en Dirección de Empresas CEMA y Finanzas Universidad de San Andrés.
- Ex Gerente de Control de Gestión de ECIPSA. Director y miembro del Comité Ejecutivo de Pulte Homes.
- Actualmente Gerente de Estructuración de Negocios de RED Consulting and Management. Docente en UCA, Universidad de San Andrés y UTDT.
- Coautor del libro "Desarrollos Inmobiliarios Exitosos".

Fecha de la entrevista: 28 de noviembre de 2008.

**1.-Cuál es su visión acerca del mercado de alta gama de la Ciudad de Buenos Aires.**

Buenos Aires excede las pautas normales de cualquier mercado inmobiliario. Es la ciudad más rica de la Argentina, allí viven 4 millones de familias, contando el Gran Buenos Aires. En este caso buscamos al 2 % de esa cantidad con ingresos más altos. Los extranjeros representan un 20 %.

**2.- Como especialista en marketing de desarrollos inmobiliarios, qué puede decir acerca de los atributos del producto y su relación con el consumidor ?**

Yo soy profesor de Marketing Inmobiliario en el posgrado de la Universidad de San Andrés y lo que siempre le digo a mis alumnos es que la localización determina el producto factible. Lo único que no podemos cambiar de un producto inmobiliario es la ubicación. Es el atributo más importante y por eso en marketing inmobiliario se habla de las “3L”: “location, location, location”. No es lo mismo estar sobre Av. Del Libertador que a una cuadra de Av. Del Libertador. Qué es lo más importante de “Le Parc Figueroa Alcorta “ ? La localización. “Le Parc Figueroa Alcorta” es 90 % localización, está sobre la Av. Figueroa Alcorta !. Lo mismo para el edificio que hizo Constantini, “Grand Bourg”, es 80 % localización. El buen desarrollador trata de crear “locations” para agregarles valor, pero esto tiene un límite. La ubicación tiene que tener atributos como la cercanía a zonas importantes, la accesibilidad. El éxito de “Nordelta” tuvo que ver con esto, es la extensión lógica de la zonanorte costera de la Ciudad de Buenos Aires. Para crear “locations” donde no hay nada se requiere de un grado tal de inversión que se necesitan recursos que para los desarrolladores locales no están disponibles. La Av. Juan B. Justo, también entra dentro de esta lógica, tiene buena accesibilidad y está próximo a zonas importantes de la ciudad. Por eso los proyectos “Mirabilia” y “Quartier Boulevard” son correctos desde el punto de vista del marketing. El producto a desarrollar está estrechamente vinculado a la ubicación elegida. Por ejemplo, el edificio de oficinas ubicado en General Paz y Panamericana, es un edificio clase A y sus valores alquiler nunca superaron a los de clase B. Esto es porque se desarrolló el producto equivocado para la ubicación



elegida. Esto trae aparejada una mayor inversión innecesaria. Allí debió construirse una torre de oficinas clase B.

**3.- Dentro de esta idea de crear nuevas ubicaciones cómo vería Ud. al desarrollo de la costa del Riachuelo si hubiera una clara intención de limpiarlo.**

Bueno, no me cabe ninguna duda de que si el Riachuelo estuviera limpio, la zona de la Boca se desarrollaría como extensión de la zona costera, de Puerto Madero, lógicamente. Es una idea fuerte que requiere del rol del estado. Un anuncio de esas características, valoraría de inmediato esos terrenos.

**4.- Dentro de los consumidores de viviendas de alta gama, que porcentaje es conservador y qué porcentaje es más vanguardista.**

En general el público es conservador, más “Chateau” que “Faena”. Faena tiene mucho glamour. Él es su principal estrategia de marketing. Todo gira alrededor de él y su imagen.

**5.- En cuanto a las tendencias en materia de diseño de producto. Qué nos puede decir de los proyectos que está desarrollando Armani en Egipto o de la firma Restaura en España ? Puede ser una tendencia para nuestro mercado ?**

Lo de Armani es riesgoso, estas apuestas son riesgosas porque la gente compra este tipo de productos de manera racional. Si sale bien se puede ganar mucho dinero. De hecho, Faena hizo algo similar al vender diseño de Phillip Stark. En cuanto a lo de Restaura, si nos referimos a agregarle valor a edificios con alto patrimonio histórico, creo que puede andar, que tiene futuro en Buenos Aires.

**6.- Y la tecnología (inmótica, domótica, etc.) ?**

Creo que no le agrega mucho valor al producto.



---

## **7.- Cómo es el comportamiento del inversor de alto patrimonio en nuestro país respecto de los activos inmobiliarios ?**

Estos inversores en general poseen un 20 a un 30 % de sus activos en real estate, pero muy poco en residencias. Algunos hacen apuestas de riesgo: tenemos clientes en RED que compran terrenos para agregarles valor, se la juegan a comprar un terreno con alguna dificultad técnica o normativa a un precio que tiene incorporada esa circunstancia y luego si esa condición cambia, pueden multiplicar por 6 o por 7 ese valor en pocos años. Farallón hizo eso en “+5411”. No siempre un desarrollador compra un terreno, arma el proyecto y decide llegar hasta el final. En ese caso se vendió el proyecto antes de empezar la construcción porque estaba entre las posibilidades de antemano. Yo, conociéndolo a Gutiérrez, estoy seguro que desde un principio consideró esa posibilidad.

## **8.- Qué rol juega el “timing” respecto de las oportunidades de negocio en este mercado ?**

El “timing” es una de las claves. Es fundamental. Por ejemplo, hoy es el momento de esperar para los gastos y apurarse para los ingresos. Por qué ? Porque está terminado el ciclo. Si el desarrollador está en la fase del proyecto en la que está terminando, debería buscar la manera de apurarse a vender. Si se encuentra en las fases iniciales, debería tratar de esperar lo más que pueda para construir ya que lo más probable es que contrate más barato en el futuro. De todos modos un buen producto con una buena ubicación, un buen diseño y marca correcta, sobrevive a los ciclos del mercado.

## **9.- De los siguientes atributos correspondientes a los proyectos, por favor califique de 1 a 5 la importancia de cada uno que le da el consumidor final (1 bajo, 5 muy alto).**

Ubicación: 5, Vistas: 3, Altura: 4, Estilo arquitectónico: 3, Autor del proyecto: 4 (está relacionado con el concepto de marca), Tecnología: 2, Amenities: 3 (está



commoditizado, hay que tenerlo aunque después no se usa), Marca: 3, Areas Verdes: 2, Servicios (hotelería): No hay antecedentes, no puedo opinar, pero hay gente que no quiere pagar expensas más altas por servicios que no va a usar; Hall de entrada: 4, Detalles constructivos: 1 (los cambian una vez que compran), Altura piso-cielorraso: 4. “El Faro” tiene los atributos bien equilibrados, la altura de los departamentos resulta importante. En cambio las terminaciones, no se valoran. En “Renoir”, donde participé, se vendió toda la torre sin terminaciones, casi todos aceptaron. Luego los compradores vienen con su arquitecto y terminan baños y cocinas a su gusto. Los amenities tienen que estar, nadie los usa después pero todos quieren vivir en un lugar que los tenga y si el de la competencia ofrece piscina, hay que poner piscina. El estilo de vida del consumidor es lo importante. Es lo que diferencia al consumidor que compra en uno de estos emprendimientos del que compra en un country. Algunos quieren la vida suburbana y otros prefieren llevar un estilo de vida más urbano. La marca es importante porque implica quién está detrás y se relaciona con el riesgo al comprar en el pozo o durante la obra. El hecho de que detrás del emprendimiento esté un Khafif o un Constantini es una garantía. Un ejemplo que te puedo dar, para que tengas una idea, es el de “Ayres del Pilar”, un country que desarrollamos en RED y que fue muy exitoso. Hicimos un focus group para ver si poníamos campo de golf o no. Y finalmente no llevó campo de golf. La gente valoraba el tener el área verde, la vista al área verde, pero no quería pagar expensas para mantener un campo de golf.

#### 10.1.5.- G&D Developers Miami

Persona Entrevistada: **Arq. Fernando Levy Hara**

Cargo: Director

Email: [fernando@gddevelopers.com](mailto:fernando@gddevelopers.com)

- Arquitecto y desarrollador inmobiliario. Master en Economía Urbana. Co-fundador de G&D developers.

Fecha de la entrevista: 01 de diciembre de 2008



---

**1.- Cómo evalúa el desarrollo de los emprendimientos de este segmento en general ? Considera que han sido en su mayoría exitosos? Cuáles considera han sido los mayores aciertos y desaciertos de los developers ?**

Como siempre sucede en estos casos, los primeros developers que trajeron al mercado residencial este tipo de productos son los que ganaron más en esta etapa. En 2002, cuando el país estaba en el medio de la recesión, decidimos comprar el lote de las Bodegas Esmeralda en la Calle Guatemala, en donde se podía edificar una torre de 28 pisos con amenities. Muchos en ese momento nos trataron de locos, pero evaluamos que el mercado comenzaría a recuperarse en el término de un año, y que ese era el momento de comprar a buen precio una parcela tan grande en una ubicación buena. El proyecto fue altamente exitoso por dos motivos: pagamos la tierra barata, pudimos lanzar el emprendimiento cuando todavía no había competencia, y pudimos contratar la obra cuando los precios todavía no habían empezado a aumentar. Allí edificamos el “Edificio Esmeralda”, que va a ser el mejor negocio inmobiliario que le hayamos ofrecido alguna vez a nuestros inversores. Solo 14 meses después compramos una tierra similar en la calle Uriarte y Charcas, y pagamos un 70% mas! Sin embargo todavía los números tenían sentido, y ya habíamos probado el producto y sabíamos que había demanda suficiente para este tipo de productos. Ahí construimos “Palermo Uno”. El proyecto se está terminando en pocos meses, y el negocio será razonable, pero ya no será espectacular como el anterior. En 2006 la tierra ya había subido demasiado, los costos de la construcción se habían duplicado, y la oferta estaba empezando a exceder a la demanda. El único lugar en donde encontramos que tenía sentido desarrollar un proyecto de este tipo en Buenos Aires fue en Puerto Madero, en donde adquirimos una gran parcela del Dique 1 para desarrollar “+5411”, un proyecto de residencias, hotel y oficinas. Como ese sector de Puerto Madero estaba todavía sin desarrollar, tenía unos conflictos jurídicos y no tenía infraestructura, pudimos comprar la tierra a un buen precio. Desarrollamos un proyecto de gran calidad y pudimos vender 50% de las unidades antes de comenzar la obra. Lo comercializamos en gran medida en el exterior y vendimos muchas unidades en Madrid, Paris, Londres, etc. Cerramos



un acuerdo con Hilton para que la marca del hotel fuera Conrad Hilton. Sin embargo el alza desmedida en los costos de construcción quitó sentido al proyecto, que ni siquiera con los altos precios de venta de Puerto Madero. Con las preventas y los planos aprobados, lo vendimos hace unos pocos meses a otro grupo desarrollador que va a construirlo. Consideramos que era una oferta excelente, ya que nuestros inversores ganaron en dos años lo que les habíamos prometido que ganarían en cinco. Además, considerábamos que el mercado comenzaría a deteriorarse y que la demanda de viviendas de lujo caería abruptamente, cosa que sucedió muy poco después que concluimos la operación de venta. Actualmente no hay posibilidad de desarrollar este tipo de productos. Los costos de construcción y de tierra exceden el precio que el público está dispuesto a pagar (incluso en Puerto Madero). Considero que la oferta superó a la demanda, y es muy probable que el parate en las ventas produzca una caída de los precios de las propiedades durante el 2009. El segmento de viviendas de alta calidad no se ve afectado tan rápidamente porque está dirigido a un público de mayor poder adquisitivo, pero si se ve afectado por otros factores como la incertidumbre, y el temor del público a que los precios caigan. Nadie quiere comprar alto y que los precios caigan unos meses después. Esto tiene un efecto de paralización del mercado, y es lo que disparó la crisis inmobiliaria en USA. La gran diferencia con este mercado es que no dependemos del crédito, porque la gente compra cash. Pero esto es también una contra cuando los precios aumentan demasiado, porque disminuye la cantidad de gente con capacidad de ahorro para comprar cash propiedades de 300 mil dólares para arriba. Otro problema adicional en Argentina es el temor a la inflación. Si el público supone que el dólar se devaluará el próximo año (varias señales parecen mostrar ese camino), se paran las ventas, porque la devaluación siempre trae una baja de los precios en dólares de las propiedades.

**2.- Qué aspectos relacionados con el producto considera han sido más relevantes en el éxito de los desarrollos inmobiliarios de mayor suceso ? (ubicación, amenities, estudio de arquitectura elegido, tipología**



---

**arquitectónica, nombre/marca elegida, aspectos tácticos de marketing (showroom, página web, brochures, etc )**

El público estaba buscando propiedades en edificios modernos, aireados, con buena vista y luz, con lobbies amplios y modernos, servicio de seguridad, piscina, sauna, gimnasio, lounge, etc.

**3.- Cuál es la influencia del marketing de la oferta de los desarrolladores sobre la decisión de inversión frente a la posibilidad de optar por otro tipo de activos fuera del real estate.**

El marketing es importante para vender nuestro producto en lugar del proyecto de la competencia, pero no creo que convenga a un inversor de poner su dinero en real estate en lugar de invertir en la bolsa o comprar US Treasuries. Esa decisión la toma el inversor ANTES de decidir en que proyecto invierte.

**4.- Cuáles son las estructuras de financiamiento más utilizadas por los desarrolladores de este segmento ? pre-venta, fideicomisos, fondos propios, créditos hipotecarios ? En qué proporción ?**

Fue cambiando. Mientras los costos estuvieron estables, nos financiamos con preventas, los compradores pagaban las unidades en cuotas fijas que servían para suplir la falta de crédito bancario. Siempre hace falta un 20% de fondos propios para la compra de la tierra y el pre-desarrollo. Esto lo hicimos a través de sociedades de responsabilidad limitada en el pasado, y a través de fideicomisos los últimos dos años. Actualmente ya no se puede vender con precio cerrado porque los costos no son estables, por lo cual están surgiendo los proyectos de venta al costo. Como expliqué antes, la percepción de riesgo del comprador dictará cuanta gente compre con esa modalidad.

**5.- Cuáles son las causas que desplazaron parte de la oferta hacia la Av. Juan B. Justo ? Son exitosos los emprendimientos Quartier y Mirabilia en esa zona en cuanto a la absorción por parte de la demanda y los precios**



---

**pagados frente a los esperados ? El costo pagado por esos terrenos fue razonable con respecto al riesgo de entrar en una zona nueva ?**

Si, fue la misma razón por la cual compramos en Guatemala cuando nadie apostaba por esa área. Ningún negocio es bueno si se compra la tierra a mayor precio del que vale, y eso siempre pasa en los barrios que ya están muy consolidados. Obviamente comprar en zonas aun no desarrolladas es más riesgoso, y hay que saber leer bien el potencial de desarrollo de esa zona.

**6.- En el hipotético caso de que se pudiera limpiar el Riachuelo y el mismo se transforme en un río completamente sano desde el punto de vista ambiental, cree Ud. que la ribera puede desarrollarse a niveles como los que pueden verse en Puerto Madero ? Podría Puerto Madero extenderse hacia allí en forma continua en caso de que el río fuese navegable y se puedan instalar marinas, clubes, restaurantes, etc. ?**

Si, pero no solo debe sanearse las aguas, sino que también deben mejorar la infraestructura, iluminación, seguridad, etc. Esta área se percibe más riesgosa que otras zonas de la ciudad, sobre todo de noche.

**7.- Qué rango de rentabilidades han obtenido los proyectos de alta gama en el período 2003-2008 ? Satisficieron a los inversores ? Fueron esas rentabilidades compatibles con los riesgos asumidos ?**

Una máxima de este oficio es que los inversores nunca demuestran estar satisfechos, y siempre piensan que deberían haber ganado mas.

#### **10.1.6.- Taurus Americas Real Estate Investments**

Teléfono: 4803-5315

Sitio web: [www.taurusamericas.com](http://www.taurusamericas.com)

Persona entrevistada: **Ramiro Juliá**

Cargo: Presidente



- Director del Comité Ejecutivo Parque Austral, Científico, Tecnológico y Empresarial. "Managing Partner" y Presidente de Taurus de Argentina S.A.

- Ha desarrollado y administrado empresas inmobiliarias en Estados Unidos y América Latina. Co-fundó y presidió ULI South America, capítulo del Urban Land Institute en el cono sur.

- Es graduado del Master en Desarrollo Inmobiliario del Massachusetts Institute of Technology (MIT) y del Master en Dirección de Empresas Constructoras e Inmobiliarias de la Universidad Católica Argentina. Cursó estudios en la Facultad de Derecho de la Universidad de Buenos Aires donde obtuvo el título de Abogado con especialización en derecho empresarial. Actualmente se desempeña como miembro del International Task Force del Center for Real Estate del MIT.

Email: [rjulia@taurusamericas.com](mailto:rjulia@taurusamericas.com)

Fecha de la entrevista: 25 de noviembre de 2008

**1.- En un trabajo suyo, Ud. estudia las inversiones de los HNWI's en Estados Unidos de acuerdo a una encuesta de la Reserva Federal. Allí se analiza el contenido de inversiones en Real Estate dentro de los portfolios. Cuál cree Ud. que es la situación en Argentina ? Cuál es la proporción de real estate en los portfolios de los HNWI ? Cuánto de vivienda de alta gama ?**

No existe información estadística en Argentina, según mi conocimiento.

**2.- Qué rentabilidad requiere un inversor para invertir en un desarrollo de viviendas de alta gama en Buenos Aires ? Cree que es adecuado respecto al riesgo en el cual se incurre ?**

En el escenario actual entre un 30% y 40% anual. Se trata de un negocio considerado de alto riesgo.

**3.- Qué condiciones debieran darse para que en Argentina se desarrolle un mercado de inversión indirecta en Real Estate al estilo de los REIT's norteamericanos.**

a) Modificación de la ley de alquileres para facilitar contratos de largo plazo sin cláusula de salida en favor de quien debe pagar. b) régimen impositivo que



garantice el no pago de impuestos por parte del vehículo (REIT), c) sistema dinámico (no el actual de encajes y restricciones) para el ingreso de capitales y pago de dividendos.

**4.- Para una cartera diversificada de activos financieros superior a USD 1.000.000, cómo cree Ud. que incide en el riesgo de la misma la inclusión de activos de real estate como ser : Una propiedad nueva en Puerto Madero, Recoleta o zona similar, Acciones de una desarrolladora como ser IRSA o Consultatio.**

Si a una cartera diversificada se le agrega una propiedad en Puerto Madero, se incrementa el riesgo, en Recoleta el efecto es Neutro. En el caso de las acciones aumenta el riesgo.

#### **10.1.7.- Cdi Consult**

Teléfono: 4504-7874

Sitio web: [www.cdiconsult.com.ar](http://www.cdiconsult.com.ar)

Persona entrevistada: **Dr. Juan Carlos Franceschini**

Cargo: Presidente

Email: [cdi@cdiconsult.com.ar](mailto:cdi@cdiconsult.com.ar)

- Abogado, graduado del Master en Dirección de Empresas Constructoras e Inmobiliarias de la Universidad Politécnica de Madrid-Universidad Católica Argentina.
- Autor del libro "El Mercado Inmobiliario y la Preparación de Proyectos".
- Actualmente es Director del Master en Dirección de Empresas Constructoras e Inmobiliarias de la Universidad Politécnica de Madrid en Argentina, dictado en la Cámara Inmobiliaria Argentina.

Fecha de la entrevista: 03 de diciembre de 2008.

**1.- Para el segmento ABC1 de viviendas, cree Ud. que los desarrolladores seguirán trabajando en las zonas consolidadas o buscarán nuevas zonas para el futuro ?**

Deben buscar nuevas zonas ya que en las consolidadas no hay más terrenos. En Recoleta tiene que comprar PHs a varias familias para demoler y no es fácil.



Además se han convalidado precios de terrenos altísimos en Palermo, Belgrano, Recoleta y Barrio Norte que hacen que sea inviable hacer un negocio rentable en esas zonas. Desde luego que si se consigue un terreno a buen precio en las zonas ya consolidadas, la ubicación para un emprendimiento es clave.

## **2.- Respecto de estas nuevas zonas, cuáles cree Ud. que tienen potencial ?**

Al proyecto de Las Arenas no lo veo atractivo ya que hay mucho tránsito de camiones y está la Villa 31 muy cerca. Debiera hacerse una gran inversión en infraestructura para que los camiones no pasen por allí y la Villa es un tema difícil. “Santa María del Puerto”, el proyecto de IRSA, es una posibilidad muy buena, pero es de un solo dueño. La Isla de Marchi no me parece una continuación razonable de Puerto Madero. Puerto Madero termina en el Casino. En cuanto a San Telmo, creo que los emprendimientos que se están realizando por parte de los desarrolladores importantes como Fernández Prieto, Argencons y Dypsa no son del mismo tipo que los de Puerto Madero, van a otro público. San Telmo no es para público AB. Las nuevas zonas tendrán que estar vinculadas al tradicional eje norte.

## **3.- Qué características de producto buscan los clientes y qué proyectos han tenido éxito en esa interpretación ?**

En Puerto Madero se valora la seguridad, fíjese que no hay ningún caso de inseguridad en Puerto Madero. Luego las vistas son muy importantes por eso prosperaron las torres. Los terrenos a buscar para este público tienen que tener vistas. Vea Ud. el proyecto “Palermo Uno” de G&D en Uriarte 2345. Está en Palermo y permite tener vista al Río de la Plata. En cambio a mi entender las “Torres Chateau”, ambas, están mal implantadas. Yo creo que eso se traduce en ventas más lentas. No es el producto a implantar en esos terrenos.

## **4.- Cómo ve el futuro de la restauración de propiedades con alto valor patrimonial para el desarrollo de viviendas para este segmento ?**



Depende mucho de la zona. Usted no puede reciclar un edificio en Barracas y venderlo a precio de Puerto Madero. Es una posibilidad buena, pero dependerá de cada caso.

### **5.- Cómo ve el posicionamiento y el potencial de la Ciudad de Buenos Aires como captador de inversores extranjeros en este mercado ?**

El posicionamiento de Buenos Aires es muy bueno. Hay extranjeros enamorados de Buenos Aires que vienen y compran propiedades. También argentinos que viven en el exterior. Pero representan un porcentaje bajo del total, la mayoría de los compradores son argentinos.

### **10.1.8.- Ernst & Young Real Estate Group – Latinoamérica.**

Dirección: 25 de Mayo 487 – Ciudad Autónoma de Buenos Aires

Teléfono: 4318-1600

Sitio Web: [www.ey.com](http://www.ey.com)

Persona entrevistada: **Lic. Miguel Pato**

Cargo: Director

Email: [miguel.pato@ar.ey.com](mailto:miguel.pato@ar.ey.com)

Fecha de la entrevista: 03 de diciembre de 2008

### **1.- En una conferencia este año Ud. planteó que Buenos Aires puede vender 5.000 viviendas al año a no residentes. En qué se basa su conclusión ?**

Bueno, hay una presentación mía en la que muestro el análisis. Yo creo que Buenos Aires puede postular a vender 5.000 viviendas/año a no residentes. No uso el término exportación de viviendas. Ese concepto lo inventó Issel Kiperszmidt, presidente de Dypsa y yo no lo comparto, prefiero decir ventas a no residentes. Existe un mercado mundial vacacional liderado por España y Francia con un 50 % del total. Estados Unidos está despertando. La gente de India, gran mercado, va a los Emiratos Arabes Unidos, a Dubai por ejemplo, de vacaciones. La gente compra propiedades para usarlas, para diversificar su cartera de propiedades o



para alternar residencia, ya sea por clima o por presupuesto como ocurre con los norteamericanos ricos de edad avanzada que vana Boquete en Panamá o a Chiriquí en Costa Rica para vivir más barato y con mejor clima una parte del año. El mercado brasileño no está explotado, no hay gran cantidad de brasileños con residencias en Buenos Aires. En nuestro país se pueden vender como centros urbanos primero Buenos Aires, luego Mendoza, la zona de Villa La Angostura y la Pampa Húmeda. Nosotros estamos asesorando a ciudades como Neuquén y Santa Fe para avanzar en esta dirección, crear nuevas zonas, lo que se conoce como refuncionalización urbana, para mejorar el atractivo de terrenos para el desarrollo inmobiliario. Todavía lamentablemente no se clonó el concepto de Puerto Madero que fue una idea brillante. Allí participa el estado nacional y el municipio, se hizo un masterplan y se van licitando los terrenos para hacer determinados proyectos. Salió muy bien y debiera repetirse.

### **3.- Qué desarrollos y desarrolladores han sido exitosos y cuáles no.**

Dentro del segmento ABC1 yo armé en 1995 el Plan de Negocios para Pulte en Argentina. Finalmente no anduvo ya que los costos eran mayores que los precios de venta. En cambio gente como Khafif o Perelmuter son exitosos porque saben leer lo que la gente busca. En “Le Parc Puerto Madero”, Khafaif les ofreció a sus inversores pagar USD/m<sup>2</sup> 1050 y al año y medio estaban revendiendo a USD/m<sup>2</sup> 2000. Les hizo ganar mucho dinero, entonces la gente lo acompaña en sus emprendimientos.

### **4.- En uno de sus trabajos Ud. detalla que hay en nuestro país 500.000 familias que son un potencial mercado, cómo justifica esa afirmación ?**

Eso lo tengo muy estudiado. Hay 500.000 familias que están ligadas a actividades que haya el escenario económico que haya, siempre vana estar muy bien. Tienen inversiones en propiedades, campos, industrias que sustituyen importaciones, comerciantes y profesionales ligados a ellos. Este mercado está desatendido, se construye poco y la mitad de esa gente se quedó con USD ya que no le han ofrecido productos atractivos en donde invertir ese dinero.

## 5.- Qué zonas o políticas urbanas cree Ud. que tienen potencial para desarrollar más este sector ?

La continuidad de Puerto Madero hacia el sur por la ribera, tiene un potencial enorme, ya sea la Isla de Marchi o las márgenes del Riachuelo si se limpia. Ese proyecto de saneamiento del Riachuelo se paga solo con la revalorización de los terrenos. Roberto Converti tiene trabajos hechos al respecto. La zona desde el Puente La Noria hasta la Vuelta de Rocha nos permitiría llevar gente de Capital y de la zona sur del GBA que quieran mejorar su calidad de vida viviendo en la margen de un río saneado como el Támesis en Londres. La zona de las Areneras también tiene potencial, pero no con el proyecto que se presentó en 2005 por parte de un grupo inversor. Hay que mirar el proyecto de Roberto Converti, “Buenos Aires y el Río” que propone desarrollar toda la traza desde Puente la Noria hasta Lugones con General Paz. Las mejores jugadas tienen que ver con la refuncionalización de zonas. Nosotros hemos asesorado a IRSA en este tema. Cuando Pérez Companc hizo el Alto Palermo Shopping, esa zona no tenía gran valor. Al hacer el centro comercial, los terrenos se revalorizan y muchos pueden hacer negocios. En cambio en el Abasto no funcionó porque IRSA las quiso todas. Hay que juntarse con la competencia y decir “muchacos, nosotros competimos en esta zona, vayamos a transformar aquella otra zona y ganamos todos allá”. Es necesario que mucha gente codiciosa pueda converger en el negocio para que funcione. La mudanza de ATC o el Aeroparque parcialmente pueden ir en esta dirección también. ATC puede funcionar tranquilamente en Lugano o Soldati y generar allí un polo. Se pueden mudar edificios públicos.

### 10.1.9.- Oficina Urbana S.A.

Dirección: Moreno 957, Piso 10, Oficina 4 – Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Teléfono: 4343-2132

Sitio Web: [www.oficinaurbana.com.ar](http://www.oficinaurbana.com.ar)

Persona entrevistada: **Arq. Roberto Converti**

Cargo: Director



- Dedicó su especialización profesional a la planificación de proyectos estratégicos en Ciudades, con preferencia en áreas portuarias y frentes costeros, a través del diseño del nuevo orden urbano y el correspondiente modelo de gestión, posibilitando la participación conjunta, de sectores públicos y privados.
- Integra el Comité de Expertos de la Asociación Internacional de Ciudades y Puertos / AIVP.
- Profesor invitado de la Maestría del Postgrado en Gestión Estratégica de Diseño. FADU / UBA. Actual Director de dos importantes proyectos de frentes costeros y portuarios en Ciudades de la Argentina, Neuquén y Santa Fe. Es Coordinador del Proyecto Común de buenas prácticas para la transformación y el desarrollo de Ciudades Portuarias en América Latina y Europa, producido por el Programa URB-al de la Comunidad Europea y la Asociación Internacional de Ciudades y Puertos – AIVP, con la participación asociada de las ciudades de Marsella - Bilbao - Rosario Valparaíso y Montevideo.
- En los años 1996 al 2000, fue subsecretario de Planeamiento Urbano de la Ciudad de Buenos Aires y en el período 2000 al 2002, fue Director y Presidente de la Corporación Puerto Madero S. A.

Fecha de la entrevista: 11 de diciembre de 2008.

**1.- Usted presidió la Corporación Antiguo Puerto Madero, ente estatal a cargo del desarrollo de Puerto Madero. En qué consistió el Masterplan del estado ?**

Se pensó Puerto Madero como polo para la atracción de inversiones. A diferencia de lo que ocurre en Palermo, donde se destruye patrimonio urbano sin planificación. El valor que se genera al refuncionalizar un área es mucho mayor que al construir en zonas ya consolidadas. Puerto Madero tiene muchas virtudes como ser la gestión de la CAPM. No hubo inversión pública, hubo Management público. Por Decreto del Poder Ejecutivo Nacional 1279/1989 se crea la Corporación Antiguo Puerto Madero S.A. a partir del convenio firmado entre el Ministerio de Obras y Servicios Públicos de la Nación y la Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires, mediante el cual se transfirieron a la Corporación el dominio del área y se le otorgó el poder para llevar adelante la urbanización del sector denominado Antiguo Puerto Madero. Específicamente, la confección de un Plan Maestro de Desarrollo Urbano, el estudio de la infraestructura urbana a incorporar, la promoción de inversiones en el área, la actividad inmobiliaria y la construcción de obras nuevas y/o remodelaciones de la zona de las obras



necesarias para convertirla en un polo de desarrollo urbano basado en inversión privada, con participación de capitales nacionales y extranjeros, como asimismo la venta y/o locación de tierras pertenecientes al área en cuestión. Asimismo se debía contemplar la construcción de la Estación Fluvial de Pasajeros en el llamado Dique Norte N 4. El capital social suscripto inicialmente por el Estado Nacional y la Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires fue suscripto en iguales proporciones, es decir 50% cada parte, procediéndose a realizar valuación de los aportes efectuados por cada una de ellas. El Estado Nacional aportó los siguientes valores: Canales de acceso, diques y dársenas, Muelles, Edificios, Depósitos para almacenaje y Terrenos. La entonces Municipalidad de Buenos Aires aportó: Patrimonio de Autopistas Urbanas, Plan Regulador, Proyecto de Urbanización, Mensuras y relevamientos, Anteproyecto de obra de infraestructura. Por Ordenanza 44495/1991 la Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires afecta el distrito de urbanización U32 "Area de Protección Patrimonial Antiguo Puerto Madero" a los términos que determinan los arts. 5.1.1. y 5.4.6. del Código de Planeamiento Urbano, instruyendo a los representantes del Directorio de la Corporación para que instrumenten un llamado a concurso de ideas para el desarrollo urbano a realizarse en el polígono determinado. Los accionistas de la Corporación de Puerto Madero, que tiene capacidad jurídica como cualquier sociedad comercial, son el Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires y el Estado Nacional, quienes designan los seis miembros de su directorio. Lo novedoso es que este tipo de figura permitió vencer dificultades jurídicas institucionales generadas en el pasado por la superposición de competencias entre organismos. Su patrimonio es explotado para obtener recursos operativos, ya que no tiene partida presupuestaria por parte del Estado y el Gobierno de La Ciudad. Cabe destacar, que la transformación de Puerto Madero partió de la iniciativa pública pero contó con el aporte casi excluyente de la inversión privada. Fue una experiencia interesante que se podría haber repetido en otras zonas. Los valores de terreno para las licitaciones eran valores de mercado. La tierra fue adquiriendo un valor a medida que fue creciendo también la marca Puerto Madero. Otra de las características es que no se compra tierra para especular ya que hay multas por no desarrollar. El que llega primero paga menos por el terreno, ese es el



emprendedor, el que arriesga. Por ejemplo Moisés Khafif estaba en contra de Puerto Madero al principio, luego fue un gran jugador en la zona con las tres torres “Le Parc” y ahora con las oficinas que se construyen en dique 4, “Madero Office”.

## **2.- En qué consiste la refuncionalización de un área y qué valor aporta a los desarrolladores y a la comunidad en general.**

La refuncionalización urbana es un proceso mediante el cual, la acción coordinada del estado permite generar las condiciones ordenadamente para que los privados puedan invertir en desarrollos inmobiliarios en una zona, agregando valor. Es un proceso en el que todos ganan: gana el desarrollador porque puede realizar un emprendimiento en un terreno que antes no estaba disponible para él, gana el estado porque se crean mejores condiciones de habitabilidad en una zona, se generan puestos de trabajo, se cobran impuestos y se genera turismo. En el caso de Puerto Madero se generaron nuevas áreas verdes para la comunidad, además.

## **3.- Cómo fue el proceso de generación de la idea de Puerto Madero ?**

La idea surge en 1989 durante la gestión del expresidentes Menem y del ex intendente Carlos Grosso. Ellos fueron los que tuvieron la idea basados en lo que se vio en Barcelona con la refuncionalización de la zona de la Villa Olímpica. Para la generación del plan maestro, vino gente de Barcelona para asesorar a la CAPM. Hoy en día Puerto Madero es un ejemplo en todo el mundo donde nos reconocen por el logro.

## **4.- Cuál es el proceso para idear planes maestros de refuncionalización urbana ?**

El proceso de refuncionalización urbana no debe pedir permiso. Nunca lo hace en ningún lugar del mundo. Siempre se instala la opinión de deslegitimación. Muchas veces se alzan en contra de la generación de negocios. La gente debe



comprender que el espacio público degradado devalúa el espacio privado, es así como la idea de refuncionalizar un área surge con la idea de mejorar el espacio público para que se agregue valor a la inversión privada.

#### **5.- Qué puntos negativos se ven en el proceso de Puerto Madero ?**

Puerto Madero es un “cluster” y debería haberse trabajado en todo Buenos Aires en su conjunto, como el caso de Bilbao u otras ciudades en el mundo. Se habla de Puerto Madero como área refuncionalizada, no la Ciudad de Buenos Aires.

#### **6.- Qué otras zonas ve Ud. con potencial para el futuro ?**

Me parece buena la idea de refuncionalización de Pompeya y Parque Patricios que está llevando el gobierno de la CABA. Otro plan importante es el del corredor verde del Oeste que sigue la traza del FFCC Sarmiento y que habilita espacios públicos para agregarle valor.

#### **7.- Qué opina de zonas como la de Las Areneras o la Isla de Marochi ?**

Son zonas que desde luego tienen potencial, pero debe trabajarse bastante en gestiones previas antes de que puedan verse realidades allí.

#### **10.1.10.- G&D Developers Argentina**

Dirección: Humboldt 2495 7º A – Ciudad Autónoma de Buenos Aires

Teléfono: 4777-7003

Sitio Web: [www.gddevelopers.com](http://www.gddevelopers.com)

Persona entrevistada: **Arq. Daniel Mintzer**

Cargo: Director

- Arquitecto de la Universidad de Buenos Aires. Obtuvo el Master en Dirección de Empresas Constructoras e Inmobiliarias en la Universidad Católica Argentina (Politécnico de Madrid) en 2000.

Email: [daniel@gydarquitectura.com](mailto:daniel@gydarquitectura.com)

Fecha de la entrevista: 18 de febrero de 2009

**1.- De qué manera identifican las necesidades insatisfechas del mercado ?,  
Cómo arman el mix de tipologías para un proyecto ? De qué modo definen  
qué amenities incluir ?**

Nuestra empresa, siempre tiene proyectos en marcha, alguno terminándose, otro por la mitad, alguno por empezar y otros en etapa de proyecto. Al estar en marcha, tenemos el contacto directo con los usuarios a través de nuestro “sales-center”, lo cual nos garantiza la opinión de 10 a 15 usuarios directos por semana. De este modo sabemos si estamos en precio, si la cantidad de ambientes es la deseada, si gusta o no el proyecto. En cuanto a los amenities, están commoditizados. Tenés que tenerlos porque te los piden. Hay edificios muy modernos, desarrollados en los 90, sin amenities y sus precios actuales son más bajos que las torres con amenities. El público quiere que su inversión esté hecha en un edificio con amenities por resguardo de valor independientemente de si se usan o no posteriormente.

**2.- Qué aspectos del producto son más valorados por los consumidores ?**

La definición hoy en día debe ser en torre. Si bien es más caro, el público paga más por una torre que por un edificio entre medianeras. El Hall de entrada es muy importante también. Debe tener triple altura y ser de categoría. Con respecto al autor del proyecto, nosotros no creemos que sea muy valorado. Hemos cambiado de arquitectos constantemente y hemos tenido aceptación independientemente de ese aspecto. La marca es muy valorada. Nosotros somos medio malos con el manejo de nuestra marca: vamos cambiando de nombre, de estilo, constantemente y entonces no hay una impronta G&D, pero sí respetan nuestra trayectoria y nos acompañan los inversores y clientes. Las marcas son importantes y en este mercado muestran quién está detrás. Creo que el ranking lo lidera “Le Parc”, luego “Quatier” y un poco más atrás están “Château”, “Renoir”, luego “Fernández Prieto”. En cuanto a tendencias para el producto se vienen la



domótica y la sustentabilidad ecológica. Pero ambos aspectos se commoditizarán rápidamente, sólo se beneficiarán por la innovación los primeros en aplicar las tecnologías, luego los copiarán los demás.

**3.- Qué porcentaje de los compradores son inversores y cuántos son usuarios finales ?**

Inversores son todos, ya que la totalidad se fija en la inversión que va a hacer que en muchos casos es la más importante de su vida. Es una inversión muy racional, conservadora. El usuario final representa, en nuestro caso, un 50 % de los compradores.

**4.- Qué cantidad de compradores proviene del exterior ? Qué valoran respecto de los locales ?**

Hemos llegado a tener hasta un 20 % de extranjeros. Son un muy buen comprador, no entienden mucho, no se hacen tanto problema, no saben bien lo que firman porque no es su idioma. Quiere que le entregues el departamento y listo. Suele comprar para segunda vivienda, aunque no es negocio. Vienen unos días al año, se quedan en su casa cuando podrían ir a un hotel. En Punta del Este ocurre lo mismo, es más barato ir de vacaciones a un hotel, pero la gente prefiere tener su casa propia.

**5.- En cuanto a la estrategia de ventas, eligen la venta propia o tercerizada ?**

Nosotros tenemos nuestra propia fuerza de ventas. Es fundamental para nosotros. Los clientes son nuestros. Si yo le doy la comercialización a Tizado, el cliente es de Tizado. Nuestros vendedores conocen el proyecto mejor que nadie, mientras que una inmobiliaria tiene muchos productos y no sabe bien qué ofrece. Algunos desarrolladores eligen tercerizar en los casos en que viene una inmobiliaria con un terreno y quiere ser parte del negocio o le trae a los inversores.



**6.- Los precios pagados por los terrenos en los últimos años, muestran incidencias muy altas y crecientes. Cree que se resigna rentabilidad hacia el dueño del terreno ?**

Totalmente, se pagó de más en los últimos años. Por ejemplo, en “Le Parc Figueroa Alcorta”, Khafif pagó el terreno contra el 40 % de los metros cuadrados vendibles. Es una barbaridad. Y no va a obtener el costo de reposición. Pero se desarrolla igual, porque nosotros los desarrolladores no lo hacemos sólo por el dinero, queremos trascender también y a veces hacemos cosas que nos gustan por más que no sean el negocio más rentable.

**7.- Cómo financia G&D sus proyectos?**

A partir de ahora, no lo sé. Hasta ahora, armamos un grupo para la compra del terreno mediante un fideicomiso, pre-vendemos para apalancar el proyecto y nada más.

**8.- Qué opina de la creación de nuevas zonas para desarrollo en vez de seguir trabajando en Palermo pagando terrenos tan caros ?**

El pionero no es el que gana plata. El público es muy racional y conservador porque está comprando su casa. Nosotros fuimos pioneros en muchos casos y nos gusta. Ganamos premios a la innovación y a la creatividad, pero no ganamos dinero. Igual eso nos divierte, nos motiva y nos gusta. Lo hemos hecho en Neuquén, por ejemplo. Uno es el pionero y luego vienen los demás detrás y son los que ganan dinero.

**10.1.11.- Consultora Reporte Inmobiliario Economía y Real Estate**

Dirección: Paraná 580 – PB Oficina 3 – Ciudad Autónoma de Buenos Aires

Teléfono: 4372 – 9813

Sitio Web: [www.reporteinmobiliario.com](http://www.reporteinmobiliario.com)

Persona entrevistada: Arq. Germán Gómez Picasso

Cargo: Director



Email: [gergomezpicasso@reporteinmobiliario.com](mailto:gergomezpicasso@reporteinmobiliario.com)

- Arquitecto (UM), Master en Dirección de Empresas Constructoras e Inmobiliarias (Univ. Politécnica de Madrid). Especialista en valuación de inmuebles.

- Co-fundador de los sitios especializados ReporteInmobiliario.com y RealEstateandEconomy.com; actualmente se encuentra estudiando las variables económicas que impactan en el negocio inmobiliario a nivel global. Miembro activo del IAT (Inst. Argentino de Tasaciones), profesor en la Universidad Tecnológica Nacional, ADEN (Alta Dirección Business School), coordinador del Programa Ejecutivo en Valuación de Activos Inmobiliarios de la Universidad de Palermo y profesor invitado para el programa en desarrollos inmobiliarios de la Universidad de San Andrés.

- Co-autor del libro "Tasaciones: El Valor de Mercado", autor de papers publicados en The Journal of American Academy of Business de Cambridge y en Real Estate Issues de EEUU.

Fecha de la entrevista: 24 de abril de 2009

### **1.-Cuál es la dinámica del mercado de residencias de alta gama en la Ciudad de Buenos Aires respecto de otros segmentos.**

Respecto al boom del período 2003-2008, se habla del "Caso argentino" como el vuelco masivo de los inversores hacia el real estate luego de la crisis del 2001, en donde los bancos fueron reemplazados por los desarrolladores inmobiliarios quienes fueron vistos como más confiables para canalizar capitales a un negocio rentable. Creo que cuando finalice esta crisis en otros países se va a replicar esta experiencia. Al haber caído el mercado financiero y la gente perder esperanza en los bancos, se volcarán hacia el mercado inmobiliario ya que verán que sus inversiones son tangibles. Otra particularidad que tiene nuestro mercado es la alta informalidad. Hay mucha plata negra volcada al sector. Los desarrolladores nos comentan que en los últimos meses, no han obtenido consultas respecto al plan del gobierno para el blanqueo de capitales mediante la compra de viviendas. Pongo a tu disposición toda la información respecto a relevamientos de emprendimientos, precios y otros documentos que hemos generado en nuestra consultora Reporte Inmobiliario Economía y Real Estate.

### **2.- Por qué cree Ud. que la tipología más utilizada en residencias de alta gama es la torre con amenities.**

Existen varios factores. Por un lado, la construcción en torre mejora la posibilidad de ofrecer buenas vistas a todos los clientes. Las vistas son un atributo de muy alta ponderación a la hora de tasar una propiedad. Por otro lado mejora las ventilaciones y no hay que olvidar el factor seguridad que es una preocupación muy alta en este segmento. Al construir una torre alejada de la calle hay menos posibilidades de que se meta un extraño en un departamento. En cuanto a los amenities, hemos hecho una encuesta hace poco entre 548 potenciales compradores, la cual pongo a tu disposición, en donde ponderaron a la piscina y al gimnasio como los principales atributos necesarios de un edificio con amenities. Para incluir una piscina, lo mejor es tener la tipología en torre, de modo de poder aprovechar la planta baja y tener espacios verdes alrededor. Como ha dicho el arquitecto Solsona, las torres son más ecológicas porque dejan suelo libre sin construir permitiendo el contacto de la tierra con el aire.

### **3.- La inclusión de amenities influye en la futura revalorización de la propiedad ? Cómo interpreta esto el público ?**

Bueno, otra de las cosas que pueden observarse de nuestra encuesta es que la gente no compra pensando en la futura revalorización. Hay otros cuatro factores que se ponderan mejor que ese. Los amenities agregan valor y suman en el precio de un departamento. Por otra parte hay mucha gente que los utiliza como espacios de socialización. La piscina es muy utilizada por los chicos, por ejemplo.

### **4.- Cuáles considera Ud. que son marcas exitosas dentro del sector de desarrolladores ?**

A mi entender, considero que “Faena” es la marca más exitosa. Alan Faena ha logrado convertir su propia imagen personal en una marca. Tiene una personalidad que ha transformado en un factor diferencial. Cuando en cualquier reunión están todos los desarrolladores sentados en una mesa vestidos de forma convencional y bebiendo agua de un vaso, Faena viene con su sombrero de cowboy blanco y bebe agua de la botella. La gente le compra a él porque ha creado una mística tras su nombre. Es una persona que viene del mercado textil,



fabricaba ropa, pero siempre quiso entrar al mercado inmobiliario. Tuvo una visión que fue acompañada por inversores y fue exitoso. Otras marcas, como “Le Parc” o “Quartier” son exitosas porque detrás de ellas están personas como Khafif o Camps con décadas de trayectoria haciendo las cosas bien en cuanto a calidad y plazos de entrega.

**5.- Cómo se elecciona el mix de tipologías de un emprendimiento ? Se realizan estudios de mercado con estadísticas basadas en la cantidad de personas por hogar ?**

En general se va siguiendo la evolución de la oferta y la demanda de la zona. Además influye mucho lo que la gente puede comprar. A veces una familia quiere comprar un 4 ambientes pero sólo puede pagar una unidad de 2 ambientes. La realidad muestra que en la actualidad se construye mucho para inversores y éstos prefieren los departamentos más chicos ya que poseen mayor facilidad para alquilar y diversificación de segmentos de hogares (unipersonales, parejas sin hijos, chicos del interior que viene a estudiar a Buenos Aires, etc.)

**6.- Cuáles son los mecanismos de financiación que los desarrolladores utilizan. En qué proporción ?**

En general la tendencia es de no usar prácticamente nada de fondos propios. En algunos casos puede que compren el terreno, pero en la mayoría de los casos se parte de una idea y luego se ve cómo se consigue el financiamiento. En la gran mayoría se financian mediante pre-venta. Se constituyen fideicomisos con fondos de inversores invitados, se canjean metros cuadrados a cambio de terrenos o prestaciones de proveedor y contratistas. Los casos exitosos de EIDICO y Argencons se basan en que ellos llaman a inversores y les proponen hacer un negocio en el cual se les propone correr juntos con los riesgos y las rentabilidades. En general los inversores los acompañan y los fondos se consiguen.



**7.- Cuáles han sido las rentabilidades de los negocios de desarrollo en el período 2003 – 2008 ?**

Para el que se animó a construir en 2003, altísimas, te diría del orden de 80 %. Luego fueron descendiendo hasta aproximadamente un 20 % en 2008.

**8.- Cuáles han sido los factores que llevaron a inversores extranjeros a comprar propiedades en Buenos Aires. Qué porcentaje del total de compradores representan.**

Yo creo que los extranjeros son menos de lo que se decía. Si las torres “Renoir” que fueron exhibidas en los salones internacionales, vendieron el 30 % a extranjeros, qué les queda para el resto. Supongo que el valor rondará en torno al 5 %. Buenos Aires no está en el mapa inmobiliario mundial, por lo tanto sólo compran los inversores extranjeros que vienen a Buenos Aires por el tango o por trabajo o a visitar familiares. Los que sí compran bastante son los argentinos del interior. Muchos compran para tener una propiedad en Buenos Aires o para cuando sus hijos viene a estudiar.

**10.1.12.- TGLT**

Dirección: Scalabrini Ortíz 3333 – Piso 1º – Ciudad Autónoma de Buenos Aires

Teléfono: 5252-5050

Sitio Web: [www.tglt.com.ar](http://www.tglt.com.ar)

Persona entrevistada: Lic. Diego Silberberg

Cargo: Director de Business Development

- Licenciado en Economía Empresarial (UTDT), donde realizó una especialización en real estate Management. Posgrado en Transacciones Inmobiliarias, Universidad Austral.
- Desde el Área de Marketing de la compañía es responsable de la definición de producto y el desarrollo de la comunicación.

Email: [diegosilberberg@tglt.com.ar](mailto:diegosilberberg@tglt.com.ar)

Fecha de la entrevista: 30 de abril de 2009



## 1.- Cómo surge TGLT y por qué eligen Puerto Madero para el desarrollo de residencias.

Federico Weil, el fundador de TGLT trabajaba en Miami a cargo de un fondo de Venture Capital que invertía en “puntocom”. Al derrumbarse el negocio, él pensó que debía volcarse hacia algo más real, racional, por eso elige el “real estate”. El pudo ver una oportunidad en el mercado argentino al observar que la estructura de su empresa y su acceso a capitales era superior al de los desarrolladores locales. Ante la incertidumbre de precios que reinaba luego de la crisis de 2001, se buscaron activos que se pudieran valorar. La empresa se fijó primero en tierra agrícola por estar ésta correlacionada con el mercado internacional. Pérez Companc tenía a la venta Pecom agropecuaria, se buscó un socio institucional relacionado con George Soros y se adquirió esa empresa. Luego de un año de operar, la compañía valía el doble y fue allí como el inversor decide transformarse en socio allá por el 2003 y se decide pasar del “real estate” sin ladrillos al “real estate” con ladrillos. La elección de Puerto Madero tienen que ver con un estudio de mercado. Se observó que mucha gente de la zona sur proveniente de Avellaneda, Wilde, Lanús, etc, eran los primeros habitantes de la zona. Esta gente buscaba vivir con un estilo de vida urbano pero con mayor seguridad. Se vio allí una oportunidad y se eligió armar una empresa con estructura, procesos y mecanismos de financiación modernos. Se vio un terreno que era del señor Liberman y se le manifestó la intención de compra. La negociación tardó 565 días, 1 año y medio, compitiendo con más de una docena de ofertas hasta que se logró adquirirlo. La compra se efectuó mediante una estructuración financiera en la que intervino FSA como socio institucional. Se creó una sociedad, Puerto L, creada con TGLT como socio minoritario y FSA como socio mayoritario. A su vez, TGLT es contratada por Puerto L como desarrolladora y comercializadora del emprendimiento. Al terreno se le observaron ventajas con respecto a las vistas, ya que las hay hacia el río y hacia el “skyline” de la ciudad. Es el terreno más cercano a Catalinas, se puede ir allí a pie, a diferencia de todos los competidores. Volumétricamente se armó un edificio que al incluir ochavas genera mejores vistas.

## **2.- Cómo definieron el producto.**

“Forum” tiene departamentos grandes: 90 m<sup>2</sup> para un dos ambientes. La decisión tuvo que ver con observar que cuando Puerto Madero esté consolidado, la gente iba a elegir dónde vivir y en la competencia futura. En “Forum” la calidad es superior a la media y hay gente a la cual no le gustan las torres. A su vez se innovó al construir 3 subsuelos cuando en general se construían sólo 2 en la zona.

## **3.- Cuál fue la estrategia de financiación de “Forum Puerto Madero”.**

La estrategia estaba basada en vender mientras se pudiera, sin bajar los precios. Es por ello que los mismo se fueron subiendo muy de a poco. Se construyó un “showroom” y se prevendió mucho con boletos del 30 %, el 60 % en 24 cuotas y el 10 % a la posesión. Hubo pocas re-ventas porque los precios se amesetaron y muchos compraron para vivir. Muchos compraron para invertir y luego se fueron a vivir o se lo quedaron para renta. Hoy queda el 7 % sin vender.

## **4.- Cuál es el perfil del comprador. Cuántos de ellos son inversores y cuántos usuarios finales. Cuántos son argentinos y cuántos extranjeros. Qué tipo de grupos familiares son.**

Extranjeros son un 20 – 25 % y compraron por tener alguna relación con el país. Compraron para segunda residencia o son inversores en nuestro país. Tenemos familias de jubilados de Estados Unidos (“babyboomers”) que compararon departamentos como segunda residencia para vivir tres meses al año en Buenos Aires, hay un piloto de aviones español que compró para vivir cuando está aquí, luego hay gente de Venezuela, México, Noruega. En cuanto al tipo de familia, la mayoría corresponde al denominado “parejas de nido vacío”, es decir, parejas cuyos hijos ya no viven con ellos y venden muchos metros cuadrados y compran algo más pequeño pero con un living grande y menos dormitorios. Muchos son



dueños de pymes o directores de multinacionales. En cuanto a si son inversores o usuarios, inversores son todos. Todos piensan la compra como una inversión.

#### **5.- Qué estrategias de marketing aplican para lograr ventajas competitivas.**

Ahora estamos ofreciendo nuevas modalidades de pago, como ser la venta en \$ con precios reajustados por el índice precios de la construcción de la Cámara Argentina de la Construcción. Nosotros le garantizamos al inversor la fecha de entrega y posibilidades de salida del negocio, al consumidor final, la calidad y el servicio de posventa. Creemos que nuestras residencias se valorizarán con el tiempo y queremos ser líderes del mercado. Tenemos proceso profesional de contratación y proveedores serios.

#### **6.- En cuanto a la comercialización, qué eligen, la fuerza de ventas propia o la tercerización.**

Nosotros hicimos la preventa con el “showroom” en donde teníamos fuerza de ventas propia y a su vez tercerizamos en Richard Ellis basándonos en su prestigio. No queríamos ser un producto más de Tizado y Richard Ellis, si bien no tiene su fuerte en residencias, tiene oficinas en el exterior y nos permitía acceder al público internacional. Más tarde incorporamos a Tizado y junto a TGLT se comercializan las unidades de “Forum”. De todos modos la idea es desarrollar una fuerza de ventas propia y tener el contacto directo con el cliente.

#### **10.1.13.- Toribio Achával**

Dirección: Callao 1515 4º Piso – Ciudad Autónoma de Buenos Aires

Teléfono: 4812-4444

Sitio Web: [www.toribioachaval.com](http://www.toribioachaval.com)

Persona entrevistada: Lic. Mario Gómez

Cargo: Director

- Anteriormente se desempeñó en el sistema financiero en las áreas de Banca de Inversión y Mercado de Capitales.



- Es Contador Público Nacional y Licenciado en Administración graduado en la Universidad Nacional de La Plata. Obtuvo un MBA en el IAE (Universidad Austral), un Master en Finanzas en la Università degli Studi di Siena (Italia) y un Diplomado en Proyectos de Inversión en Nafinsa (México).

Fecha de la entrevista: 30 de abril de 2009

**1.- Cuáles son los mecanismos de financiación que eligen los desarrolladores del segmento premium a la hora de construir un emprendimiento de residencias.**

Nuestro país posee un restringido acceso al capital y al crédito, es por ello que si bien en obras de envergadura se utilizaron fondos de terceros o pre-venta. Lo ideal es el crédito bancario, pero no cualquiera puede acceder. El crédito internacional desapareció al subir el riesgo país entonces la mayoría recurre a inversores privados cercanos en vez de institucionales. Algunos han podido comprar terrenos canjeándolos por metros cuadrados, como el caso de Dypsa, que para construir las "Torres Renoir" lo hizo sobre un terreno de IRSA. Ese mecanismo permite no inmovilizar el 30 % del monto total de la inversión correspondiente al terreno. En general se extendieron los emprendimientos al costo mediante la utilización del fideicomiso. Algunos han utilizado un mix entre canje por metros cuadrados, pre-venta y crédito hipotecario. La pre-venta tiene un límite ya que allí sólo compran los consumidores con menor aversión al riesgo, ya que compran una promesa. Los consumidores con mayor aversión al riesgo esperan a comprar al final cuando la obra y es una realidad.

**2.- Por qué se utiliza el dólar como moneda, siendo que los costos de construcción son en moneda local.**

Se utiliza el dólar por motivos culturales. Deberíamos hacer como en Chile, donde se utiliza la UF que es un mecanismo en el cual se vende en moneda local reajustada por los aumentos de precios. Para ello hace falta que se derogue la ley que impide reajustar los contratos.

**3.- Cree Ud. que las rentabilidades que obtienen los desarrolladores son compatibles con los riesgos del negocio ?**

Yo creo que la relación rentabilidad – riesgo es atractiva. Obviamente no fue la misma rentabilidad la que obtuvo un desarrollador que se animó a comenzar en 2002 que aquel que lo hizo en 2005. Los primeros ganaron mucho. De todos modos, los desarrolladores locales no evalúan los riesgos de la manera en que lo hacen los inversores internacionales que utilizan el riesgo país. Se piensa más en que se tiene una empresa armada en nuestro país y hay que mantenerse trabajando en Argentina.

**4.- Cómo está sub-segmentado o cuáles son los nichos existentes en el segmento “premium” en Buenos Aires.**

El 26 % de los hogares son unipersonales, luego se da el caso de las parejas de “nido vacío”. Nosotros, cuando comercializamos el “Mirador de Puerto Madero”, vimos que hay mucha gente de la zona sur del Gran Buenos Aires con buen poder adquisitivo y para la cual existe una baja oferta de de residencias urbanas. Hay industriales, comerciantes y profesionales prosperos sin otras alternativas y con una demanda de mayor seguridad. Por eso eligen Puerto Madero, que a su vez posee grandes limitaciones para familias con chicos ya que no hay colegios, supermercados, etc. El 50 % de nuestros clientes son familias tipo, el otro 50 % está formado por todos los nuevos tipos de hogares actuales. También debe observarse la segmentación psicográfica. Nosotros hacemos consultoría para asesorar de este modo cómo elegir las tipologías ya que muchos deciden construir la cantidad de dormitorios basados en la intuición. Debe verse si hay por ejemplo hombres divorciadas que quieren dormitorios adicionales para que se queden sus hijos los fines de semana antes de largarse a construir monoambientes o dos ambientes.

**5.- Las estrategias comerciales de comunicación se apuntan al comprador-inversor o al comprador-usuario final ?**



Se apunta al consumidor final de modo tal que el inversor pueda ver que tiene a quién re-vender. Se debe segmentar la comunicación y llevarle al comprador-inversor otros medios de comunicación. Está el inversor que compra para hacer una inversión de renta (“buy to let”), por lo tanto está interesado en las prestaciones del producto. Por otro lado está el que compra pensando en re-vender (“buy to sale”) y le interesa la evolución del precio por metro cuadrado. Por último tenemos al que compra como refugio de valor (“buy to equity”) que compra pensando en el largo plazo.

#### **6.- Cómo evalúa Ud. las estrategias de branding de los desarrolladores.**

Yo creo que la gente conoce más las marcas de los comercializadores que de los desarrolladores. Por lo tanto, aún les queda mucho por hacer. El caso de Faena es único porque el tipo hizo una marca de sí mismo vendiendo fantasía, apareciendo con su sombrero y sus botas, logrando un gran éxito.

#### **10.1.14.- Covello Propiedades**

Dirección: Demaría 4700 – Ciudad Autónoma de Buenos Aires  
Teléfono: 4778-3900  
Sitio Web: [www.covello.com.ar](http://www.covello.com.ar)

Persona entrevistada: Lic. Pablo Sánchez  
Cargo: Gerente de Marketing  
Email: [marketing@covello.com.ar](mailto:marketing@covello.com.ar)

Fecha de la entrevista: 10 de junio de 2009.

#### **1.- De qué manera identifican las necesidades insatisfechas del mercado ?, Cómo arman el mix de tipologías para un proyecto ? De qué modo definen qué amenities incluir ?**

Las necesidades insatisfechas se identifican de distintas maneras y con distintos canales. Por un lado utilizamos el contacto directo del cliente con nuestra fuerza de ventas, ya sea en los distintos showrooms ubicados en Buenos Aires, Punta del Este y en nuestros locales comerciales. Estos a su vez elevan a los gerentes de las distintas áreas, Residencial, Emprendimientos, Internacional, etc. las



necesidades insatisfechas, ya sea en cuanto a demanda de producto, tipologías como también terminaciones y tendencias. Por otro lado realizamos un análisis del mercado, evaluando las tendencias y la demanda potencial. QUE CONSUMEN, PARA QUIEN, COMO, CUANDO, DONDE. El mix de tipologías se define con un completo análisis de varios factores, 1) características del barrio 2) Target objetivo 3) características del terreno y potencial del proyecto 4) Demanda insatisfecha de la zona 5) Competencia. Los amenities deben estar en armonía y proporcionados con la escala del proyecto, no solo por razones obvias estéticas sino por incidencias económicas / comerciales. Es muy común que cuando esta relación se desbalancea, la incidencia de los amenities en el costo y el valor de una unidad hacen poco rentable y difícil de vender el proyecto. No siempre el aumento del costo de una unidad funcional y por consiguiente el aumento de su precio, por el aumento de la incidencia de los amenities, aumenta la valoración del cliente de la unidad a adquirir.

## **2.- Qué aspectos del producto son más valorados por los consumidores? (Ubicación, vistas, amenities, hall de entrada, terminaciones, etc.)**

Los ítems fundamentales a tener en cuenta, como decía Donald Trump, son 3, “location location, location”, aunque agregaré dos más, producto y marca. La ubicación siempre es un factor fundamental, ya sea por ser una ubicación consolidada que le brindará seguridad a cualquier proyecto que se emplace en ella o la promesa de desarrollo de una zona todavía no desarrollada “no descubierta” como fue el caso de Mirabilia que inició una tendencia, consolidando y valorizando una nueva zona. Luego por supuesto, están las características propias del emprendimiento (producto) como amplitud de los ambientes, terminaciones, si tiene cochera, y sus servicios y amenities. Por último no menos importante la marca.

## **3.- Qué herramientas de marketing han resultado más exitosas para este público?**



Además de las acciones clásicas como son la publicidad gráfica, web, e-mailings, showrooms modelo, etc. puedo identificar dos tipos de acciones que claramente hemos desarrollado y comprobado su eficacia. Desarrollo y posicionamiento de una marca para el emprendimiento. Esta tendencia se inicio hace ya varios años en grandes emprendimientos y hoy por hoy hasta el más pequeño desarrollo posee su nombre y comunicación diferenciada, con una estética particular, personalidad y target definido hasta el punto de desarrollarse proyectos temáticos tales como edificios para golfistas, amantes de la astrología, ecologistas, náuticos, etc. Contacto directo con el cliente a través de eventos sociales, lanzamientos, cocktails, vernissages, etc y/o acciones más agresivas como la implementación de programas Fly and Buy.

#### **10.1.15.- Cámara Argentina de Desarrolladores Urbanos de la República Argentina (CEDU)**

Dirección: Florida 833 – Piso 2 – Oficina 206 – Ciudad Autónoma de Buenos Aires  
Teléfono: 15-4470-2986  
Sitio Web: [www.cedu.com.ar](http://www.cedu.com.ar)

Persona entrevistada: Danilo Antoniazzi  
Cargo: Gerente General  
Email: [gerencia@cedu.com.ar](mailto:gerencia@cedu.com.ar)

Fecha de la entrevista: 12 de junio de 2009

#### **1.- Qué es la CEDU. Cuáles son sus objetivos.**

La Cámara Empresaria de Desarrolladores Urbanos de la República Argentina es la entidad que nuclea a las principales empresas desarrolladoras del país, dedicadas a los proyectos de real estate. Posee más de 40 socios y es el ámbito de debate de ideas y propuestas, con el claro objetivo de posicionar a la Argentina como uno de los principales actores a nivel mundial en materia de real estate. A tal efecto la CEDU participa en ferias y seminarios, con el propósito de ganar un espacio como referente de opinión dentro del mercado inmobiliario local e internacional.

#### **2.- Cómo es el mercado de desarrollo en Buenos Aires respecto de otras ciudades del mundo.**



El mercado es chico todavía y tiene un muy buen potencial para crecer y expandirse, lo cual lo hace sumamente atractivo para inversores de diferentes escalas, por ello es que tratamos de trabajar en equipo los desarrolladores con las autoridades gubernamentales, las entidades financieras y las comercializadoras con el objetivo de generar políticas que potencien y beneficien al sector.

### **3.- Cómo ha resultado la experiencia de ir anualmente al Salón Inmobiliario de Madrid para los desarrolladores.**

Antes de 2007, algunos desarrolladores como Issel Kiperszmidt ya habían viajado a Europa en busca de compradores. Como Cámara, fuimos por primera vez en 2007 con la intención de vender. Basamos nuestra estrategia en la diferencia de valor de nuestras propiedades. Mientras que en Madrid el metro cuadrado costaba 9.000 euros en una zona premium, acá en Puerto Madero costaba 2.500 euros. Luego en 2008, ya con la crisis internacional, nuestra presencia fue institucional y en 2009 fuimos a mostrar a los desarrolladores como alternativa de inversión en este contexto de crisis. En Buenos Aires se sigue construyendo luego de 25 años y 7 u 8 crisis, con muy buena calidad.

### **4.- Cómo ha sido la respuesta del público extranjero frente a las propuestas de los desarrolladores locales.**

Los extranjeros han invertido en una proporción interesante, del orden del 20 – 30 %, aunque no debemos olvidar que es un segmento muy chico el de residencias de alta gama. La mayoría son españoles, luego italianos, en tercer lugar, norteamericanos y luego hay franceses e ingleses.

### **5.- Por qué los desarrolladores de residencias se han volcado al mercado de alta gama.**

Se construye en el segmento premium por la falta de financiación para hacerlo en otros mercados. Nuestra Cámara tiene una preocupación por el déficit



habitacional y la gran demanda de viviendas de otros sectores, medios o medios bajos, pero aún no es posible desarrollar proyectos para ellos. Hay que pensar que Puerto Madero se pudo construir gracias a la pre-venta, siempre faltó la financiación.

#### **6.- Cuáles han sido los principales factores que impulsaron a los inversores a volcarse a las residencias de alta gama en la Ciudad de Buenos Aires.**

La desconfianza en los bancos y la posibilidad de resguardo de valor que ofrecen las propiedades. Existe mayor confianza en los developers que en los bancos.

#### **7.- Cuáles son los mecanismos de financiación más utilizados por los desarrolladores en este segmento.**

El más extendido es el fideicomiso. Se puso de moda tras la crisis de 2001 por la falta de confianza. En segundo lugar la pre-venta de unidades o venta en el pozo y luego los fondos propios. Algunos desarrolladores importantes pudieron conseguir créditos en el exterior, en dólares al 5 % anual, pero son muy pocos.

#### **8.- Cómo evolucionó el mercado en el período 2002-2008.**

Al principio se agotó la poca oferta existente por la rápida absorción por parte de la demanda impulsada por los altos precios de los comodities y la bonanza internacional. Los precios eran bajos y comenzaron a subir. Más adelante comenzaron a comprarse terrenos a valores muy altos porque eran escasos y se erosionó mucho la rentabilidad. Estos altos valores que se pagaron por los terrenos, tuvieron origen en desarrolladores cuyo negocio era juntar los fondos de los inversores, construir las propiedades y administrar el fideicomiso cobrando un fee por ello. La rentabilidad no existía, entonces, los inversores simplemente se quedan con las propiedades como resguardo de valor, no para venderlas y obtener una ganancia de corto plazo. Por otra parte, los desarrolladores profesionalizaron mucho más la actividad. Esto se refleja en la mayor cantidad de



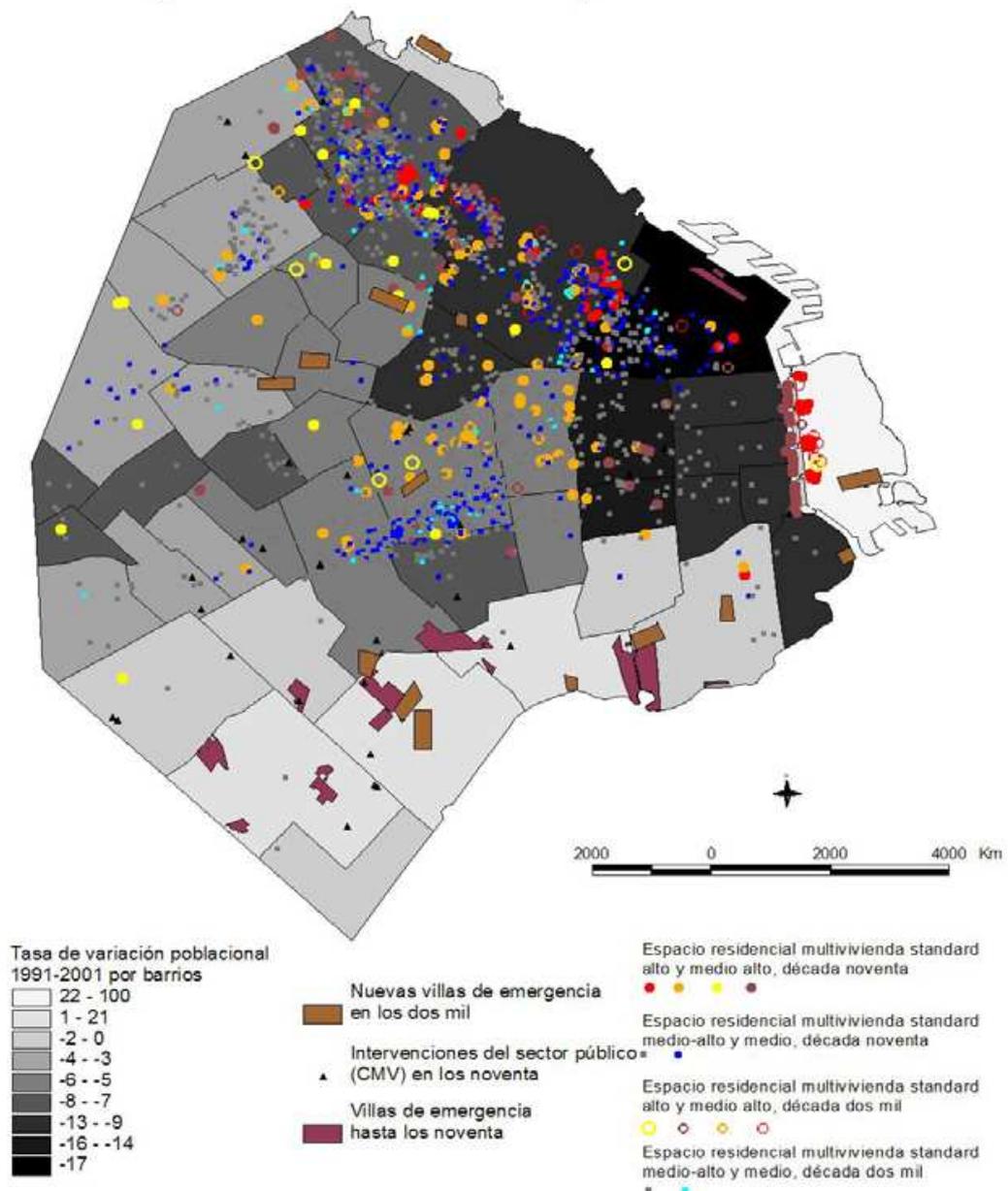
---

posgrados que existen en esta área. Además se profundizó más en la utilización de las herramientas del marketing, como el caso del branding.

## 10.2.- ANEXO Nº 2 – TENDENCIAS DE DINÁMICA POBLACIONAL SEGÚN CONDICIÓN SOCIOECONÓMICA DE LA CIUDAD DE BUENOS AIRES

**GRÁFICO Nº 10.2.2 – TENDENCIAS DE DINÁMICA POBLACIONAL Y DEL ESPACIO RESIDENCIAL SEGÚN CONDICIÓN SOCIOECONÓMICA DE LOS POBLADORES DE LA CIUDAD DE BUENOS AIRES** -Fuente: Pablo Ciccolella, Iliana Mignaqui, Daniela Szajnberg; Buenos Aires: Metropolis in transition ;42nd iSoCaRP Congress2006 , "METROPOLIS IN TRANSITION: BUENOS AIRES BETWEEN ECONOMIC GROWTH AND SOCIAL DESINTEGRATION"

Tendencias de dinámica poblacional y del espacio residencial según condición socioeconómica de los pobladores de la CBA



### 10.3.-ANEXO Nº 3 – PUERTO MADERO

GRÁFICO Nº 10.3.1. – EVOLUCIÓN DE LA CONSTRUCCIÓN EN PUERTO MADERO -  
Fuente: Corporación Antiguo Puerto Madero S.A.

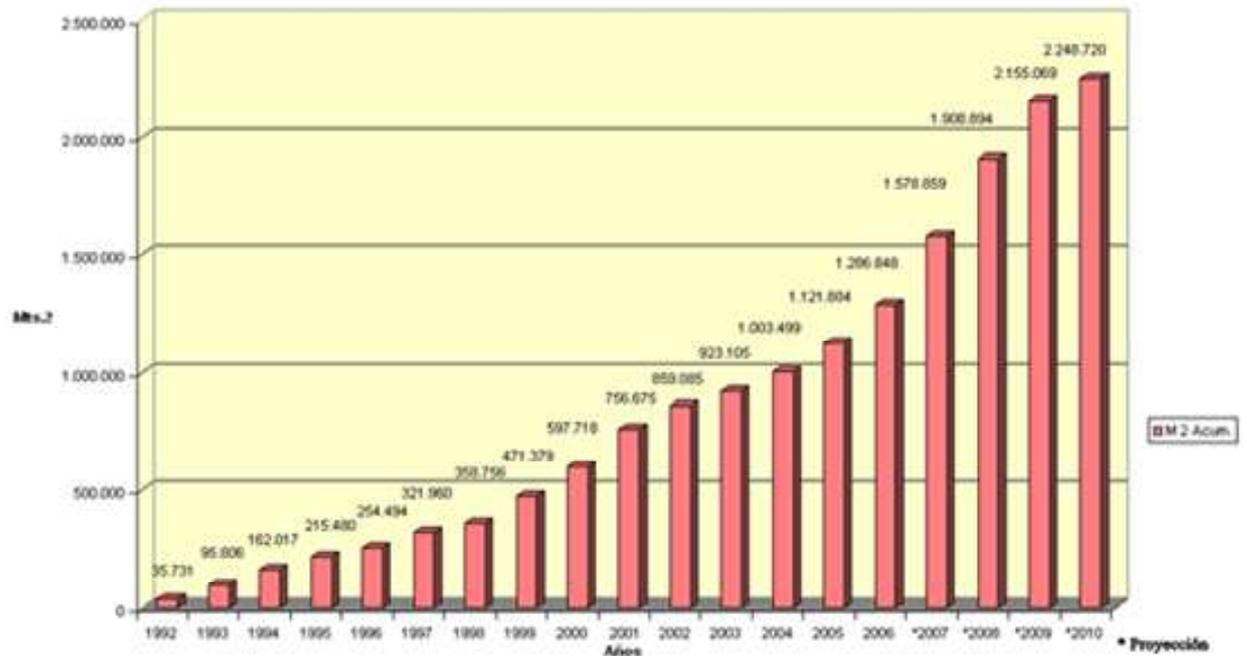
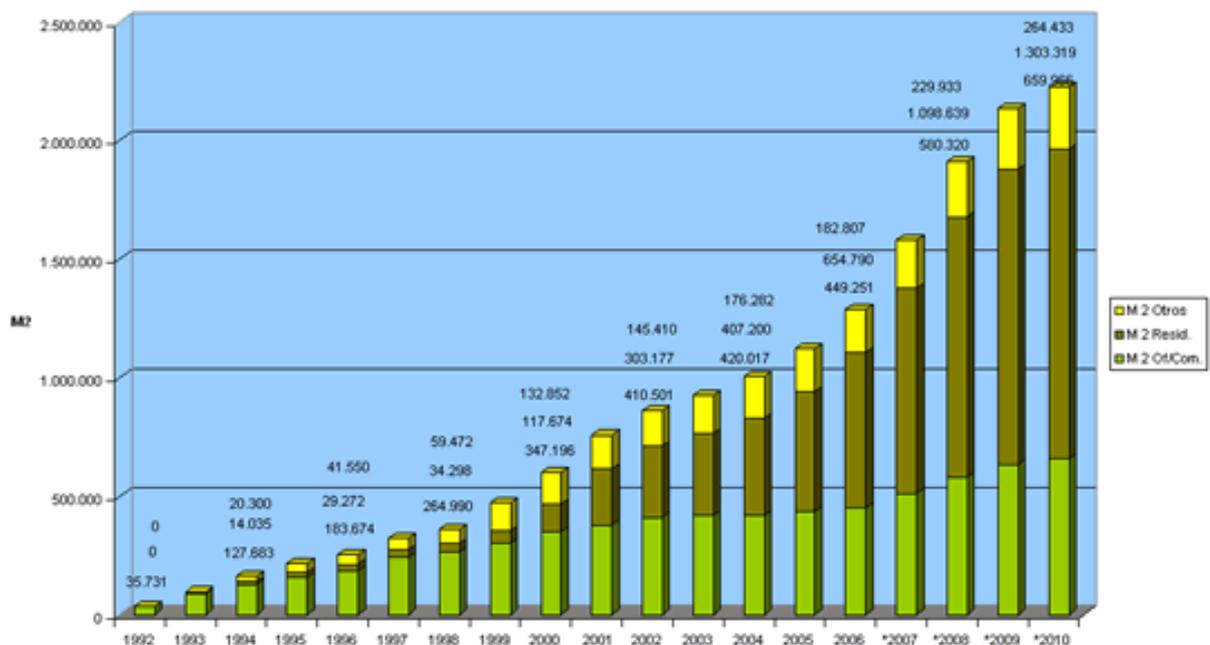


GRÁFICO Nº 10.3.2. – EVOLUCIÓN DE LA CONSTRUCCIÓN EN PUERTO MADERO POR RUBRO - Fuente: CAPMSA



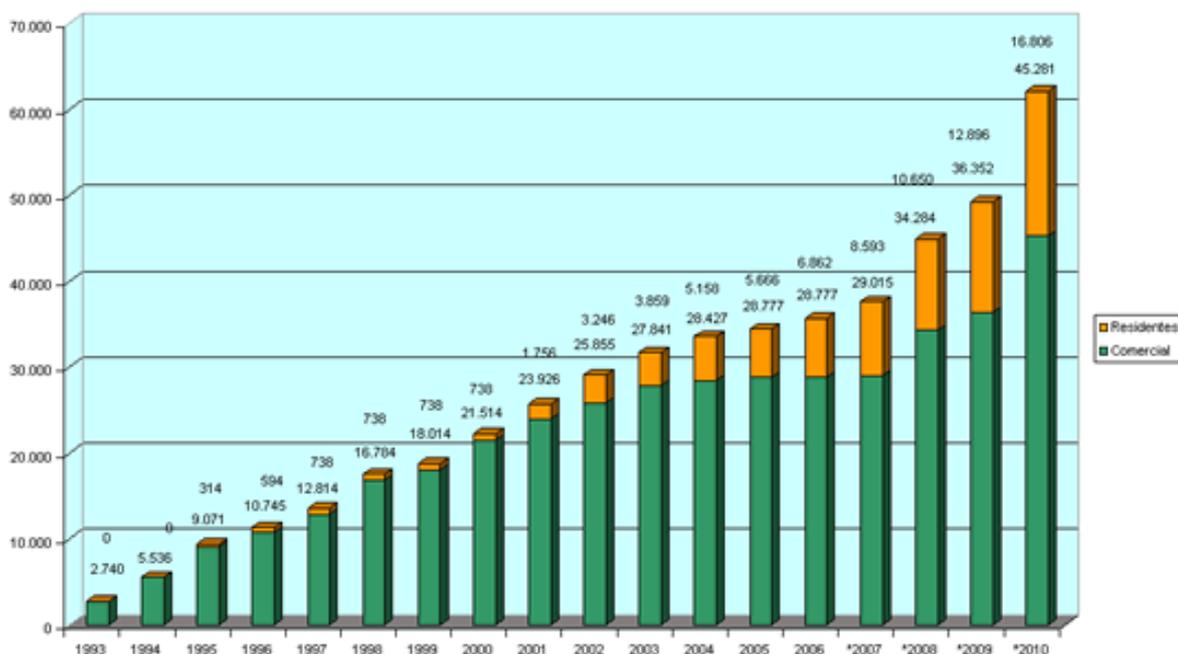
En cuanto a los valores de los departamentos construidos, el Cuadro N° 21 muestra la evolución de las superficies ofertadas y los precios de venta de las mismas.

La evolución de las incidencias del valor del terreno frente al precio total de venta de los departamentos es la que se muestra en el Cuadro N° 22.

CUADRO N° 10.3.1. – PUERTO MADERO – VIVIENDAS A ESTRENAR – Fuente: Consultora Reporte Inmobiliario Economía y Real Estate.

AÑO	M2 EN OBRA	CANT. OBRAS	Valor m2 Promedio	aumentos
2005	850000	10	U\$S 2647	
2006	950572	15	U\$S 2729	4,00% ↑
2007	1135039	15	U\$S 3085	13,04% ↑
2008	980223	15	U\$S 3744	21,36% ↑

GRÁFICO N° 10.3.3. – EVOLUCIÓN DE LA POBLACIÓN DE PUERTO MADERO - Fuente: CAPMSA



CUADRO N° 10.3.2 – PUERTO MADERO – INCIDENCIA DEL VALOR DEL TERRENO – 2005-2007 -Fuente: Consultora Reporte Inmobiliario Economía y Real Estate.

Año	Incidencia (USD/m <sup>2</sup> )	Incidencia (% sobre el valor final de la unidad)
2005	670	25 %
2006	800	29 %
2007	1033	33 %



## 10.4.- ANEXO Nº 4 – EMPRESAS Y EMPRENDIMIENTOS

### DESARROLLOS ZONA NORTE - PRINCIPALES EMPRENDIMIENTOS

Nº	PROYECTO	DESARROLLADOR	UBICACIÓN	SITIO WEB	DESCRIPCIÓN	PISOS	ALTURA	PRODUCTOS	CARACTERÍSTICAS	AÑO INICIO	AÑO FIN	SUP TERRENO	TOTAL UNIDADES	TOTAL SUP.	INVERSIÓN
1.-	Le Parc Figueroa Alcorta	Raghsa	Figueroa Alcorta y Cavia - Palermo Chico	<a href="http://www.raghsa.com.ar">www.raghsa.com.ar</a>	2 torres	28 / 43	94 / 140	Deptos de 200 m2 a 420 m2	2 torres	2006	2009	9.000	124	70.000	110.000.000
2.-	Edificio Grand Bourg	Consultatio	Figueroa Alcorta - Palermo Chico	<a href="http://www.leparcfigueroaalcorta.com">www.leparcfigueroaalcorta.com</a> <a href="http://www.consultatio.com.ar">www.consultatio.com.ar</a>	1 torre estilo francés	14	52	Deptos de 260 m2 a 520 m2	1 edificio estilo francés	2002	2006	700	21	11.880	12.000.000
3.-	Torres de Gelly	Grupo Gelly	Salguero 3031 - Palermo Chico		2 torres	30	95	2, 3 y 4 dormitorios	deptos de 100 a 300 m2	2004	2008	6.240	350	30.000	35.000.000
4.-	Mirabilia	Promira	Juan B. Justo y Nicaragua - Palermo Hollywood	<a href="http://www.mirabiliaweb.com">www.mirabiliaweb.com</a>	2 torres	45	145	1, 2, 3, 4 dorm y 4 dorm + dep, pis	Torres con amenities	2005	2008	9.000	320	45.000	35.000.000
5.-	Torre Bellini	Detuar S.A.	Salguero 2756 - Palermo	<a href="http://www.torrellini.com">www.torrellini.com</a>	1 torre	37	116	Comercios y residencias	deptos entre 120 y 200 m2	2005	2007	3.900	220	30.780	70.000.000
6.-	Quartier Boulevard	Argencons	Juan B. Justo 1015 - Palermo Hollywood	<a href="http://www.campstiscornia.com.ar">www.campstiscornia.com.ar</a>	1 torre	38	124	viviendas de 1 y 2 dormitorios	entre 55 y 111 m2	2005	2008	6.235	248	32.000	30.000.000
7.-	Quartier Callao	Argencons	Callao 1660 - Recoleta	<a href="http://www.argencons.com">www.argencons.com</a>	1 torre	14	50	unidades de 2 y 3 dormitorios	170 m2	2004	2007	792	40	6.823	7.000.000
8.-	Quartier Libertador	Argencons	Libertador 4802 - Belgrano - La Imprenta	<a href="http://www.argencons.com">www.argencons.com</a>	1 torre	27	90	unidades de 2,3 y 4 dormitorios c/c	177 m2 a 268 m2	2003	2006	1.300	55	17.000	16.000.000
9.-	Quartier De La India	Argencons	Cabello 3950 - Palermo	<a href="http://www.argencons.com">www.argencons.com</a>	1 torre	13	49	2 y 3 dormitorios con dep	165 m2	2003	2005	1.050	26	7.500	7.000.000
10.-	Quartier Ocampo	Consultatio - Argencons	Ocampo 2673 - Palermo	<a href="http://www.argencons.com">www.argencons.com</a> <a href="http://www.consultatio.com.ar">www.consultatio.com.ar</a>	1 torre	26	88	2 y 3 dormitorios con dep	promedio 124 m2 por dept	1998	2001	3.400	104	26.710	27.000.000
11.-	Quartier Sinclair	Argencons	Juncal 4680 - Palermo Nuevo	<a href="http://www.argencons.com">www.argencons.com</a>	2 torres	29	97	1 a 3 dormitorios con y sin dep	63 a 125 m2	1998	2000	25.500	230	35.000	35.000.000
12.-	Chateau Libertador	Grupo Chateau	Libertador 7050 - Belgrano	<a href="http://www.chateaulibertador.com.ar">www.chateaulibertador.com.ar</a>	1 Torre	40	130	Viviendas de 3 y 4 suites	Estilo francés	2005	2008	6.750	180	40.000	50.000.000
13.-	Promenade de Palermo	Grupo Promenade	Güemes 3353 - Alto Palermo	<a href="http://www.promenadeweb.com.ar">www.promenadeweb.com.ar</a>	1 torre	35	105	Deptos de 1 y 2 dormitorios	60 m2 a 110 m2	2004	2007	4.150	217	30.000	30.000.000
14.-	Town House Soho II	Grupo Town House	Paraguay 4747 - Palermo SOHO	<a href="http://www.grupotownhouse.com">www.grupotownhouse.com</a>	1 torre	24	80	Deptos de 1 a 4 ambientes	73 m2 a 163 m2	2008	2011	2.000	80	11.000	12.000.000
15.-	Town House Barrancas	Grupo Town House	11 de septiembre y José Hernández - Belgrano	<a href="http://www.grupotownhouse.com">www.grupotownhouse.com</a>	1 torre	28	94	Deptos de 1 a 4 ambientes	175 m2 a 260 m2	2004	2007	4.500	55	17.000	25.000.000
16.-	Live Hotel	Starnova Group	Nicaragua 6065 - Palermo Hollywood	<a href="http://www.livehotelpartamentos.com/">www.livehotelpartamentos.com/</a>	Departamentos y un hotel en edificio de 1920	10	35	Unidades de 50 a 200 m2	Servicios de hotel	2006	2009	5.000	176	30.000	20.000.000
17.-	Palermo Uno	G & D	Uriarte 2300	<a href="http://www.torrepalermouno.com">www.torrepalermouno.com</a>	Torre de departamentos	38	120	Unidades de 1,2 y 3 ambientes	de 80 a 120 m2	2005	2009	1.750	180	16.000	15.000.000
18.-	Town House SOHO	Grupo Town House	Thames 2161	<a href="http://www.grupotownhouse.com">www.grupotownhouse.com</a>	Torre	15	55	Unidades de 2 a 5 ambientes	de 80 a 120 m2	2006	2009	600	60	12.287	12.000.000
19.-	Quartier Oro	Consultatio - Argencons	Cerviño 4502 - Palermo Nuevo	<a href="http://www.consultatio.com.ar">www.consultatio.com.ar</a> <a href="http://www.argencons.com">www.argencons.com</a>	1 torre	25	85	2 a 3 dormitorios con o sin dep.	118 a 125 m2	2005	2007	3.000	160	23.000	22.000.000
20.-	Libertador 2424	Serjai - Zafrán	Libertador 2424 - Palermo	<a href="http://www.libertador2424.com">www.libertador2424.com</a>	2 torres	18	64	Deptos de 1 a 4 ambientes	unidades de 120 a 400 m2	2007	2010	2.517	30	31.271	30.000.000
21.-	Torre Esmeralda	G & D	Guatemala 4555 - Palermo SOHO	<a href="http://www.gddevelopers.com">www.gddevelopers.com</a>	1 torre	25	80	Unidades de 1,2 y 3 ambientes	de 80 a 120 m2	2004	2007	1.750	110	15.000	15.000.000
22.-	GreenTower Polo	Churba-Friedman	Soldado de la Independencia 590 - Las Cañitas	<a href="http://www.churbafriedman.com">www.churbafriedman.com</a>	1 torre	26	88	unidades de 3 dormitorios con dep	145 m2 a 176 m2	2005	2008	1.200	52	8.000	7.500.000
23.-	Torre Cardón	Churba-Friedman	Thames 2340 - Palermo SOHO	<a href="http://www.churbafriedman.com">www.churbafriedman.com</a>	1 torre	19	65	unidades de 1 y 3 dormitorios	64 m2 a 127 m2	2004	2006	900	41	7.000	6.000.000
24.-	Palermo View	Intecons	Luis María Campos 100 - Las Cañitas	<a href="http://www.palermoview.com.ar">www.palermoview.com.ar</a>	2 torres de 27 y 30 pisos	30	100	unidades de 1 y 3 dormitorios	51 m2 a 119 m2	2006	2008	4.000	180	33.000	35.000.000
25.-	Palermo Twins	Grupo Twins	Guatemala 4743	<a href="http://www.palermotwins.com.ar">www.palermotwins.com.ar</a>	2 torres de 15 pisos	18	64	unidades de 2, 3 y 4 ambientes	44 m2 a 162 m2	2006	2008	12.000	124	36.370	35.000.000
<b>TOTALES</b>												<b>117.234</b>	<b>3.383</b>	<b>622.621</b>	<b>698.500.000</b>



DESARROLLOS PUERTO MADERO

Nº	PROYECTO	DESARROLLADOR	UBICACIÓN	SITIO WEB	DESCRIPCIÓN	PISOS	ALTURA (m)	PRODUCTOS	CARACTERÍSTICAS	AÑO INICIO	AÑO FIN	SUP TERRENO (m2)	TOTAL UNIDADES	TOTAL SUP. (m2)	INVERSIÓN (usd)
1.-	Bayres Madero	Obras Civiles	Juana Manso 1200 - Dique 3		2 edificios de 9 pisos	9	30	Viviendas + locales comerciales		2005	2008	5.852	306	46.000	25.000.000
2.-	Torres Chateau	Grupo Chateau (Groskopf - Obras Civiles)	Julietta Lanteri y Martha Salotti - Dique 2	<a href="http://www.grupochateau.com.ar">www.grupochateau.com.ar</a>	2 torres de 40 pisos	48		Viviendas, arquitectura estilo francés	entre 81 y 396 m2, 1 a 4 dorm.	2006	2009	6.160	190	60.000	50.000.000
3.-	Edificio Forum	TGLT - FSA	Juana Manso 100 - Dique 4	<a href="http://www.forumbuenosaires.com">www.forumbuenosaires.com</a>	Complejo de 10 pisos	10	30	Viviendas	Entre 90 y 150 m2. Penthouses de 200 a 270m2	2006	2008	4.653	184	45.000	50.000.000
4.-	Le Parc	Raghsa S.A.	Aimé Painé y Azucena Villalor - Dique 3	<a href="http://www.leparcpuertomadero.com.ar">www.leparcpuertomadero.com.ar</a>	3 Torres de 42 pisos	42	143,5	Viviendas		2002 2003 2005	2005 2006 2008	10.500	450	92.090	80.000.000
5.-	Madero Center	Urban Yard - Proa del Puerto - Banco Macro	Juana Manso 500 - Dique 4	<a href="http://www.maderocenter.com">www.maderocenter.com</a>	4 edificios de 9 pisos	9	30	3 edificios de vivienda + 1 oficinas		2005	2008	12.995	182	105.000	150.000.000
6.-	Los Molinos	Faena Group	Juana Manso 1300 - Dique 3	<a href="http://www.faenagroup.com">www.faenagroup.com</a>	Edificio de 6 pisos.	6	22	Viviendas de lujo	Unidades entre 80 m2 y 280 m2	2005	2010	2.000	97	29.000	20.000.000
7.-	Torres Mulleris	Creaurban - Starnova Group	Aimé Painé 1300 - Dique 2	<a href="http://www.mullerismadero.com">www.mullerismadero.com</a>	2 Torres de 44 pisos	44	140	Viviendas		2005	2009	6.200	216	40.746	80.000.000
8.-	Torres Renoir	Dypsa	Martha Lynch y Aimé Painé - Dique 3	<a href="http://www.torresrenoir.com">www.torresrenoir.com</a>	2 Torres de 47 y 50 pisos	41 47		Viviendas	Unidades de 160 m2 a 250 m2	2005 2006	2008 2009	6.000	210	52.900	110.000.000
9.-	Torres del Yacht	Emepa - Creaurban - AFP	Juana Manso 550 - Dique 4	<a href="http://www.torresdelyacht.com.ar">www.torresdelyacht.com.ar</a>	2 Torres de 44 pisos	44	130	Viviendas + Locales comerciales		2007	2010	6.329	448	35.000	60.000.000
10.-	Torres River View	Andean Asset Management (Grupo Cargill)	Juana Manso 740 - Dique 3		2 Torres de 34 pisos	34	104	Viviendas	Unidades de 90 a 120 m2	2001	2003	4.680	240	41.448	50.000.000
11.-	Terrazas de Puerto Madero	AFP	Juana Manso 1666 - Dique 2	<a href="http://www.fernandezprieto.com.ar">www.fernandezprieto.com.ar</a>	Edificio de 9 pisos	9	30	Viviendas + 21 Locales comerciales	Unidades de 27 a 120 m2	1999	2000	6.000	377	50.000	45.000.000
12.-	Santa María del Puerto	Obras Civiles	Juana Manso 1300 - Dique 2		4 Edificios de 9 pisos	9	30	Viviendas		2000	2002	6.000	260	51.000	45.000.000
13.-	Madero Plaza	Creaurban - Caputo S.A.	Juana Manso 1500 - Dique 2	<a href="http://www.caputosa.com.ar">www.caputosa.com.ar</a>	Edificio de 9 pisos	9	30	Viviendas + 14 Locales Comerciales		2001	2003	6.000	259	51.000	48.000.000
14.-	Torre El Mirador de PM	Caputo S.A.	Juana Manso 1000 - Dique 3	<a href="http://www.miradorpuertomadero.com.ar">www.miradorpuertomadero.com.ar</a>	Torre de 24 pisos	24		Viviendas	Unidades de 2 y 3 dormitorios, 100 y 120 m2	2004	2006	3.000	168	34.000	35.000.000
15.-	Torres El Faro	Proa del Puerto S.A. (Perelmutter)	Azucena Villalor y Costanera Sur - Dique 2	<a href="http://www.torreselfaro.com">www.torreselfaro.com</a>	2 Torres de 46 pisos	46	170	Viviendas	Unidades de 2, 3 y 4 dormitorios. Pisos y semipisos.	2000 2003	2002 2005	6.800	160	57.190	52.000.000
16.-	Zen City	AFP - Vizora	Juana Manso y Vera Peñaloza - Dique 1	<a href="http://www.zencity.com.ar">www.zencity.com.ar</a>	4 Torres	24		Viviendas, Oficinas y Locales Comerciales	Algunos deptos tienen terrazas propias con piscina	2008	2011	15.000	350	118.000	150.000.000
17.-	Art María	Creaurban	E.R. Dellepiane y Pierina Dealessi - Dique 1	<a href="http://www.artmaria.com.ar">www.artmaria.com.ar</a>	4 Torres	20		Viviendas, locales y Oficinas AAAA	Deptos entre 150 y 250 m2	2008	2012	18.000	250	110.000	180.000.000
18.-	Madero Harbour	New Side		<a href="http://www.madero harbour.com">www.madero harbour.com</a>				Shopping, lofts, oficinas, locales, hotel	loft/studios	2008	2010	18.000	40	173.000	180.000.000
19.-	El Aleph	Faena Group	Juana Manso 1500 - Dique 2	<a href="http://www.faenaaleph.com">www.faenaaleph.com</a>	Complejo de viviendas	9	30	Viviendas	Unidades entre 80 y 215 m2.	2008	2011	18.000	57	120.000	300.000.000
20.-	Terrazas del Dique	AFP	Juana Manso 1100 - Dique 3	<a href="http://www.fernandezprieto.com.ar">www.fernandezprieto.com.ar</a>	Edificio de 9 pisos	9	30	Viviendas y 17 Locales comerciales		2000	2001	5.000	293	41.000	35.000.000
21.-	Terrazas del Yacht	AFP	Juana Manso 450 - Dique 4	<a href="http://www.fernandezprieto.com.ar">www.fernandezprieto.com.ar</a>	Edificio de 9 pisos	9	30	Viviendas y Locales Comerciales	Unidades de 1, 2 y 3 dormitorios. Promedio 150 m2	2004	2007	12.000	140	49.000	45.000.000
22.-	La Porteña I	Faena Group	Juana Manso 1300 - Dique 2	<a href="http://www.faenagroup.com">www.faenagroup.com</a>	Edificio de 9 pisos	9	30	Viviendas y locales comerciales	Unidades entre 80 y 280 m2, con 2,3 y 4 habitaciones	2003	2005	2.000	52	12.000	35.000.000
23.-	El Porteño	Faena Group	Juana Manso 1400 - Dique 2	<a href="http://www.faenagroup.com">www.faenagroup.com</a>	Edificio de 9 pisos	9	30	Viviendas + Locales Comerciales	Viviendas diseñadas por Philip Stark con servicio de hotel. Deptos entre 50 y 130 m2.	2003	2005	2.000	80	25.000	74.000.000
24.-	La Porteña II	Faena Group	Juana Manso y Azucena Villalor - Dique 2	<a href="http://www.faenagroup.com">www.faenagroup.com</a>	Edificio de 9 pisos	9	30	Viviendas + Locales comerciales	Deptos entre 104 m2 y 172 m2	2004	2006	13.000	52	10.500	31.000.000
25.-	BA Houses	AFP	Olga Cossetini 1300- Dique 3	<a href="http://www.ba-houses.com">www.ba-houses.com</a>	Edificio de 4 pisos	4	15	Viviendas y locales comerciales		2005	2007	2.000	70	10.500	6.000.000
26.-	St. Regis	FSA	Cecilia Grierson 350 - Dique 4		Edificio de 13 pisos	13	52	Hotel y residencias de lujo	Deptos con servicio de hotel. "Condo hotel"	2009	2011	3.500	30		52.000.000
27.-	Crucero I y II Puerto Madero	Starnova Group			Edificio de 4 pisos	4	15	Viviendas y locales comerciales	Deptos de 50 m2 a 75 m2	2003	2005	2.000	96	12.235	5.000.000
28.-	Edificio Río Plaza	Obras Civiles	Aimé Painé 1345 - Dique 2		Edificio 9 pisos	9	30	Viviendas y locales comerciales		2003	2005	2.000	108	12.000	7.000.000
<b>TOTALES</b>												<b>205.669</b>	<b>5.365</b>	<b>1.483.609</b>	<b>2.000.000.000</b>

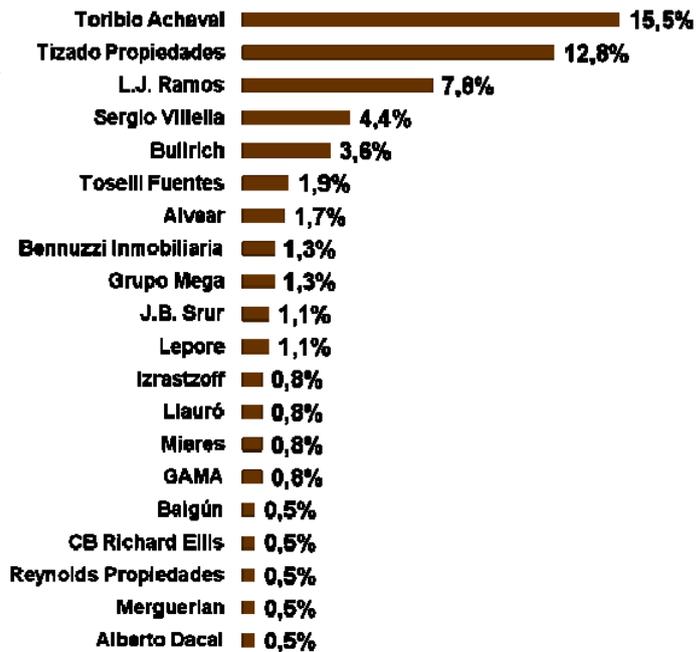


## 10.5.- ANEXO Nº 5 – ENCUESTA REVISTA MERCADO

En su opinión, ¿cuáles son las tres comercializadoras de inmuebles (inmobiliarias) de mayor prestigio?

Toribio Achával junto a Tizado Propiedades se ubican como los principales referentes del sector

Toribio Achával



BASE: 548 Casos. Respuesta Espontánea. Top Of Mind. No incluye "Ns/Nc".



## 10.6.- ANEXO Nº 6 – Resultados Encuesta Iuri Iszratsof

Fuente: [www.reporteinmobiliario.com](http://www.reporteinmobiliario.com), Lunes 10 de abril de 2006.

Encuesta realizada por la firma Iuri Izraszoff entre 50 inversores extranjeros, en marzo de 2006.

### Tipo de Inmueble preferido por inversor extranjero

Departamentos: 78%, Casas: 8%, Edificios: 6 %, Campos: 4 %, Lotes: 4 %.

### Origen de los Inversores

Reino Unido: 23%, Estados Unidos: 19%, Francia: 15%, España: 12%, Italia: 8%, México: 6%, Holanda: 4 %, Otros: 13 %.

### Ubicación de la inversión extranjera en GBA

Ciudad de Buenos Aires: 86 %, Gran Buenos Aires: 12 %, Interior de la Provincia de Buenos Aires: 2 %.

### Ubicación de la inversión extranjera en C.A.B.A.

Recoleta: 44 %, Otros: 56 %.

### Uso del inmueble por parte del inversor extranjero

Para habitar: 34%, Como inversión: 32 %, Vivienda secundaria: 23%, Para alquiler: 11 %.

### Motivos de compra del inversor extranjero

Calidad de Vida: 40 %, Laborales: 28 %, Familiares: 15 %, Oportunidades de Negocios: 9 %, Bajo Costo: 8 %.

## 10.7.- ANEXO Nº 7 – MODELO DE NEGOCIO PARA CÁLCULO DE RENTABILIDAD

Se tomarán en cuenta las siguientes hipótesis:

- El producto es una torre en altura en una zona consolidada de la ciudad.
- El negocio tiene un horizonte de 5 años desde la compra del terreno hasta la venta de la última unidad.
- Se financia mediante pre-venta un 25 %, un 12 % con fondos propios y el saldo con las ventas a lo largo de la construcción.
- Las ventas se producen a razón del 20 % el segundo año, 25 % el tercer año, 20 % el cuarto año y 10 % el quinto año.
- Los gastos de construcción son un 10 % en el primer año, un 30 % en el segundo año, un 50 % en el tercero y un 10 % en el cuarto año.



**CASO 1**

2001-2005

AÑO	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Ingresos (USD)</i>					
Preventa de unidades	6.923.000				
Venta de viviendas		3.377.500	6.361.250	5.939.500	5.622.750
Venta de cocheras	622.835	303.861	572.297	534.354	505.857
Venta de locales		1.040.618	1.959.921	1.829.978	1.732.387
<b>Total Ingresos</b>	<b>7.545.835</b>	<b>4.721.979</b>	<b>8.893.468</b>	<b>8.303.832</b>	<b>7.860.994</b>
<i>Egresos (USD)</i>					
Compra de Terreno	4.635.000				
Costo de proyecto (3% CC)	340.568				
Costo de Construcción	2.071.300,00	2.601.725,52	5.467.191,78	1.212.063,68	
Costo de DDO (2% CC)	41.426,00	52.034,51	109.343,84	24.241,27	
Costo de Gerenciamiento (4% CC)	82.852,00	104.069,02	218.687,67	48.482,55	
Gastos de Administración (2% CC)	41.426,00	52.034,51	109.343,84	24.241,27	
Permisos y tasas (USD 1,4/m2 2002)	49.350,00				
Seguros y servicios (0,4% CC)	8.285,20	10.406,90	21.868,77	4.848,25	-
Gastos de Comercialización (2,5% Monto Vendido)	188.645,88	118.049,47	222.336,70	207.595,80	196.524,84
Gastos de Publicidad (1,2% Monto ventas totales)	89.582,66	89.582,66	89.582,66	89.582,66	89.582,66
IIBB (3%)	226.375,06	141.659,36	266.804,03	249.114,96	235.829,81
Impuesto a los débitos y créditos bancarios (1%)	75.458	47.220	88.935	83.038	78.610
<b>Total Egresos</b>	<b>7.850.270</b>	<b>3.216.782</b>	<b>6.594.094</b>	<b>1.943.209</b>	<b>600.547</b>
<i>Resultado bruto</i>	-304.434	1.505.197	2.299.374	6.360.623	7.260.446
Impuesto a las ganancias	-106.552	526.819	804.781	2.226.218	2.541.156
<b>Resultado Neto</b>	<b>-197.882</b>	<b>978.378</b>	<b>1.494.593</b>	<b>4.134.405</b>	<b>4.719.290</b>
Cálculo Rentabilidad sobre la inversión inicial					
Inversión inicial (Compra terreno)	-4.635.000				
Flujos de fondo	-197.882	978.378	1.494.593	4.134.405	4.719.290
<b>TIR =</b>	<b>27,8%</b>				
Flujos de Fondos Libres	-4.635.000	-197.882	978.378	1.494.593	4.134.405
Factor Actualización	1	1,130265456	1,443914119	1,844600288	2,356476867
Flujos Actualizados	-4.635.000	-175.076	677.587	810.253	1.754.486
<b>ESTADOS CONTABLES</b>					
<b>ACTIVOS</b>	<b>12.287.387</b>	<b>16.482.547</b>	<b>24.571.234</b>	<b>30.648.848</b>	<b>11.128.784</b>
Caja y Bancos	-	197.882	780.496	6.409.494	11.128.784
Terreno	4.635.000	4.635.000	4.635.000	4.635.000	-
Bienes de Cambio	7.850.269,59	11.067.051	17.661.145	19.604.354	-
<b>PASIVOS</b>	<b>7.545.835</b>	<b>303.861</b>	<b>572.297</b>	<b>534.354</b>	<b>-</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>4.741.552</b>	<b>16.178.687</b>	<b>23.998.937</b>	<b>30.114.494</b>	<b>11.128.784</b>
Acciones	5.065.151,09	5.065.151,09	5.065.151,09	5.065.151,09	5.065.151,09
Valor de la acción	0,94	3,19	4,74	5,95	2,20
Merval al 31/12 - Fuente www.bolsar.com	295,39	524,95	1071,95	1375,37	1543,31
Volumen Merval					
Acción IRSA	0,73	1,85	2,91	3,39	3,55
<b>Análisis de Variaciones</b>	<b>31/12/2000</b>	<b>31/12/2005</b>	<b>Variación</b>		
Merval	416,77	1.543,31	270%		
Acción emprendimiento	1,00	2,20	120%		
IRSA	1,67	3,55	113%		
<b>ANÁLISIS DE RENTABILIDAD DEL NEGOCIO</b>					
RENTABILIDAD SOBRE VENTAS	29,82%				
RENTABILIDAD SOBRE INVERSIÓN	240%				



**CASO 2**

2002-2006

<b>AÑO</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	
<i>Ingresos (USD)</i>						
Preventa de unidades	3.884.125	5.089.000	7.424.375	7.497.000	6.785.625	
Venta de viviendas						
Venta de cocheras	349.440	457.838	667.942	674.476	610.476	
Venta de locales		1.567.937	2.287.473	2.309.849	2.090.672	
<b>Total Ingresos</b>	<b>4.233.565</b>	<b>7.114.774</b>	<b>10.379.790</b>	<b>10.481.325</b>	<b>9.486.773</b>	
<i>Egresos (USD)</i>						
Compra de Terreno	2.200.000					
Costo de proyecto (3% CC)	349.278					
Costo de Construcción	867.241,84	3.280.315,07	6.060.318,40	1.434.718,15		
Costo de DDO (2% CC)	17.344,84	65.606,30	121.206,37	28.694,36		
Costo de Gerenciamiento (4% CC)	34.689,67	131.212,60	242.412,74	57.388,73		
Gastos de Administración (2% CC)	17.344,84	65.606,30	121.206,37	28.694,36		
Permisos y tasas (USD 0,5377/m2 2002)	18.819,50					
Seguros y servicios (0,4% CC)	3.468,97	13.121,26	24.241,27	5.738,87	-	
Gastos de Comercialización (2,5% Monto Vendido)	105.839,12	177.869,36	259.494,75	262.033,12	237.169,34	
Gastos de Publicidad (1,2% Monto ventas totales)	100.070,95	100.070,95	100.070,95	100.070,95	100.070,95	
IIBB (3%)	127.006,94	213.443,23	311.393,71	314.439,75	284.603,20	
Impuesto a los débitos y créditos bancarios (1%)	42.336	71.148	103.798	104.813	94.868	
<b>Total Egresos</b>	<b>3.883.440</b>	<b>4.118.393</b>	<b>7.344.142</b>	<b>2.336.592</b>	<b>716.711</b>	
<i>Resultado bruto</i>	350.125	2.996.381	3.035.648	8.144.733	8.770.062	
Impuesto a las ganancias	122.544	1.048.734	1.062.477	2.850.657	3.069.522	
<b>Resultado Neto</b>	<b>227.581</b>	<b>1.947.648</b>	<b>1.973.171</b>	<b>5.294.077</b>	<b>5.700.540</b>	
Cálculo Rentabilidad sobre la inversión inicial						
Inversión inicial (Compra terreno)	-2.200.000					
Flujos de fondo	227.581	1.947.648	1.973.171	5.294.077	5.700.540	
<b>TIR =</b>	<b>89,4%</b>					
Flujos de Fondos Libres	-2.200.000	227.581	1.947.648	1.973.171	5.294.077	5.700.540
Factor Actualización	1	1,376263056	2,606779855	4,937501723	9,352122014	17,7138543
Flujos Actualizados	-2.200.000	165.362	747.147	399.629	566.083	321.813
<b>ESTADOS CONTABLES</b>						
<b>ACTIVOS</b>	<b>6.311.021</b>	<b>12.377.062</b>	<b>21.694.375</b>	<b>29.325.044</b>	<b>15.143.017</b>	
Caja y Bancos	227.581	2.175.229	4.148.400	9.442.477	15.143.017	
Terreno	2.200.000	2.200.000	2.200.000	2.200.000	-	
Bienes de Cambio	3.883.440,10	8.001.833	15.345.975	17.682.567	-	
<b>PASIVOS</b>	<b>4.233.565</b>	<b>457.838</b>	<b>667.942</b>	<b>674.476</b>	<b>-</b>	
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>2.077.456</b>	<b>11.919.224</b>	<b>21.026.433</b>	<b>28.650.568</b>	<b>15.143.017</b>	
Acciones	2.649.349	2.649.349	2.649.349	2.649.349	2.649.349	
Valor de la acción	0,78	4,50	7,94	10,81	5,72	
Merval al 31/12 - Fuente www.bolsar.com	524,95	1071,95	1375,37	1543,31	2090,46	
Volumen Merval						
Acción IRSA	1,85	2,91	3,39	3,55	5,15	4,7
<b>Análisis de Variaciones</b>	<b>31/12/2001</b>	<b>31/12/2006</b>	<b>Variación</b>			
Merval	295,39	2.090,46	608%			
Acción emprendimiento	1,00	5,72	472%			
IRSA	0,73	5,15	605%			
<b>ANÁLISIS DE RENTABILIDAD DEL NEGOCIO</b>						
RENTABILIDAD SOBRE VENTAS	36,32%					
RENTABILIDAD SOBRE INVERSIÓN	688%					



**CASO 3**

2003-2007

AÑO	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Ingresos (USD)</i>					
Preventa de unidades	5.852.350				
Venta de viviendas		5.939.500	9.371.250	9.047.500	7.302.750
Venta de cocheras	526.513	534.354	843.095	813.968	657.000
Venta de locales		1.829.978	2.887.311	2.787.563	2.250.000
<b>Total Ingresos</b>	<b>6.378.863</b>	<b>8.303.832</b>	<b>13.101.656</b>	<b>12.649.031</b>	<b>10.209.750</b>
<i>Egresos (USD)</i>					
Compra de Terreno	3.530.000				
Costo de proyecto (3% CC)	407.421				
Costo de Construcción	1.093.438,36	3.636.191,04	7.173.590,76	1.677.493,46	
Costo de DDO (2% CC)	21.868,77	72.723,82	143.471,82	33.549,87	
Costo de Gerenciamiento (4% CC)	43.737,53	145.447,64	286.943,63	67.099,74	
Gastos de Administración (2% CC)	21.868,77	72.723,82	143.471,82	33.549,87	
Permisos y tasas (USD 0,5377/m2 2002)	18.819,50				
Seguros y servicios (0,4% CC)	4.373,75	14.544,76	28.694,36	6.709,97	-
Gastos de Comercialización (2,5% Monto Vendido)	159.471,58	207.595,80	327.541,40	316.225,78	255.243,75
Gastos de Publicidad (1,2% Monto ventas totales)	121.543,52	121.543,52	121.543,52	121.543,52	121.543,52
IIBB (3%)	191.365,89	249.114,96	393.049,69	379.470,94	306.292,50
Impuesto a los débitos y créditos bancarios (1%)	63.789	83.038	131.017	126.490	102.098
<b>Total Egresos</b>	<b>5.677.698</b>	<b>4.602.924</b>	<b>8.749.324</b>	<b>2.762.133</b>	<b>785.177</b>
<i>Resultado bruto</i>	701.165	3.700.908	4.352.333	9.886.898	9.424.573
Impuesto a las ganancias	245.408	1.295.318	1.523.316	3.460.414	3.298.600
<b>Resultado Neto</b>	<b>455.758</b>	<b>2.405.590</b>	<b>2.829.016</b>	<b>6.426.484</b>	<b>6.125.972</b>
Cálculo Rentabilidad sobre la inversión inicial					
Inversión inicial (Compra terreno)	-3.530.000				
Flujos de fondo	455.758	2.405.590	2.829.016	6.426.484	6.125.972
<b>TIR =</b>	<b>74,1%</b>				
Flujos de Fondos Libres	-3.530.000	455.758	2.405.590	2.829.016	6.426.484
Factor Actualización	1	1,319336955	2,29650387	3,997409462	6,958090779
Flujos Actualizados	-3.530.000	345.444	1.047.501	707.712	923.599
<b>ESTADOS CONTABLES</b>					
<b>ACTIVOS</b>	<b>9.663.455</b>	<b>16.671.969</b>	<b>28.250.309</b>	<b>37.438.926</b>	<b>18.242.820</b>
Caja y Bancos	455.758	2.861.348	5.690.364	12.116.848	18.242.820
Terreno	3.530.000	3.530.000	3.530.000	3.530.000	-
Bienes de Cambio	5.677.697,71	10.280.621	19.029.945	21.792.078	-
<b>PASIVOS</b>	<b>6.378.863</b>	<b>534.354</b>	<b>843.095</b>	<b>813.968</b>	<b>-</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>3.284.592</b>	<b>16.137.616</b>	<b>27.407.214</b>	<b>36.624.958</b>	<b>18.242.820</b>
Acciones	4.058.965	4.058.965	4.058.965	4.058.965	4.058.965
Valor de la acción	0,81	3,98	6,75	9,02	4,49
Merval al 31/12 - Fuente www.bolsar.com	1071,95	1375,37	1543,31	2090,46	2151,73
Volumen Merval					
Acción IRSA	2,91	3,39	3,55	5,15	4,7
<b>Análisis de Variaciones</b>					
	<b>31/12/2002</b>	<b>31/12/2007</b>	<b>Variación</b>		
Merval	524,95	2.151,73	310%		
Acción emprendimiento	1,00	4,49	349%		
IRSA	1,85	4,70	154%		
<b>ANÁLISIS DE RENTABILIDAD DEL NEGOCIO</b>					
RENTABILIDAD SOBRE VENTAS	36,02%				
RENTABILIDAD SOBRE INVERSIÓN	517%				



**CASO 4**

2004-2008

<b>AÑO</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<i>Ingresos (USD)</i>					
Preventa de unidades	6.830.425				
Venta de viviendas		7.497.000	11.309.375	9.737.000	8.400.000
Venta de cocheras	614.507	674.476	1.017.460	876.000	755.550
Venta de locales		2.309.849	3.484.454	3.000.000	2.587.500
<b>Total Ingresos</b>	<b>7.444.932</b>	<b>10.481.325</b>	<b>15.811.289</b>	<b>13.613.000</b>	<b>11.743.050</b>
<i>Egresos (USD)</i>					
Compra de Terreno	4.790.000				
Costo de proyecto (3% CC)	476.533				
Costo de Construcción	1.212.063,68	4.304.154,46	8.387.467,30	1.980.755,17	
Costo de DDO (2% CC)	24.241,27	86.083,09	167.749,35	39.615,10	
Costo de Gerenciamiento (4% CC)	48.482,55	172.166,18	335.498,69	79.230,21	
Gastos de Administración (2% CC)	24.241,27	86.083,09	167.749,35	39.615,10	
Permisos y tasas (USD 0,5377/m2 2002)	18.819,50				
Seguros y servicios (0,4% CC)	4.848,25	17.216,62	33.549,87	7.923,02	-
Gastos de Comercialización (2,5% Monto Vendido)	186.123,29	262.033,12	395.282,23	340.325,00	293.576,25
Gastos de Publicidad (1,2% Monto ventas totales)	141.824,63	141.824,63	141.824,63	141.824,63	141.824,63
IIBB (3%)	223.347,95	314.439,75	474.338,67	408.390,00	352.291,50
Impuesto a los débitos y créditos bancarios (1%)	74.449	104.813	158.113	136.130	117.431
<b>Total Egresos</b>	<b>7.224.975</b>	<b>5.488.814</b>	<b>10.261.573</b>	<b>3.173.808</b>	<b>905.123</b>
<i>Resultado bruto</i>	219.957	4.992.511	5.549.716	10.439.192	10.837.927
Impuesto a las ganancias	76.985	1.747.379	1.942.401	3.653.717	3.793.274
<b>Resultado Neto</b>	<b>142.972</b>	<b>3.245.132</b>	<b>3.607.315</b>	<b>6.785.475</b>	<b>7.044.653</b>
Cálculo Rentabilidad sobre la inversión inicial					
Inversión inicial (Compra terreno)	-4.790.000				
Flujos de fondo	142.972	3.245.132	3.607.315	6.785.475	7.044.653
<b>TIR =</b>	<b>62,4%</b>				
Flujos de Fondos Libres	-4.790.000	142.972	3.245.132	3.607.315	6.785.475
Factor Actualización	1	1,274433207	2,069908927	3,361904681	5,460338344
Flujos Actualizados	-4.790.000	112.185	1.567.766	1.072.998	1.242.684
<b>ESTADOS CONTABLES</b>					
<b>ACTIVOS</b>	<b>12.157.947</b>	<b>20.891.893</b>	<b>34.760.781</b>	<b>44.720.064</b>	<b>20.825.547</b>
Caja y Bancos	142.972	3.388.104	6.995.419	13.780.894	20.825.547
Terreno	4.790.000	4.790.000	4.790.000	4.790.000	-
Bienes de Cambio	7.224.974,94	12.713.789	22.975.362	26.149.170	-
<b>PASIVOS</b>	<b>7.444.932</b>	<b>674.476</b>	<b>1.017.460</b>	<b>876.000</b>	<b>-</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>4.713.015</b>	<b>20.217.417</b>	<b>33.743.321</b>	<b>43.844.064</b>	<b>20.825.547</b>
Acciones	5.408.358	5.408.358	5.408.358	5.408.358	5.408.358
Valor de la acción	0,87	3,74	6,24	8,11	3,85
Merval al 31/12 - Fuente www.bolsar.com	1375,37	1543,31	2090,46	2151,73	1079,66
Volumen Merval					
Acción IRSA	3,39	3,55	5,15	4,7	
<b>Análisis de Variaciones</b>	<b>31/12/2003</b>	<b>31/12/2008</b>	<b>Variación</b>		
Merval	524,95	1.079,66	106%		
Acción emprendimiento	1,00	3,85	285%		
IRSA	1,55	1,48	-5%		
<b>ANÁLISIS DE RENTABILIDAD DEL NEGOCIO</b>					
RENTABILIDAD SOBRE VENTAS	35,24%				
RENTABILIDAD SOBRE INVERSIÓN	435%				

## 10.8.- ANEXO Nº 8 – CÁLCULO DEL VALOR DE BETA

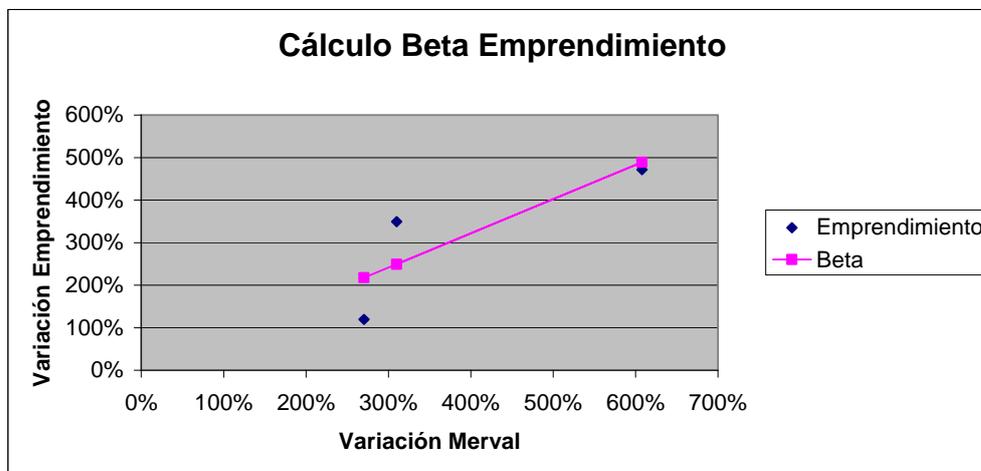
### CÁLCULO DE BETA

#### ACCIÓN EMPRENDIMIENTO VS MERVAL

	Variación Emprendimiento	Variación IRSA	Variación Merval	Calculado IRSA	Calculado Emprendimiento
2001-2005	120%	113%	270%	162%	217%
2002-2006	472%	605%	608%	586%	489%
2003-2007	349%	154%	310%	212%	249%
2004-2008	285%	-5%	106%	-45%	85%

BETA IRSA	1,258 apalancada	BETA IRSA	0,9 desapalancada
-----------	------------------	-----------	-------------------

BETA EMPRENDIMIENTO	0,804	(apalancada = desapalancada porque no hay costo de deuda)
---------------------	-------	---



### RIESGO Y COSTO DE CAPITAL

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

#### VALORES DE LA TASA LIBRE DE RIESGO

(Letras del Tesoro Norteamericano a 3 meses)

Fecha	Tasa libre de riesgo	Merval	Riesgo de Mercado (Spread Bonos - Riesgo País)	Ke
30/12/2000	5,70%	416,77	8,06%	12,2%
31/12/2001	1,74%	295,39	-29%	43,84%
31/12/2002	1,22%	524,95	78%	62,50%
31/12/2003	0,95%	1071,95	104%	57,78%
31/12/2004	2,22%	1375,37	28%	49,43%
31/12/2005	4,08%	1543,31	12%	4,93%
31/12/2006	5,02%	2090,46	35%	2,49%
31/12/2007	3,36%	2151,73	3%	3,94%
31/12/2008	0,50%	1079,66	-50%	18,147%

Fuente: Centro de Economía Internacional en base a MECON y J.P.Morgan

#### RATIOS DE RENTABILIDAD

Período	Rentabilidad sobre la inversión inicial	% anual	Rentabilidad sobre ventas	% anual	Ke al inicio
2001-2005	240%	48%	29,82%	5,96%	12,2%
2002-2006	688%	138%	36,32%	7,26%	37,0%
2003-2007	517%	103%	36,02%	7,20%	51,5%
2004-2008	435%	87%	35,24%	7,05%	47,4%

### 10.9.-ANEXO Nº 9

VALOR DE PROPIEDADES EN DIFERENTES CIUDADES DEL MUNDO - Fuente: Global Property

