

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

**ESCUELA DE POSTGRADO**



**Buenas Prácticas en Financiamiento y *Cash Management***  
**para Empresas Inmobiliarias Promotoras de Departamentos entre los años**  
**2012 y 2016**

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGÍSTER EN**  
**FINANZAS CORPORATIVAS Y RIESGO FINANCIERO**  
**OTORGADO POR LA**  
**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

**PRESENTADA POR:**

**Francisco José Blanco Gordon**

**Paulo Cesar Estabridis Navarro**

**Katherine de Jesús Flores Maldonado**

**Gretel Rondón Ismodes**

**Asesor: Carlos Agüero Olivos**

Surco, junio de 2018

## **Agradecimientos**

Los estudiantes autores de la presente tesis agradecen sinceramente a su asesor Ph. D. Carlos Agüero y al profesor Ph. D. Daniel Guevara, por la excelente orientación y apoyo en el desarrollo y elaboración de esta tesis. Asimismo, por sus consejos y críticas que siempre contribuyeron a nuestro conocimiento y guía en este camino.

A la Arquitecta Fiorella Guerra y al Licenciado en Administración Rubén Guzmán por su apoyo en el desarrollo de esta tesis.



## Dedicatorias

A mis padres que siempre impulsaron mis ganas de aprender, gracias por cada consejo y palabra de aliento.

Katherine Flores



## Resumen Ejecutivo

La presente tesis presenta una investigación sobre las buenas prácticas en financiamiento y *cash management* que pueden desarrollar las empresas promotoras inmobiliarias de departamentos en el Perú. El análisis se basó en la consultoría con diversos expertos en el sector, todos ellos altos funcionarios en diversos tipos de inmobiliarias. Asimismo, se analizó el caso emblemático de la quiebra de la que fue en su momento la inmobiliaria más grande del país buscando comprender los principales motivos de su colapso.

La metodología utilizada ha sido el enfoque cualitativo y fenomenológico ya que, a través de una lógica inductiva, los investigadores buscan generar ideas para responder a la pregunta planteada de la investigación mediante la exploración y descripción del fenómeno.

Entre los aportes de la investigación, se evidenció la existencia de buenas prácticas comunes que permiten generar mejores resultados económicos en los proyectos inmobiliarios de departamentos, indistintamente si fuesen orientados a mercados de vivienda social o de lujo.

## **Abstract**

This thesis presents an investigation on what good practices in financing and cash management can be found in real estate developer companies of departments in Peru. The analysis was based on consulting with various experts in the sector, all senior officials in various types of real estate groups. Likewise, the emblematic case of the bankruptcy of what was at the time the largest real estate company in the country, seeking to understand the main reasons for its collapse was analyzed.

The methodology used was the qualitative and phenomenological approach since by means of an inductive logic, researchers search through the exploration and description of the phenomenon, generate ideas to answer the question posed by the research.

Among the contributions of the research was the existence of good common practices that allow generating better economic results in the real estate projects of departments, indistinctly if they were oriented to social housing or luxury markets.

## Tabla de Contenidos

<b>Capítulo I. Introducción.....</b>	<b>1</b>
1.1 Antecedentes .....	1
1.1.1 Historia del Sector Inmobiliario en el Perú.....	7
1.2 Problema de Investigación .....	11
1.3 Propósito de la Investigación .....	13
1.3.1 Objetivos de investigación.....	13
1.3.2 Preguntas de Investigación .....	13
1.4 Justificación de la Investigación .....	14
1.5 Limitaciones.....	14
1.6 Delimitaciones.....	15
<b>Capítulo II. Revisión de la Literatura.....</b>	<b>16</b>
2.1 Mapa Conceptual .....	16
2.2. Gestión Financiera .....	16
2.2.1 Historia.....	16
2.2.2. Definición .....	17
2.2.3. Cash Management.....	20
2.2.4. Gestión de riesgos .....	22
2.2.5. Buenas Prácticas .....	23
2.2.6. Planeamiento Tributario .....	24
2.3. Condicionantes Sector Inmobiliario de Viviendas en Perú .....	25
2.4. Proceso Empresarial del Sector Inmobiliario de Viviendas .....	27
2.4.1. Análisis del flujo de caja de un proyecto inmobiliario típico .....	40
2.4.2. Riesgos de un proyecto inmobiliario típico .....	40
2.5. Efecto financiero del crédito fiscal del IGV en el Sector Inmobiliario .....	44

<b>Capítulo III. Metodología.....</b>	<b>47</b>
3.1. Diseño de la Investigación .....	47
3.2. Población.....	49
3.3. Diseño de la Muestra .....	49
3.4. Consentimiento Informado .....	51
3.5. Confidencialidad .....	51
3.6. Instrumentos de medición .....	51
3.7. Recolección de Datos.....	52
3.8. Análisis e Interpretación de Datos .....	53
<b>Capítulo IV. Presentación y Discusión de Resultados .....</b>	<b>54</b>
4.1. Perfil de las Empresas .....	54
4.2. Perfil de los Informantes .....	57
4.3. Presentación y Discusión de Resultados .....	60
4.3.1. Atributos de las empresas analizadas.....	60
4.3.2. Estructura de capital y evaluaciones de proyectos.....	63
4.3.3. Estructura de costos e indicadores financieros .....	66
4.3.4. Buenas prácticas .....	68
4.3.5. Enfoque Tributario.....	73
4.3.6 Caso Inmobiliari .....	74
4.3.7. Análisis transversal de los casos .....	77
<b>Capítulo V. Conclusiones y Recomendaciones.....</b>	<b>80</b>
5.1. Conclusiones.....	80
5.2. Recomendaciones .....	89
<b>Referencias .....</b>	<b>90</b>
<b>Apéndice A .....</b>	<b>96</b>

**Apéndice B** ..... **108**

**Apéndice C** ..... **121**





**Lista de Tablas**

Tabla 1 <i>Distribución promedio de costos de un proyecto multifamiliar</i> .....	30
Tabla 2 <i>Perfil de los informantes</i> .....	58
Tabla 3 <i>Alternativas de Estructura de Costos para Proyectos Inmobiliarios</i> .....	67
Tabla 4 <i>Análisis de sensibilidad en base al financiamiento del terreno en un proyecto inmobiliario de vivienda masiva</i> .....	81
Tabla 5 <i>Análisis de sensibilidad en base al financiamiento del terreno en un proyecto inmobiliario de vivienda de lujo</i> .....	82



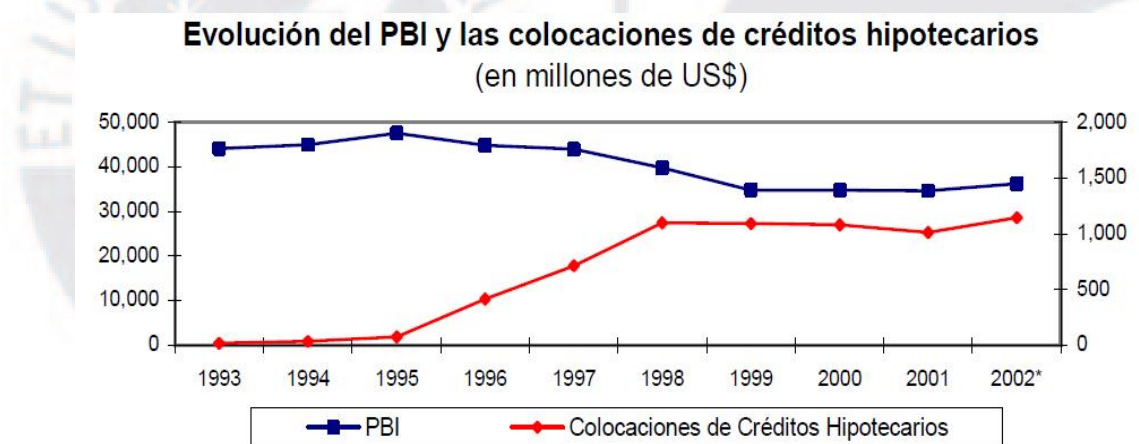
## Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Evolución del PBI y las colocaciones de Créditos Hipotecarios. ....	1
<i>Figura 2.</i> Evolución de la venta de departamentos. ....	2
<i>Figura 3.</i> MiVivienda: saldo y proporción de los créditos hipotecarios totales. ....	3
<i>Figura 4.</i> Evolución de la morosidad de créditos hipotecarios para vivienda. ....	4
<i>Figura 5.</i> Número de departamentos vendidos por año en Lima. ....	10
<i>Figura 6.</i> Precio de venta promedio por año en Lima. ....	11
<i>Figura 7.</i> Mapa Conceptual de la Investigación de Tesis .....	16
<i>Figura 8.</i> Categorías principales de riesgo. ....	22
<i>Figura 9.</i> Indicadores claves para el control de riesgos. ....	23
<i>Figura 10.</i> Etapas de un proyecto inmobiliario de una fase comercial. ....	37
<i>Figura 11.</i> Etapas de un proyecto inmobiliario de dos fases comerciales. ....	38
<i>Figura 12.</i> Flujo de caja de un proyecto inmobiliario de dos fases comerciales. ....	39
<i>Figura 13.</i> Matriz de riesgos para una empresa inmobiliaria promotora de departamentos. ...	41
<i>Figura 14.</i> Esquema proyectado de trabajo del Grupo Inmobiliari .....	75
<i>Figura 15.</i> Esquema real de trabajo del Grupo Inmobiliari .....	76
<i>Figura 16.</i> Esquema general de los procesos de una inmobiliaria .....	83
<i>Figura 17.</i> Esquemas de dos proyectos (diseño técnico y las condiciones de estructuración financiera que requiere) .....	86
<i>Figura 18.</i> Esquema de dos proyectos (diseño técnico y el impacto que genera en las variables preventa y plazos) .....	87

## Capítulo I. Introducción

### 1.1 Antecedentes

Desde el año 2002, el crecimiento acumulado en el sector inmobiliario en el Perú, focalizado ampliamente en Lima, ha venido incrementándose a un ritmo vertiginoso con un promedio del 17% anualmente (Cámara Peruana de la Construcción, 2016). Si bien la economía peruana comenzaba a mostrar claros rasgos de recuperación para mediados de los años 90, el sector inmobiliario no tuvo mayor activación. Mientras que la activación de los créditos de consumo de la banca privada pudo incluir a los sectores más bajos (Poggi, Romero, Luy, & Sotomayor, 2015); hasta inicios del año 2000, los créditos hipotecarios eran muy escasos y exclusivos para la clase alta (Ver Figura 1).



*Figura 1.* Evolución del PBI y las colocaciones de Créditos Hipotecarios. Tomado de *El Mercado de Crédito Hipotecario de Perú* (p. 21) (Eyzaguirre & Calderón, 2003)

La creación del Fondo MiVivienda en el año 1999 mediante el Decreto Supremo 001-99-MTC, la dramática activación del mismo en el año 2000 y las mejores condiciones económicas del país gracias al súper ciclo mundial de los metales (Gestión, 2013) permitieron una verdadera transformación en el sector inmobiliario. El Fondo MiVivienda no sólo demostró a la banca privada que había demanda efectiva dispuesta a tomar créditos hipotecarios, sino principalmente demostró que las tasas de morosidad eran muy bajas, por lo que la percepción de riesgo cambió drásticamente en el sistema privado financiero (Choque,

Pinto, & Peña, 2017). La creación del fondo MiVivienda representó una red de seguridad hacia los bancos puesto que, por su naturaleza, funciona como una banca de segundo piso siendo los bancos privados los que evalúan, califican, otorgan y gestionan los préstamos hipotecarios y no el Estado directamente hacia el mercado. Es importante tener claro que en el Perú todo el sistema hipotecario, antes de la creación de este fondo, venía de entidades estatales como el Banco Central Hipotecario o el Banco de la Vivienda y de mutuales privadas, sistemas que fracasaron por sus malas administraciones y la crisis económica de los 80. En la economía peruana, donde se estima que el 70% de los trabajadores son informales, poder generar instrumentos de inclusión financiera al crédito hipotecario fue uno de los más grandes avances (Eyzaguirre & Calderón, 2003).

Hasta mediados de los años 90, los créditos de consumo recién comenzaban a incluir en su cartera a los llamados sectores C y D; sin embargo, recién con la llegada del siglo XXI el sistema hipotecario logró incorporarlos, siendo estos la mayoría de la demanda efectiva existente. Para inicios del año 2000; con una economía en auge, una moneda sólida y una banca con deuda cada vez menos dolarizada, se da el contexto oportuno para el auge inmobiliario (Ver Figura 2).

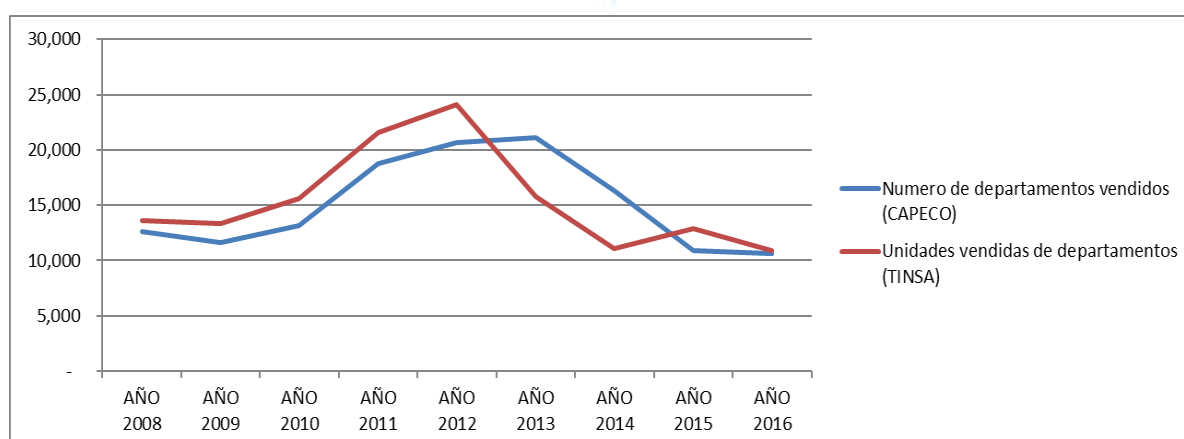


Figura 2. Evolución de la venta de departamentos.

Adaptado de *Memoria Anual 2016* (Banco Central de Reserva del Perú, 2016)

Con el Fondo MiVivienda ya afianzado, los bancos se apresuraron a ofrecer planes de ahorro para aprobar créditos hipotecarios a esta gran cantidad de clientes (Ver Figura 3).

Gracias a estas nuevas condiciones, diversos capitales invirtieron en el negocio inmobiliario dinamizando aún más la oferta; muchos de estos capitales fueron de familias locales que reiniciaron empresas con nuevos nombres y otras de capital extranjero que aprovecharon las condiciones legales peruanas que permiten la venta de un bien futuro.

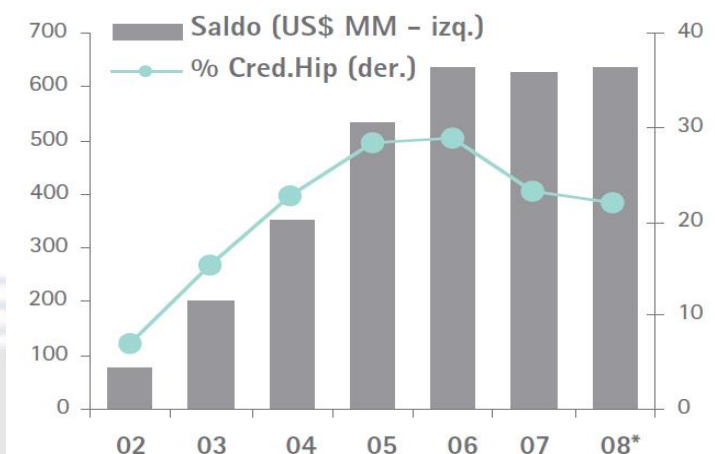


Figura 3. Mi Vivienda: saldo y proporción de los créditos hipotecarios totales. Tomado de *Situación Inmobiliaria Perú Agosto 2008* (p. 11) (BBVA, 2008)

Así pues, este crecimiento trajo consigo la creación de muchas empresas nuevas y la reactivación de otras veteranas. Estas condiciones permitieron por vez primera que se den enormes desarrollos inmobiliarios de viviendas por cuenta de capitales privados (hasta antes los grandes desarrollos eran obras estatales). Conjuntos habitacionales de miles de departamentos pasaron a ser algo real en pocos años, mientras en los años 90 un proyecto de 100 viviendas era un gran proyecto, en los 2000 se dieron proyectos de miles de unidades, con velocidades de venta de hasta más de un departamento al día. Nuevas tecnologías constructivas, formas de ventas, canales y estrategias de marketing; así como la reformulación de la normativa existente para parámetros técnicos, que dejaron atrás el Reglamento Nacional de Construcción por el nuevo Reglamento Nacional de Edificaciones y la modificación parcial de la ley 27157 por la 29090, fueron elementos que dinamizaron potentemente el sector inmobiliario. Sin embargo, esta bonanza no podía durar por siempre.

En el año 2008, en Estados Unidos de América estalla la crisis sub prime o crisis *ninja* (*no income, no jobs and assets*), llamada también la crisis de la burbuja inmobiliaria.

Esta fue causada principalmente por las laxas barreras de evaluación de riesgo crediticio en bancos, por las cuales se otorgaban hipotecas a personas sin ingresos ni trabajos que a su vez fueron el sustento de bonos basura (Abadía, 2008). Conforme se logró determinar el diagnóstico de la crisis quedó expuesto que, fuera de los sofisticados y frágiles instrumentos financieros que operaron su colapso, el motivo estructural fue la incapacidad de pago de las hipotecas por parte de los *ninjas*, que arrastró consigo el castillo de naipes financiero construido sobre esto. El Perú, por su poca bancarización y exigente regulación en créditos hipotecarios, no fue impactado de forma severa por esta crisis (Gestión, 2013); sin embargo, conforme los precios de las viviendas subían de modo vertiginoso, se comenzó a hablar sobre el riesgo de una burbuja especulativa.

En el año 2012, con un constante dinamismo en créditos hipotecarios y de consumo, se observó un aumento de la tasa de morosidad en créditos hipotecarios (Ver Figura 4); correlacionado con el aumento de deuda de consumo por parte de las tarjetas de crédito, la Superintendencia de Banca y Seguros y el Banco Central de Reserva procedieron a tomar medidas preventivas.

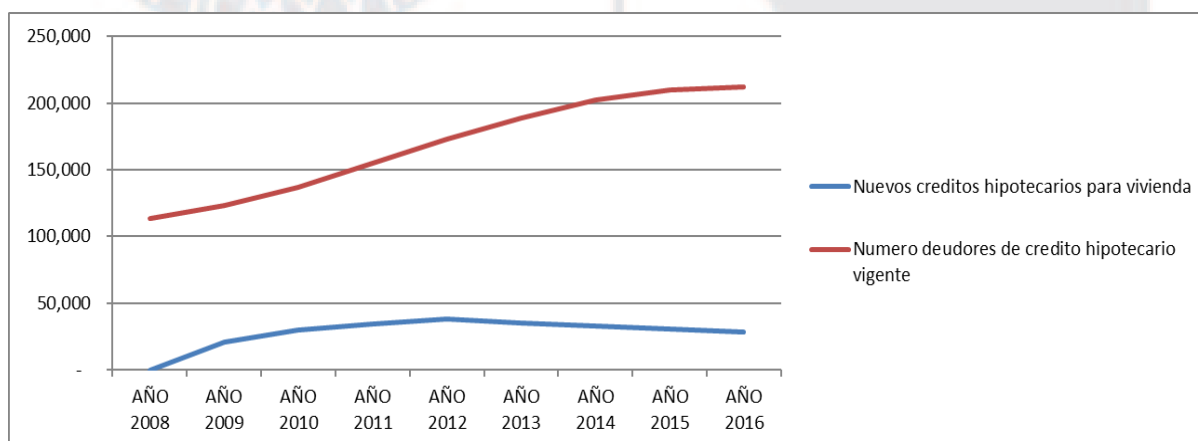


Figura 4. Evolución de la morosidad de créditos hipotecarios para vivienda. Adaptado de *Memoria Anual 2016* (Banco Central de Reserva del Perú, 2016)

El principal objetivo de estas medidas fue eliminar el riesgo de una burbuja inmobiliaria. Sobre esto, el trabajo *Medidas Macropudenciales aplicadas en el Perú* (2014) mencionó:

Entre diciembre de 2002 y diciembre de 2012, los créditos de consumo e hipotecario otorgados por el sistema financiero crecieron a una tasa promedio anual de 17,3 % y 19,3 %, respectivamente. Con ello, incrementaron su participación en el total de créditos de 11,3 % a 20,6 %, en el caso de consumo y de 9,2 % a 14,6 %, en el caso de hipotecario (Choy & Chang, 2014).

Las medidas preventivas consistieron en subir la cuota inicial de los créditos de segundas viviendas, así como la tasa de encaje en soles y dólares (Resolución 6034-2013 SBS); asimismo, se redujeron los plazos de préstamos a un máximo de 20 años. Todo esto se tradujo en el endurecimiento de los procesos de aprobación para formales e informales ya que los bancos subieron sus tasas de interés y rigidizaron sus políticas de desembolsos (Scotiabank, 2015). Este cambio, sumado a otros factores coyunturales como el fin del súper ciclo de los metales y sus beneficios para el Perú, irían sentando las causas de la desaceleración del sector inmobiliario. Conforme el boom fue expandiéndose tanto en Lima como provincias, los suelos de mayor rentabilidad potencial fueron consumiéndose de forma gradual. Con esto, los precios de los suelos restantes con similares características, subieron exponencialmente de precio y con ello los precios de las viviendas (Orrego F. , 2014). Lograr encontrar un buen terreno con alto potencial de rentabilidad a una pugna, dejó de ser sencillo entre promotores; es importante tener claro que el suelo es un recurso difícilmente renovable. En ciudades como Lima, cuya configuración es producto del *sprawl* o crecimiento horizontal desmedido (Arellano & Roca, 2015), los polos de atracción urbanos conforman centros dejando en los alrededores las zonas menos consolidadas hasta llegar a los límites de lo rural. La renovación urbana de estos centros se da entonces cuando ya no existe suelo disponible en ellos.

La primera renovación de suelo viene por la demolición de viviendas unifamiliares (uno o dos pisos) para en su lugar construir edificios multifamiliares (cuatro o cinco pisos),

pasando luego por una segunda renovación urbana donde se debe demoler edificios multifamiliares de baja altura y densidad para construir multifamiliares de gran altura y alta densidad (entre 10 y 30 pisos). Este proceso de renovación de suelo se viene dando también en zonas industriales que quedaron dentro de la ciudad, sobre todo donde los amplios tamaños de los terrenos hacen atractivo sus cambios de uso. Este crecimiento y densificación de la ciudad también generó la saturación de las redes de servicios públicos, con lo que poco a poco el costo de implementar estas redes fue un gasto mayor para los promotores. Donde antes vivía una familia, ahora pasan a vivir 100 familias; por consecuencia hay una mayor demanda de servicios de electricidad, agua y desagüe que cubrir.

A su vez, en la vorágine comercial por destacar sobre la competencia, las campañas y medios de ventas fueron sofisticándose con puestos de venta que dejaron de ser un sencillo ambiente de guardianía en la obra, para pasar a ser salones espectaculares donde el cliente podía visitar los modelos de viviendas a escala real finamente decorados lo que significó un nuevo estándar de gastos en ventas. Del mismo modo, las normativas de edificación fueron evolucionando exigiendo cada vez condiciones con implicancias más costosas de construir, tanto por estándares de seguridad como por niveles de calidad. Finalmente, mientras el precio de las viviendas se multiplicó aproximadamente por tres en 15 años (Orrego F. , 2014), los precios de los autos inclusive bajaron ligeramente en cuanto al fortalecimiento de la moneda nacional respecto al dólar (BBVA, 2014), siendo el automóvil un bien renovable con mucha mayor frecuencia respecto a las viviendas. Este factor que podría parecer menor impactó al sector, ya que mientras en el año 1998 un proyecto MiVivienda (con unidades a precio de 35 Unidad Impositiva Tributaria [UIT]) podía ser comercializado con sólo un tercio de cocheras del total de departamentos (33%); en el 2016 (con unidades a precio de 80 UIT) requería comercialmente por lo menos un 50% de cocheras del total de departamentos para no desacelerar la venta por ausencia de estacionamientos, cada vez más familias tenían o



planificaban tener un auto. Esta variable fue obligando poco a poco a destinar más área para estacionamientos; área que, al ser escasa en superficie, termina dándose en la construcción de varios niveles de sótanos incrementando los costos de obra.

Dicho todo esto, se va vislumbrando cómo los márgenes de los promotores fueron ajustándose, así como la competencia entre estos fue siendo más agresiva. Es clave comprender que, por la naturaleza del negocio inmobiliario, los plazos de aprobación y flujos de caja duplicaron su proyección (R. Díaz, comunicación personal, 18 de enero de 2018). Como suele suceder en los ciclos de bonanza, mientras las ventas son buenas y existe exceso de liquidez, no hay necesidad imperante de hacer más eficientes los procesos; sin embargo, conforme la bonanza fue terminando y el mercado madurando, la necesidad de poder determinar buenas prácticas financieras para el crecimiento y subsistencia de las empresas inmobiliarias se ha vuelto un elemento primordial (Arce, Rodrigo, 2015).

### **1.1.1 Historia del Sector Inmobiliario en el Perú**

La ciudad de Lima concentró los primeros intentos de desarrollo inmobiliario en el país; al principio promovido únicamente por el Estado y luego incipientemente por privados que desarrollaban lotizaciones y, en algunos casos, construían las viviendas. En las últimas décadas con la mejora de los indicadores económicos, el Perú inició un desarrollo real del mercado de viviendas. Inicialmente, a principios del siglo XX, los complejos habitacionales surgieron como barrios obreros en las cercanías de las haciendas y fábricas con muy pocas unidades de vivienda, con malas condiciones de salubridad y en situaciones precarias y turgurizadas. Con la creación del Banco Central Hipotecario, fundado el 09 de marzo de 1929 durante el segundo gobierno del presidente Augusto B. Leguía, y los esfuerzos del General Oscar R. Benavides en la siguiente década se dictaron las primeras políticas gubernamentales para dar solución al problema de vivienda social. Se promovió la construcción del llamado barrio obrero Modelo del Frigorífico en el Callao, que contaba con 118 casas construidas bajo

normas modernas, mucho más amplias y con equipamiento urbano adecuado (Orrego J. , 2011). Durante este gobierno, se construyó también el barrio obrero N°1 en la Victoria que contaba con 61 casas y luego, en el Rímac, se construyeron los barrios obreros N°2 con 44 casas, el N°3 con 254 y el N°4 con 374 viviendas. Este último financiado mediante la emisión de bonos del Ministerio de Hacienda, que se pagarían con los alquileres de las casas.

En 1946 se creó la Corporación Nacional de Vivienda (CNV) durante el gobierno del presidente José Bustamante y Rivero, en ese momento el arquitecto Fernando Belaunde Terry era diputado y fue quien promovió esta iniciativa. Esta corporación se financiaba en parte con los flujos de alquiler generados y con donaciones del Estado, su principal obra fue la unidad vecinal N°3 ubicada en la actual avenida Colonial que contó con 1,002 viviendas con áreas entre 68 y 100 metros cuadrados (Meza, 2016).

En la década del 60 se creó el Banco de la Vivienda del Perú en un nuevo intento por darle vigor a la solución de vivienda, esta entidad sirvió como banco de ahorros y de préstamos para viviendas de bajo costo y de financiamiento de asociaciones de mutuales de crédito para vivienda que estaban exonerados de impuestos y todas las utilidades debían ser reinvertidas en nuevos préstamos. Asimismo, durante esta década, se formó la Junta Nacional de Vivienda que reemplazó a la CNV, esto durante el primer gobierno del Arq. Belaunde. Esta acción logró la reactivación de proyectos que se habían dejado de lado como los conjuntos habitacionales Mirones y Matute. Por otro lado, se obtuvieron préstamos del Banco Interamericano de Desarrollo por más de 22 millones de dólares con los cuales se pudo construir la Residencial San Felipe que contó con 1,900 viviendas y el gran conjunto habitacional El Palomino en el Cercado de Lima, que contó con 2,000 viviendas (Santisteban, 2005).

A finales de la década del 70, se creó el Fondo Nacional de vivienda (FONAVI), durante el gobierno militar de Francisco Morales Bermúdez. Este fue un organismo adjunto al

Banco de Vivienda y se financió con el descuento del 1% de planilla de todos los trabajadores; pero fue durante el segundo gobierno de Belaunde que los fondos fueron utilizados para construir viviendas de clase media entre los que destacan Las Torres de San Borja, Precusores, Marbella, Limatambo, Pachacamac, Ciudad Satélite de Santa Rosa y el proyecto Carlos Cueto Fernandini (Eyzaguirre & Calderón, 2003).

El siguiente hito importante en el desarrollo inmobiliario fue la creación del Fondo MiVivienda en el año 1999 mediante el Decreto Supremo 001-99-MTC. En los 15 años anteriores no hubo mayores cambios relevantes en el sector; por el contrario, las políticas de vivienda durante el gobierno de Alan García y el primer periodo de Alberto Fujimori se ciñeron únicamente a las entregas de títulos de propiedad, por parte del Estado, a pueblos jóvenes y asentamientos humanos. Adicional a ello, se dio el congelamiento del precio de los materiales de construcción y facilidades de préstamos con bajas tasas de interés del Banco de Materiales para buscar promover la autoconstrucción de viviendas mediante asesorías técnicas y financiamiento de insumos de construcción que lamentablemente no podían llegar a cubrir en cantidad ni calidad la enorme demanda del crecimiento urbano (Seminario & Ruiz, 2008).

El fondo MiVivienda fue creado en el año 1998 como un adjunto al Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento, y absorbió todos los pasivos y activos del FONAVI. Su rol cambió de constructor a promotor y financiador de viviendas, mediante la disposición de financiamiento por medio de bonos a los desarrolladores inmobiliarios que decidiesen participar y construir viviendas dentro de los programas del fondo. En el año 2002 el fondo fue adscrito al Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento, y se creó el programa Techo Propio. En el año 2006, se constituyó como una sociedad anónima; y sus fondos empezaron a ser asignados a través del Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado (Fonafe). El fondo MiVivienda empezó a fungir como banco de

segundo piso para el mercado inmobiliario, otorgando líneas de fondeo para créditos hipotecarios hacia entidades sector financiero (Pizarro, 2012). Esta nueva mecánica, sumada al importante crecimiento económica del Perú en la década del 2000, permitió un auge en la construcción de viviendas (ver Figura 5), centros comerciales, oficinas e incluso almacenes.

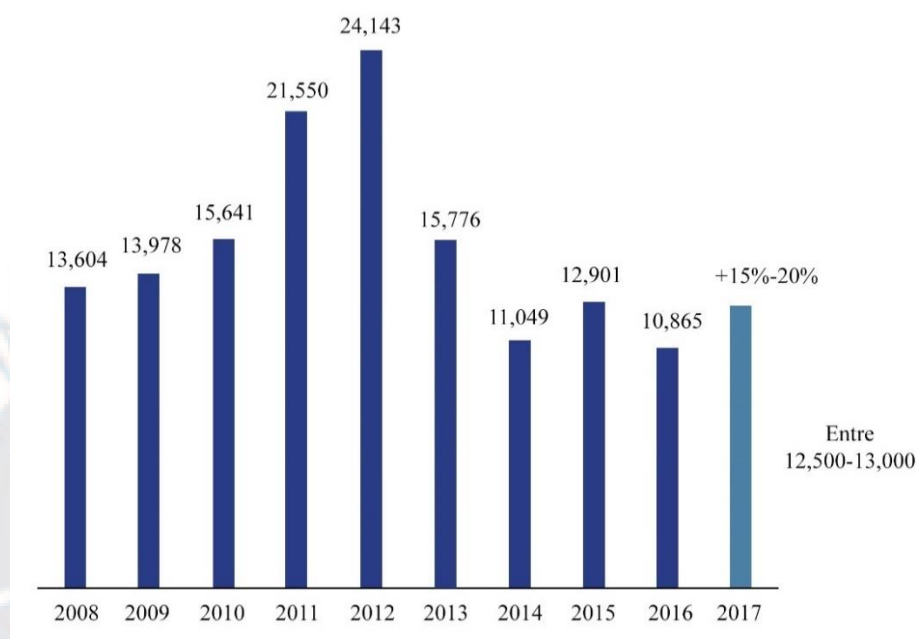


Figura 5. Número de departamentos vendidos por año en Lima. Tomado de *Situación Inmobiliaria 2017* (BBVA, 2017)

Dado el enorme déficit existente de viviendas (incluso actualmente), el poder tener mecanismos de financiamiento permitió activar radicalmente este sector. Con esto llegaron muchos capitales extranjeros directamente para crear nuevas promotoras. Un ejemplo emblemático de esto fue la empresa Imagina (de capital chileno) que, en el año 2004, ingresó al Perú trayendo conceptos disruptivos para el mercado local. Rápidamente las principales empresas del rubro imitaron este modelo a fin de mantener competitividad. Este auge trajo un incremento muy acelerado de los precios de los suelos y viviendas (ver Figura 6), causando una alarma sobre una supuesta burbuja inmobiliaria en Lima (Zubiate, 2015). Aumento en los precios del orden de hasta el 30% anual (Vargas, Castro, & Bautista, 2011) fueron motivo para atraer más capitalistas interesados en invertir en este sector.



*Figura 6. Precio de venta promedio por año en Lima.*

Tomado de *El Mercado Inmobiliario en Perspectiva* (Scotiabank, 2015)

De este modo, en pocos años el mercado de departamentos en Lima (y con un ligero desfase en provincias) pasó de ser desestructurado a tener rango de precios acotados claramente, así como productos muy definidos y sobre todo tener una profesionalización en la atención al cliente y fuerza de ventas (Rodríguez P., 2012). Las empresas ya no vendían viviendas, ahora vendían estilos de vida, conceptos de recreación, esparcimiento, seguridad y hasta salud (Gestión, 2017). Esta sofisticación en el mercado y el consumo constante de suelos para nuevos proyectos devino en una madurez que poco a poco fue enfriando el dinamismo inicial de la década del 2000.

A partir del año 2014, se sumó a esta madurez del mercado las restricciones impuestas por la SBS y el BCR que buscaron enfriar el consumo de créditos hipotecarios, así como el final del super ciclo de los metales a nivel mundial, con lo que se marcó un quiebre severo al desarrollo del sector inmobiliario. A partir de entonces, la caída de diversas empresas promotoras generó que los proyectos sean mucho más medidos y analizados en todas sus etapas iniciales, así como controlados en su ejecución.

## **1.2 Problema de Investigación**

El problema planteado radica en determinar cuáles son las prácticas en el financiamiento y *cash management* en proyectos inmobiliarios que resultan determinantes

para alcanzar los indicadores de rentabilidad que las promotoras de departamentos manejaron entre los años 2012 y 2016 (VAN, TIR, ROI, ROS); con esto, se identifican las mejores prácticas para poder controlar los resultados esperados y acotar los riesgos del mejor modo posible. El problema amerita investigarse puesto que el poder detectar cuáles son las mejores prácticas de financiamiento y *cash management* podrá servir de base para investigaciones más profundas sobre el tema.

El sector construcción genera un gran impacto en la economía peruana a nivel de creación de nuevos puestos de trabajo, mayor dinamismo en el sector financiero y aporte al Producto Bruto Interno (PBI). Dentro de este sector, las edificaciones (construcciones que no son infraestructura) y en especial la construcción de viviendas dinamizan el crecimiento del consumo y la generación de puestos de trabajo de forma directa e indirecta. El boom inmobiliario en Perú es un fenómeno reciente que data del año 2000, este causó una revolución tanto en la penetración de créditos hipotecarios como en la creación de nuevas empresas, modificando la dinámica del negocio completamente. La literatura existente sobre buenas prácticas financieras para empresas promotoras de departamentos es, por tanto, reducida a nivel de publicaciones extensas y específicas. El cuerpo existente se centra en tesis académicas enfocadas en planes de negocio, planes estratégicos o evaluaciones de proyectos inmobiliarios puntuales, así como en diversos artículos de medios especializados, que enfocan de modo transversal el tema. Sin embargo, en este contexto la base de conocimiento sobre fundamentos financieros sí es abundante y, por tanto, se convierte en la base para poder plantear la investigación extrapolando las buenas prácticas de finanzas corporativas hacia las buenas prácticas financieras de empresas promotoras de viviendas.

Bajo este enfoque, los principales supuestos teóricos sometidos a corroborar son modelos del costo de capital, estructura de deuda y nivel de apalancamiento; del mismo

modo, se determina qué procesos en una inmobiliaria incrementan las probabilidades de lograr parámetros de buena salud financiera.

### **1.3 Propósito de la Investigación**

El sector inmobiliario en el Perú, desde inicios del presente siglo, ha presentado un crecimiento sostenido llegando a crecer en los últimos 15 años en promedio 7.7% (Palomino, Hennings, & Echevarría, 2017). A partir del año 2014, debido a los factores antes mencionados, el sector entró en una etapa de recesión y las empresas empezaron a verse afectadas con esta desaceleración por lo que se hizo necesario iniciar la búsqueda de optimización de procesos para sobrellevar este fenómeno. El propósito del presente estudio es identificar buenas prácticas en financiamiento y *cash management* de empresas del sector inmobiliario de venta de departamentos, para lo cual se analizará los casos de empresas pertenecientes a este sector.

#### **1.3.1 Objetivos de investigación**

**Objetivo principal.** Identificar qué buenas prácticas en financiamiento y *cash management* permitieron mejores resultados de rentabilidad en las empresas inmobiliarias promotoras de departamentos, entre los años 2012-2016.

#### **Objetivos secundarios:**

Identificar las empresas inmobiliarias, según el método de muestra por conveniencia, sobre las cuales se realice la investigación para determinar cuáles son las mejores prácticas en financiamiento y *cash management* de estas empresas.

Determinar qué variables en la estructuración financiera son las que mayor impacto tienen sobre los resultados económicos de las promociones inmobiliarias.

#### **1.3.2 Preguntas de Investigación**

#### **Pregunta principal:**

¿Qué prácticas en financiamiento y *cash management* se pueden considerar como buenas o mejores en el sector inmobiliario para empresas de venta de departamentos entre los años 2012 y 2016?

***Preguntas secundarias:***

¿Qué indicadores financieros se ven afectados por estas buenas prácticas y cuanta repercusión tienen sobre los resultados económicos?

¿Qué tan replicables son estas buenas prácticas para nuevas inmobiliarias de venta de departamentos?

#### **1.4 Justificación de la Investigación**

Dado el gran crecimiento inmobiliario que ha tenido el país en los últimos 18 años, el incremento de nuevas empresas dedicadas al rubro ha sido exponencial. Sin embargo, este crecimiento no ha sido planificado dándose casos de éxito y crecimiento sostenido, así como también casos de total fracaso. Por tal razón, la investigación busca proponer las mejores prácticas financieras que viabilicen el crecimiento sostenido de las empresas en el sector inmobiliario.

#### **1.5 Limitaciones**

El presente estudio no se basa en una muestra aleatoria, por el contrario, utiliza una muestra por conveniencia. Dado el carácter sensible y confidencial de la información financiera de las empresas como sus estados financieros, el obtener información contable pertinente es la principal limitación de la investigación. Por otro lado, el obtener información sobre las buenas prácticas en financiamiento y *cash management* de las empresas sin poder acceder directamente a indicadores y resultados claves como el EBITDA (Beneficio antes de intereses, impuesto, depreciaciones y amortizaciones), la rentabilidad sobre la inversión o las ventas mensuales de unidades genera otra limitación. Así mismo el acceder a información de



periodos distintos y productos inmobiliarios diferentes en las diversas empresas implica una limitación adicional.

Desde un punto de vista técnico, existe también información sensible, propia y confidencial de las empresas; entre la más importante se encuentra la velocidad de ventas de unidades al mes, proyectadas y reales, que son relevantes para evaluar la viabilidad de un proyecto inmobiliario y por consiguiente modelar la Tasa Interna de Retorno (TIR). Del mismo modo, la información es confidencial en cuanto a estrategias de comercialización. El segundo factor técnico importante a considerar es el costo de construcción, el cual significa normalmente entre el 50% y 60% del costo total de los proyectos y, por tanto, es determinante en la rentabilidad del mismo. El tener acceso a los precios unitarios de costo de obras en los proyectos inmobiliarios es difícil puesto se convierte en información muy sensible ante la competencia.

## **1.6 Delimitaciones**

La presente investigación se enmarca en un periodo de cuatro años, desde 2012 hasta fines del 2016, circunscribiéndose a empresas inmobiliarias enfocadas en el desarrollo de viviendas que realicen proyectos con un volumen de venta de más de 50 millones de soles. No se buscará analizar los flujos de caja descontados de las empresas, con el fin de encontrar el aumento de valor para los próximos años, debido a que para realizar este ejercicio se requiere información que es reservada por las fuentes. Finalmente, no es posible comparar o determinar científicamente por qué diversas prácticas financieras funcionan para algunas empresas y, sin embargo, no sean replicables para otras; en muchos casos la literatura académica sólo se enfoca en minimizar los riesgos, no obstante, en la práctica existen casos de éxito de empresas que por haber tomado grandes riesgos generaron grandes beneficios.

## Capítulo II. Revisión de la Literatura

### 2.1 Mapa Conceptual

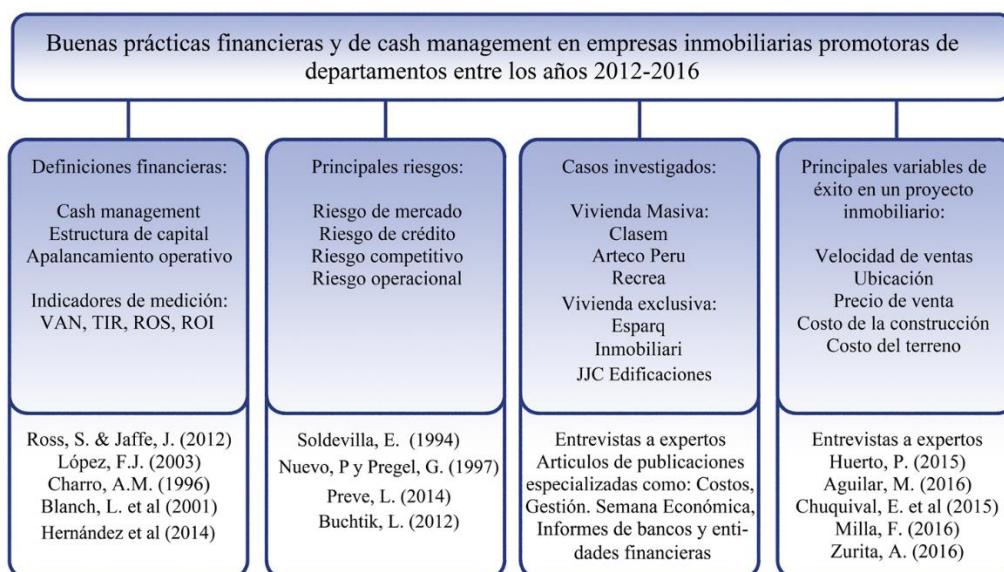


Figura 7. Mapa Conceptual de la Investigación de Tesis

### 2.2. Gestión Financiera

#### 2.2.1 Historia

Entre los años de 1950 a 1976 comienza el interés por el desarrollo sistémico de las finanzas impulsado por el rápido desarrollo económico y tecnológico, presiones competitivas y cambios en los mercados, dando lugar a un significativo avance en la administración del capital de trabajo, flujos de fondos, asignación óptima de recursos, rendimientos esperados y presupuestos de capital. En los últimos años, debido a la incertidumbre en los negocios y la economía, surgieron nuevos desarrollos teóricos que permitieron medir y predecir el comportamiento de variables claves en el futuro, con la intervención de otras disciplinas tales como la economía, las matemáticas, la estadística y la econometría, que han facilitado el avance hacia la frontera del conocimiento financiero. Los nuevos planteamientos en materia financiera introducen tres tendencias como son: la globalización, la computación y telecomunicaciones, y las reorganizaciones corporativas y de los mercados; los cuales confluyen en la necesidad de adoptar instrumentos y procedimientos para el control de las

finanzas están incidiendo más en el estudio de los aspectos cualitativos, denominado “el paradigma de la psicología financiera”. Este paradigma intenta explicar el comportamiento de los inversionistas, tema que encuentra grandes limitaciones cuando se aborda enteramente con los modelos racionales planteados por las finanzas tradicionales y modernas (Sosa, 2007).

### **2.2.2. Definición**

La gestión financiera operativa es una función de la dirección financiera que consiste en planificar, organizar, dirigir y controlar las actividades económicas que generan flujos de efectivo como resultado de la inversión corriente y el financiamiento requerido para sostener esta inversión, a partir de la toma de decisiones financieras de corto plazo (Hernández de Alba, Espinosa, & Salazar, 2014). Todo ello con el objetivo de lograr la estabilidad en el binomio riesgo/rentabilidad y aportar un máximo valor para la empresa en el mercado.

Algunas particularidades e indicadores de gestión financiera en el rubro inmobiliario según los expertos entrevistados son:

- El ciclo de producción o periodo medio de maduración de la empresa inmobiliaria se caracteriza por tener una duración superior a un año. Además, se debe tener en cuenta que, de acuerdo con las actuales normas contables de aplicación para este tipo de empresas, durante la fase de promoción no se van obteniendo resultados económicos con periodicidad anual, sino que se debe esperar hasta que las edificaciones se encuentren en situación de entrega material a los clientes.
- La diferenciación entre corto plazo (circulante) y largo plazo (fijo) no debe sustentarse en el período anual, como establecen las normas generales contables; sino en su ciclo de producción, es decir, en la duración de la promoción inmobiliaria. En consecuencia, a efectos de análisis de la gestión económico-financiera de la empresa inmobiliaria, se clasificará como circulante todas las

cuentas que estén directamente relacionadas con la promoción, aunque su plazo real sea superior a un año.

- Indicador de Estructura Financiera, cuya fórmula es:

$$\frac{\text{Activo Fijo}}{\text{Recursos propios} + \text{Deudas a largo plazo}}$$

Este indicador debe ser inferior a la unidad, de ser superior significa que se están empleando recursos ajenos a corto plazo en inversiones a largo plazo, lo que supondría una situación de desequilibrio financiero deficitario.

- Indicadores de Liquidez, cuyas fórmulas más utilizadas son:

$$\frac{\text{Activo Circulante} - \text{Existencias}}{\text{Deudas a corto plazo}}$$

$$\frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Deudas a corto plazo}}$$

La diferencia entre ambas es que la primera se encuentra en torno a la unidad mientras que la segunda debe presentar un valor superior a la unidad. En el sector inmobiliario, lo más usual es que entre estos dos indicadores exista una diferencia significativa puesto las existencias están compuestas por terrenos, bienes en curso y bienes terminados para la venta. Por consiguiente, es recomendable utilizar la segunda fórmula que incluye la partida de existencias.

- Indicadores de Endeudamiento, cuyas fórmulas son:

$$\frac{\text{Deudas a corto plazo} + \text{Deuda a largo plazo}}{\text{Recursos Propios}}$$

$$\frac{\text{Deudas a corto plazo}}{\text{Recursos Propios}}$$

$$\frac{\text{Deudas a largo plazo}}{\text{Recursos Propios}}$$

Con relación a estos indicadores, el de endeudamiento a largo plazo es significativo cuando se apela al endeudamiento de terceros. El de endeudamiento

a corto plazo lo normal es que sea muy elevado en la empresa inmobiliaria puesto son financiadas con deudas generadas por sí mismas.

- Indicadores de Rentabilidad, los que se usan con mayor frecuencia en el sector inmobiliario son:

*Rentabilidad sobre los activos o rendimiento sobre la inversión (ROA)*, expresa la rentabilidad de los activos medida respecto al aporte que genera a la utilidad neta de la empresa. Consecuentemente, un valor bajo de este ratio podría deberse a la existencia de una alta capacidad instalada ociosa o al mal manejo de la liquidez, mientras que un valor elevado revelaría un mayor rendimiento en las ventas y dinero invertido.

$$(ROA) = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Activo Total}}$$

*Rentabilidad patrimonial (ROE)*, mide la rentabilidad de los fondos aportados por el inversionista. En el sector inmobiliario, suelen presentarse valores elevados que se sustentan en el llamado efecto apalancamiento dado el alto endeudamiento de las empresas.

$$(ROE) = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Patrimonio Total}}$$

*Rentabilidad de las ventas (ROS)*, mide la rentabilidad en función a las ventas obtenidas.

$$(ROS) = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Ventas Netas}}$$

- Valor Actual Neto (VAN) conocido también como Valor Presente Neto (VPN), es el indicador de rentabilidad por excelencia expresado en términos monetarios. Mide el aporte económico de los inversionistas en un proyecto inmobiliario.

- Tasa Interna de Retorno (TIR), financieramente este indicador es la tasa de rentabilidad promedio anual que el proyecto paga a los accionistas por sus fondos invertidos.

### **2.2.3. Cash Management**

El *cash management* es definido como el conjunto de medidas estratégicas y organizativas que afectan a los flujos monetarios y, en definitiva, a los resultados financieros de una empresa (Rodríguez, Piñeiro, & de Llano, 2013). Este concepto implica un conjunto de tareas que van más allá del control de los flujos monetarios y su posición, y que se integra dentro de la cultura empresarial dado que implica a todas las áreas de la empresa por la amplitud del ámbito de actuación (Charro & Ortiz, 1996). El objetivo que asume el departamento financiero debe estar unido, por lo tanto, al objetivo general de la organización que no es otro que el de aumentar el valor de la entidad y con ello la riqueza de sus propietarios (Navalón, Elvira, & Blanch, 2002). En el caso del sector inmobiliario, el correcto manejo del *cash management* va ligado directamente a la comprensión y planeamiento de todos los procesos que el desarrollo de proyectos implique, con la finalidad que el conocimiento de las interrelaciones de las áreas de la empresa genere eficiencias (Marin, 2011).

La gestión de la tesorería o de la liquidez de las empresas evoluciona rápidamente, más aun en los últimos años, con el desarrollo de las plataformas digitales en todos los bancos, que brindan información en línea e instantánea de la posición de las cuentas bancarias, lo que permite conocer el balance inicial de caja de la empresa y con esto poder gestionar los pagos diarios, y si los fondos propios de la empresa no fueran suficientes prever con anticipación las necesidades de capital de trabajo para poder cubrir las obligaciones de corto plazo.

El otro lado de la gestión de tesorería se refiere al flujo de ingresos, este se encuentra íntimamente ligado a la venta y las cobranzas, que sin duda son la razón por la cual se fundó la empresa, el problema se da cuando los clientes no cumplen con las fechas de pago establecidas previamente, esto a su vez tiene un efecto en sentido contrario con los proveedores, a los cuales se les podría retener o retrasar el pago por falta de liquidez.

Desde el punto de vista de la gestión de tesorería de una empresa, es importante siempre manejar un balance positivo de las cuentas, es decir tener mayores cobros que pagos, y manejar buenos ratios de periodo de cobro y pago en comparación con los promedios que se manejan en el sector, coordinando estos con el área comercial, para no perder clientes ni proveedores por falta de pago o por malas condiciones de venta. Atado a estas premisas, también es tarea del área de tesorería, mantener el nivel óptimo de cash en las cuentas de la empresa, no existe una fórmula o un porcentaje que funcione para todas las empresas, pero no se debe mantener saldos en exceso en cuentas corrientes, donde los intereses son mínimos, y tampoco llegar a extremos de tener que tomar financiamientos caros y de último momento por una falta de previsión o un descalce en los flujos (Herrera, 2015).

Finalmente desde el punto de vista del manejo del cash o la liquidez de las empresas es importante que los responsables del área estén muy al tanto y en permanente contacto con las áreas operativas y comerciales o con los gestores de nuevos proyectos de inversión o generadores de nuevos productos, para saber y tener presente los planes y las necesidades de flujos, saber cómo deberán afrontarlos frente a los bancos y poder tomar acciones e inclusive frenar cualquier inversiones que en paralelo con las existentes sean poco prudentes para la empresa. es muy importante tomar en cuenta que no se puede llegar un punto de falta de liquidez para afrontar los pagos, esto es crítico, mucho menos si trata de créditos con entidades bancarias, que generan moras y costos muy altos y lo que es peor aún, mala reputación para la empresa, esto llevaría a tener que asumir altas tasas de refinanciamiento de

deudas a mayores plazos y posiblemente a la cancelación de las líneas de crédito aprobadas, ante esta situación las empresas solo pueden recurrir a la venta de activos a precios muy por debajo del valor de mercado, para solventar su deuda y evitar que se ejecuten las garantías de los préstamos, este punto ya es casi el final, las empresas quiebran por falta de liquidez, porque no pueden asumir sus obligaciones de corto plazo, no depende del patrimonio, o de los buenos ratios que se pueda obtener de los estados financieros (Herrera, 2015).

#### ***2.2.4. Gestión de riesgos***

El análisis y control de riesgos es determinante para poder evaluar de forma metódica que riesgos está enfrentando la empresa, en qué momento estos aumentan y en base a esto poder generar contingencias de cobertura y planes de mitigación de daños. Una definición de riesgo es todo evento o circunstancia que puede poner en peligro los resultados esperados de una empresa durante un plazo determinado (García & Salazar, 2005). La gestión de riesgos busca entonces medir y ponderar amenazas y oportunidades que pueden alterar las posibilidades de alcanzar las metas de la empresa. El esquema general basado en el modelo establecido por los Acuerdos de Basilea para entidades de crédito adaptado a necesidades de empresas no financieras contempla cuatro riesgos: de mercado, de crédito, operacional y competitivo (ver Figura 8) así como sus indicadores claves (ver Figura 9).



*Figura 8. Categorías principales de riesgo.*

Tomado de *Mapa de riesgos: identificación y gestión de riesgos* (Rodríguez, Piñeiro, & de Llano, 2013)



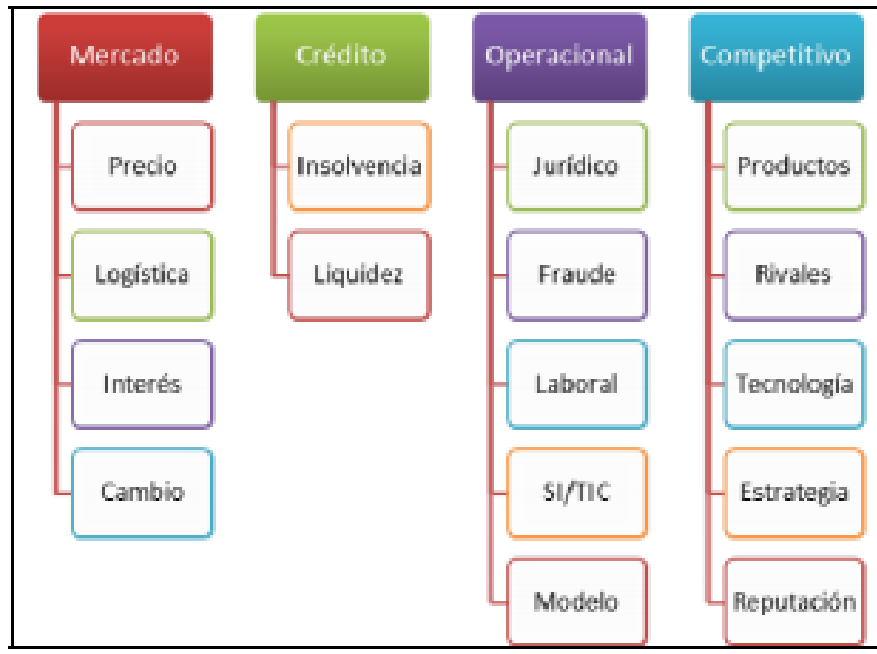


Figura 9. Indicadores claves para el control de riesgos.

Tomado de *Mapa de riesgos: identificación y gestión de riesgos* (Rodríguez, Piñeiro, & de Llano, 2013)

### 2.2.5. Buenas Prácticas

El concepto de buenas prácticas, acorde al PMBOK, se puede definir como “aquellas prácticas, habilidades, conocimientos, herramientas y técnicas cuya aplicación aumentan las posibilidades de éxito” (Project Management Institute, 2013). La Guía del PMBOK indica que las buenas prácticas, son determinadas como tales, basadas en su capacidad de ser aplicables a la mayoría de proyectos de una misma naturaleza y que existe un consenso entre expertos sobre el valor de su utilización. No obstante, resalta que estas prácticas si bien generan una línea base como guía para minimizar las opciones de fracaso, no deben ser replicadas ciegamente sin antes evaluar su impacto en cada proyecto particular, “Buenas prácticas significan que existe acuerdo general respecto a la aplicación de los procesos de la dirección de proyectos que aumenta las posibilidades de éxito. Buenas prácticas no significa que los conocimientos, habilidades y procesos descritos deban aplicarse siempre de la misma manera en todos los proyectos” (Project Management Institute, 2013). Según Armijo (2004), en su análisis de procesos de detección y recolección de buenas prácticas considera: (a) el

benchmarking como herramienta que permite identificar las instituciones líderes en determinadas áreas teniendo como objetivo conocer sus iniciativas y rescatar de ellas lo que más destaquen en sus procesos de trabajo; (b) concursos o premios con la intención de presentar iniciativas desarrolladas para extraer aquellas que representan un aporte a la gestión; y (c) constitución de un panel de expertos complementando el trabajo de selección con encuestas, talleres o seminarios y de esa manera detectar las iniciativas de mayor valor.

### ***2.2.6. Planeamiento Tributario***

El planeamiento tributario es un instrumento que permite a los contribuyentes optar por un régimen tributario de acuerdo al giro de su negocio, permitiéndole así reducir el pago de tributos de manera legal lo que se convierte en un ahorro fiscal del cual la empresa puede hacer uso (Campos, 2006). Por otro lado, el planeamiento tributario se define como las opciones que los contribuyentes pueden elegir, de manera legal, con el fin de hacer el cálculo y pago del impuesto que la administración tributaria exige pagar en favor del Estado, siempre teniendo en cuenta la correcta aplicación de las normas vigentes (Alva, 2013).

El Planeamiento Tributario es normalmente solicitado por grandes empresas o corporaciones en mayor parte y eventualmente por medianos contribuyentes. En pequeños contribuyentes no se aprecia el uso de este mecanismo, bien sea porque la carga impositiva es mínima o por el desconocimiento de esta figura, ello aunado también al desembolso de dinero que representaría para ellos el financiar un estudio o una asesoría relacionada con el planeamiento fiscal.

Con el planeamiento tributario se busca eliminar contingencias tributarias, optimizar las utilidades de la empresa, emplear figuras legales que no involucren simulaciones o fraude a la ley y la reducción de impuestos aplicando correctamente las herramientas legales. Para una correcta optimización de la carga tributaria, se requiere una operación aun no realizada, un riguroso análisis de las normas tributarias que aplican sobre la operación, identificación de

escenarios posibles, un análisis de factibilidad y el impacto tributario en cada uno de ellos, análisis financiero de la implementación de cada escenario y finalmente la elección de la alternativa más económica y eficiente.

### **2.3. Condicionantes Sector Inmobiliario de Viviendas en Perú**

El sector inmobiliario, al igual que cualquier rubro empresarial, posee condicionantes que hacen su dinámica particular. Estas varían desde los precios de sus insumos, formas de financiamiento, canales de comercialización, demanda efectiva y valor de suelos (Zurita, 2016). Como se ha mencionado antes, con la creación del Fondo MiVivienda, la banca privada se convenció del potencial que había en la clase media para otorgar créditos hipotecarios. La principal característica de un crédito hipotecario convencional es que la cuota mensual de crédito, como máximo, equivalga al 30% de los ingresos mensuales familiares dependiendo de la posición patrimonial de los solicitantes (BBVA, 2010); por otro lado, las tasas de interés de este tipo de crédito fluctúan entre un 7% y 11% que se determina en función de los ingresos, plazos y monto del préstamos. Los plazos máximos que se aceptan son, actualmente, de 25 años y el porcentaje mínimo exigido para la cuota inicial es del 10% para la adquisición de la primera vivienda y de 20% para la segunda.

Adicionalmente, se permite el uso del 25% del fondo acumulado de la AFP para la compra de una primera vivienda, siendo este dinero canalizado directamente con el banco promotor sin que el cliente tenga forma de acceder a él. Por parte del Estado, el crédito MiVivienda busca otorgar una tasa de interés menor que la que se podría obtener en banca privada y, adicionalmente, otorga un bono al buen pagador que consiste en un descuento del precio a financiar en diversas bandas, siendo un descuento de 17,500 soles para precios entre 57,500 y 205,300 soles y un descuento de 6,200 soles para departamentos que cuesten entre 205,300 y 304,100 soles. Asimismo, el crédito MiVivienda financia viviendas por un monto de hasta 410 millones de soles en un plazo máximo de 20 años con una tasa de interés fija y siempre

en soles. Este programa de fomento está orientado principalmente a la clase media; para la clase menos favorecida económicamente existe el Programa Techo Propio donde el Estado financia hasta 33,200 soles para la compra de viviendas nuevas. Este programa está dirigido a familias que demuestren ingresos menores a 2,617 soles mensuales. Dada la limitación del monto, este programa implica un coste del suelo muy barato y, por ello, la gran mayoría de proyectos bajo este programa han sido ejecutados en provincias del Perú donde el costo de suelo aún es barato dentro del ponderado de costos del proyecto. Estos instrumentos de financiamiento, de cara al cliente para la venta de viviendas, son insumos importantes en las simulaciones pues se obtienen los plazos estimados entre la venta y el desembolso de los bancos; así como se puede determinar el pago máximo mensual para el departamento y, en función de ello, el valor de ticket del producto final.

En cuanto a los insumos de la industria, el costo de la obra (materiales propios de la construcción) y los precios de los terrenos son los de mayor impacto. Respecto a la evolución de los precios en materiales, la gran mayoría está correlacionado al precio del petróleo y metales como el acero, aluminio y hierro. Dada esta alta correlación con el petróleo, insumos como el ladrillo, concreto, cerámico, madera y losetas han tenido una muy leve variación en los últimos años, aproximadamente del 3% anual (INEI, 2017). Este ligero incremento es insumo crucial para las modelaciones, considerándose que los proyectos inmobiliarios tienen horizontes de tiempo usualmente de dos a más años.

Finalmente, respecto a los precios del suelo o terreno, en un mercado maduro se tienen rangos bastante acotados por las zonas, el potencial de edificación del precio, la altura normativa municipal y la ubicación. Esta es quizás la variable más inflexible para las simulaciones dado que, conforme las promociones se incrementan, el bien del suelo se reduce siendo de muy lenta renovación. Los precios de los terrenos han subido considerablemente

puesto que los propietarios conforme vieron la bonanza de los promotores fueron alzando los valores por la competencia (Apoyo Consultoría, 2014).

#### **2.4. Proceso Empresarial del Sector Inmobiliario de Viviendas**

La naturaleza del sector inmobiliario, tanto por su plazo de ciclo operativo como por los volúmenes de venta que maneja, hace que sea un sector donde en muy poco tiempo se generan altos montos de dineros. Sólo como ejemplo, se podría ver el caso de los edificios de vivienda de lujo donde, en poco más de 20 meses, se puede tener un volumen de ventas en el orden de las decenas de millones de dólares. De igual modo, en el sector MiVivienda o masivo, en dos años se pueden obtener ventas equivalentes con muchas más unidades que una vivienda de lujo. Si esto se compara con otros rubros empresariales, los plazos para generar volúmenes equivalentes de venta son mucho más prolongados. La promoción de viviendas es muy particular en el Perú; ante todo, la principal diferencia respecto a otros contextos extranjeros es que la legislación permite la compraventa de inmuebles como bienes futuros (Montenegro, 2014). Vale decir que se puede vender un inmueble con plano y no con una obra terminada o, cuando menos, avanzada a la mitad de su construcción (De la Puente, 1997). Esta particularidad en la legislación peruana da lugar, en la práctica, a que el promotor pueda obtener dinero de los clientes con una mínima inversión. En un caso extremo, sin haber invertido capital alguno salvo el necesario para diversas gestiones entre las partes involucradas en el proceso se puede ejecutar un proyecto de este tipo. El negocio inmobiliario de viviendas se erige sobre varios pilares que se generan en torno a un terreno con propiedades únicas que, a su vez, determinan en gran parte el potencial de la operación. Estos pilares son: la normativa que limita y determina el potencial a edificar en el terreno, los atributos comerciales que definen el diseño del producto inmobiliario y son la esencia para diferenciarse de la competencia, y el criterio técnico para desarrollarlo del modo más

eficiente desde un enfoque constructivo. Estos tres factores quedan englobados al aspecto financiero que estructura toda la operación para que sea viable y óptima (Muñoz, 2015).

Una empresa inmobiliaria es, en el sentido más básico, la suma de varios proyectos inmobiliarios; muchas veces con características muy diferentes entre sí, pudiendo ser algunos de departamentos de lujos llamados edificios boutique donde todo es personalizable por el cliente, hasta vivienda de programas de fomento como MiVivienda o Techo Propio donde, en contraparte, la vivienda es masiva y la estandarización es lo que prima. Siendo esto así, cada proyecto inmobiliario tiene su propio flujo de caja y sus propios indicadores de rentabilidad con resultados muy particulares, así como su propia estructura de financiamiento y capital. La suma de estos proyectos es la que, de forma consolidada, determina la salud y eficiencia financiera de la empresa. Dentro de esta naturaleza, la gerencia de proyectos es la función que vela por que los indicadores ofrecidos a los accionistas se cumplan y tiene gran relevancia en el *cash management* de cada proyecto. En otras palabras, el gerente de proyectos es un gerente general de uno o varios proyectos dentro de la empresa dependiendo de la experiencia del mismo o la complejidad de los proyectos. La función principal del gerente de proyectos es orquestar todas las áreas y recursos de la empresa para que el proyecto sea lo más rentable posible dentro de un rango de riesgo acotado. La división de áreas, como en cualquier empresa, se da por la especialización en las funciones a desarrollar.

El esquema típico de una empresa inmobiliaria se basa en: un área de ventas enfocada en la comercialización de los productos, así como el seguimiento de cobros y desembolsos; un área de desarrollo técnico dedicada a la creación, diseño, gestiones y desarrollo de proyectos; un área de administración y finanzas encargada de la tesorería, administración de recursos y las finanzas consolidadas del grupo; y finalmente un área usualmente de menor tamaño dedicada a la postventa y atención a clientes. El buen ejercicio del *cash management* busca la mejor sinergia para que estas áreas logren funcionar, para esto es determinante

describir el ciclo operativo de un negocio inmobiliario de venta de departamentos (García, 2013).

El negocio inmobiliario de promoción y venta de departamentos esencialmente radica en obtener rentabilidad sobre un suelo o terreno, transformado este en un activo que se pueda vender (en este caso en departamentos, cocheras y depósitos) con un margen de ganancia que satisfaga a los accionistas el riesgo y tiempo de retorno por su inversión. El suelo puede ser un terreno baldío o un inmueble a demoler sobre el cual se construirá la nueva promoción. El proceso inicia con un estudio legal del suelo (estudio de títulos), a fin de determinar los riesgos o problemas legales que tenga (si es que los tuviera); en paralelo se da un análisis de viabilidad técnico-económico en función a la geometría del terreno, a su potencial normativo (certificado de parámetros urbanísticos), a su ubicación y al enfoque comercial que se le dé (Larrauri & Yábar, 2016). Una vez determinado el terreno a analizar y el producto a desarrollar, se procede con una estimación arquitectónica de las posibles configuraciones que serán la base del producto, este proceso se llama cabida arquitectónica. La ubicación del suelo a promover es determinante ya que además de tener una serie de restricciones normativas, la geometría potencia o trunca su mejor desarrollo. Asimismo, la ubicación del suelo es uno de los factores que más influye en la asignación del precio de las futuras unidades a promover (E. Espinosa, comunicación personal, 08 de marzo 2018); muchos expertos afirman que la ubicación es el factor más determinante en el éxito de un proyecto inmobiliario (Rousseau, 2013).

Con esta estimación se procede a un proceso iterativo donde se realizan una serie de evaluaciones de perfiles económicos-financieros sobre variantes de las cabidas, a fin de determinar la máxima rentabilidad posible a obtener con la compra del terreno. Estas estimaciones tienen como *inputs* diversas variables como el precio promedio de venta en la zona, ratios de costos de construcción para el producto inmobiliario analizado en función a

sus atributos, costos de implementación de los canales de venta, en general todos los costos en que se incurrirá, así como todas las ventas proyectadas. De cumplirse los requerimientos exigidos por los accionistas mediante los indicadores de rentabilidad que estos exijan, se procede a la estructuración financiera para la compra del terreno, finalmente se estima con esto los costos financieros y se procede nuevamente a ver si se cumplen las metas exigidas. Con las distribuciones arquitectónicas se determinan las principales características del producto, como son cantidad y tipo de departamentos, pisos y sótanos del edificio, cantidad y tipo de cocheras o depósitos, cantidad total de metros cuadrados a construir y para venta, etc. Estos datos son un insumo determinante ya que se podría simplificar el ejercicio en la siguiente formulación:

$$\text{Ingreso de ventas} - \text{Costo de ventas} = \text{Utilidad operativa.}$$

Esta hoja económico-financiera, como toda herramienta de evaluación de proyectos, recoge todos los inputs de egresos e ingresos del proyecto, los presenta en un flujo de caja y sobre esto determina la viabilidad de la inversión. Este análisis de factibilidad técnico económica, es muy similar entre las diversas empresas del rubro, donde lo común es tener una distribución de costos para la promoción de departamentos como la siguiente:

**Tabla 1**

*Distribución promedio de costos de un proyecto multifamiliar*

Terreno	21.0%
Habilitación urbana	5.50%
Demolición	0.05%
Desarrollo planos proyectos	1.50%
Costo de obra	55.00%
Conexiones servicios públicos	1.50%
Licencias y gestiones	1.15%
Gerencia de proyectos	6.30%
Costos financieros y bancarios	6.00%
Post Venta	2.00%
<b>Total</b>	<b>100.0%</b>

*Nota:* Adaptado de Fichas de Evaluación de Proyectos de las empresas evaluadas.



Con la aprobación de la viabilidad del proyecto, se procede al desarrollo de los planos técnicos del Anteproyecto. Este trámite es la primera instancia municipal donde se valida la factibilidad legal de lo proyectado en la ficha económica y en los diseños iniciales de arquitectura. En paralelo se busca cerrar con un banco la estructuración financiera del proyecto preliminarmente propuesta; en este siguiente proceso se determinan los porcentajes de capital y deuda a usar entre los accionistas y alguna fuente financiera. En el sector inmobiliario de viviendas, las fuentes comunes para esta estructura financiera son el *equity* de accionistas, la deuda tomada de clientes mediante la preventa y deuda directa tomada de bancos o terceros. Cada tipo de proyecto y empresa tienen una estructura particular que puede variar esta distribución; no obstante, la política de los bancos locales es exigir comúnmente un tercio de los costos del proyecto como aporte del promotor, un tercio de preventas y un tercio de financiamiento directo por parte de ellos. En caso se busque reducir *equity* de accionistas, los bancos exigirán subir el porcentaje de preventas. Esta estructuración se da negociando tasas, plazos y porcentajes con diversos bancos o cajas a fin de ajustar las mejores condiciones en función a lo más conveniente para cada empresa. El siguiente paso, en muchos casos, es la compra misma del terreno; este proceso, como se desarrollará en el Capítulo IV, es uno de los que más incidencia puede tener sobre los resultados financieros del proyecto por las diversas maneras de realizarlo y su impacto en el flujo de caja. La estructuración de la compra es determinante para obtener mejores resultados financieros pues conforma uno de los principales egresos del flujo y, sobre todo, es un egreso que muchas veces se da en un solo instante sin fraccionamiento.

El anteproyecto tiene una importancia legal ya que su aprobación municipal otorga el derecho de comercializar el proyecto (salir a la venta). En este punto se debe mencionar que un artificio usado para ir promocionando el producto, y ganar cuota de mercado a la brevedad posible, es la llamada “venta de sueños” que consiste en ofrecer el proyecto e ir formando

una lista de potenciales clientes mientras se obtiene la aprobación municipal. La “venta de sueños” no implica un contrato de compra venta real, en cambio solo una separación ante un nuevo proyecto que se desarrollará, pero su objetivo es enganchar a los clientes con el proyecto evitando que lo hagan con la competencia. Entonces la fecha y duración en que se inicie el desarrollo del anteproyecto debe tener correlación directa con los esfuerzos de ventas a fin de que coincidan ambos como lanzamiento de ventas y la aprobación municipal del anteproyecto. Para lograr esto, en cada proyecto se establece un presupuesto sobre la estrategia de ventas donde se determinan todos los esfuerzos a realizar (Buchtik, 2012). Las herramientas de venta que más tiempo de ejecución y dinero consumen en el rubro inmobiliario son la construcción de una caseta de ventas y uno o más departamentos pilotos. La importancia del departamento piloto radica en mostrar una réplica real de la vivienda a un público que no es técnico. Hay que tener claro que, a diferencia de la compra de un automóvil, buena parte de las ventas de viviendas (aproximadamente el 72% (Cámara Peruana de la Construcción, 2016)) son ventas de bien futuro, vale decir ventas en planos. Es así como el cliente está comprando un bien que imagina, más no puede ver o palpar. Si bien las representaciones virtuales y maquetas son medios de gran aproximación, nada es más potente que la construcción de un piloto, donde fuera de la experiencia espacial se potencian sentimientos aspiracionales mediante la decoración o, más aún, se evocan vivencias mediante fragancias para cada ambiente (galletas horneadas en cocinas, perfumes en habitaciones). Con la construcción de la caseta de ventas y todo el material de ventas listo y la aprobación del anteproyecto se inicia el proceso de preventa. La construcción del piloto implica buscar representar los atributos del proyecto del modo más fiel posible, ya que puede generar exposición a futuros reclamos de existir grandes diferencias entre lo ofrecido y lo entregado. A su vez con el anteproyecto aprobado se da inicio al desarrollo de las ingenierías (estructuras, sanitarias, eléctricas y electromecánicas). Este desarrollo fuera de ser requisito

para la obtención de la licencia municipal de obra, es la base para un presupuesto final de la construcción. Como la preventa ya inició, el velar por la eficacia de las estrategias de ventas y hacer un constante seguimiento a los desembolsos y cobranzas, pasa a ser una tarea que será de continuo monitoreo por el gerente de proyectos. Dependiendo el tipo de venta, este proceso se diferencia del siguiente modo: ventas al contado y crédito hipotecario convencional. En el primero, como se indica, el cliente paga directamente el 100% o una gran parte del precio de venta; estas ventas, dependiendo el nicho de mercado al que se dirija el proyecto, son las menos comunes. El crédito hipotecario convencional es el medio de financiamiento con que los bancos trabajan para personas formales y sobre todo con ingresos sustentables (en su mayoría dependientes), donde el plazo entre la separación del departamento, la compra venta y el desembolso del banco, se dan en aproximadamente tres meses. Finalmente, para el mercado MiVivienda donde la gran mayoría de clientes son informales con ingresos sin sustento constante, los bancos tienen sistemas de financiamiento donde se les exige ahorrar el equivalente a la cuota mensual de la vivienda a comprar durante una serie de meses, actualmente este plazo varía entre ocho y diez meses entre la compra venta y el desembolso del banco, una vez aprobado el crédito. La naturaleza de este prolongado plazo es consecuencia de las exigencias de la SBS al ver el aumento de morosidad en los créditos hipotecarios y de consumo. Durante los años 2008-2012 el plazo entre la venta y el desembolso para créditos hipotecarios a independientes variaba entre cuatro y seis meses.

Con el desarrollo de ingenierías finalizado, se procede a ingresar los documentos al municipio para su aprobación y obtención de la licencia de obra. En paralelo se realiza el diseño y desarrollo de planos constructivos de detalles, a fin de dar paso a la licitación de la obra. En este instante por un lado las preventas deben ir acumulándose a fin de conseguir la cuota pactada con el banco promotor (30% normalmente), el expediente técnico está siendo

revisado en municipio y los insumos para la licitación en desarrollo. Lo ideal desde un punto de vista financiero es alcanzar la cuota de preventas con la licencia de obra ya obtenida y la licitación ya adjudicada para poder iniciar la construcción de inmediato. Es aquí donde la variable velocidad de ventas evidencia su importancia como se presentará a detalle en el Capítulo IV. Actualmente, dada la desaceleración en el sector inmobiliario en Lima, lograr colocar más de cuatro unidades al mes es un resultado muy positivo, sin embargo, durante el llamado boom inmobiliario hubo proyectos con velocidades constantes de hasta 30 unidades al mes (Cámara Peruana de la Construcción, 2016). La licitación de la obra implica también decisiones de gran impacto financiero en el proyecto, considerando el impacto del costo de la obra sobre el total de costos (50% aproximadamente). El costo de la construcción es sin duda el mayor de los costos y velar porque su monto proyectado se cumpla es uno de los factores más importantes. Uno de los problemas que más afectó a la quiebra de una de las empresas estudiadas en la presente tesis es haber tenido sobrecostos de obra equivalentes al 20% de sus proyectados; este porcentaje, sobre el total de los costos, representa tener un sobrecosto adicional en el proyecto del 10% aproximadamente, algo insostenible en un contexto de desaceleración económica. El control de desembolsos durante la obra se vincula directamente con la velocidad de ventas obtenida mensualmente, así como los montos valorizados de la obra cada mes. Es así que calzar los montos requeridos en cada mes de la construcción, con el dinero de la cuenta recaudadora es determinante para no caer en la obligación de tomar préstamos con el banco u accionistas a fin de no detener el proceso constructivo. Esto es crucial ya que, de darse la paralización de obra, es práctica común que las constructoras cobren gastos generales durante ese plazo, lo que representa un estimado del 7% del costo total de la obra, vale decir un 3.5% del costo total del proyecto aproximadamente. Es en este sentido donde resulta más conveniente tomar deuda con el banco o incluso financiarse con la constructora que asumir el *stand by* al paralizar la construcción. El proceso de ventas sigue en

paralelo durante toda la obra hasta agotar stock, y conforme la construcción está próxima a terminar, inicia el proceso de independización cuyo objetivo es generar las partidas inmobiliarias de cada nueva unidad creada. Este proceso también presenta una oportunidad de eficiencia financiera en el sentido en que se divide en dos objetivos a su vez, el primero es la independización municipal, que permite descargar las unidades inmobiliarias en los municipios a fin de no pagar arbitrios y prediales innecesariamente, trasladando esta obligación a los nuevos propietarios. El segundo es la independización registral, que permite inscribir en Registros Públicos las unidades inmobiliarias. Es una práctica común de los bancos el retener un porcentaje del precio de venta de cada unidad, hasta la independización registral de las mismas. Este porcentaje varía en cada caso dependiendo la cantidad de unidades y su volumen de venta y oscila entre el 5% y 20% del precio final de venta, con lo cual se evidencia la importancia de poder realizar ambas independizaciones. Con la obra concluida y obtenida la finalización de obra y declaratoria de fábrica por parte del municipio, se liberan los requisitos para iniciar los procesos de independización, con lo que iniciarlos antes de concluir la obra permite calzar de modo óptimo los plazos para no tener días perdidos. Una vez terminada la obra se inician las entregas de unidades inmobiliarias (departamentos, cocheras y depósitos). Este proceso impacta financieramente con los resultados del margen bruto. Al ser el margen bruto el resultado de las ventas menos los costos de ventas, con el acta de entrega del departamento a los clientes, se genera el poder saldar la deuda adquirida. Deuda que hasta el momento de la entrega del inmueble estaba reconocida como un pasivo en la cuenta denominada ventas diferidas cuyo tratamiento contable se fundamenta en la *NIC 18 Ingresos de actividades ordinarias*; la cual establece el reconocimiento de los ingresos cuando la empresa transfiere el bien al comprador conjuntamente con los riesgos y beneficios que conlleve independientemente de la modalidad de operación, sea al contado o crédito.

Conforme las ventas llegan a su fin, el banco libera la utilidad del proyecto, transfiriendo de la cuenta recaudadora a la de libre disponibilidad el saldo menos los posibles costos financieros. Finalmente, se genera el levantamiento de hipoteca del terreno matriz, del cual se han generado las nuevas unidades inmobiliarias, con lo que se finaliza el ciclo operativo típico de un proyecto inmobiliario.

La diversa naturaleza de los procesos en las inmobiliarias promotoras de departamentos conlleva el tener gerencias especializadas, una enfocada en ventas o comercial, otra en aspectos técnicos, otra en atención al cliente o postventa y una dedicada a la gestión y el desarrollo propio inmobiliario y gestiones municipales. La capacidad de tomar decisiones en conjunto, liderada por el gerente de proyectos, y analizando las implicancias para cada una de las otras áreas es determinante en cuanto a una optimización de costos y gastos. En la Figura 8 se presenta de forma cronológica las fases que comprenden el desarrollo de un proyecto multifamiliar de viviendas. Este esquema es una manera de plasmar el flujo de procesos de un proyecto típico, en cuanto cada uno de estos procesos conlleva una serie de requisitos precedentes o dependientes, los movimientos de dinero para su inicio, desarrollo y culminación deben estar absolutamente sincronizados a fin de no caer en gastos financieros innecesarios (ver Figuras 9 y 10).

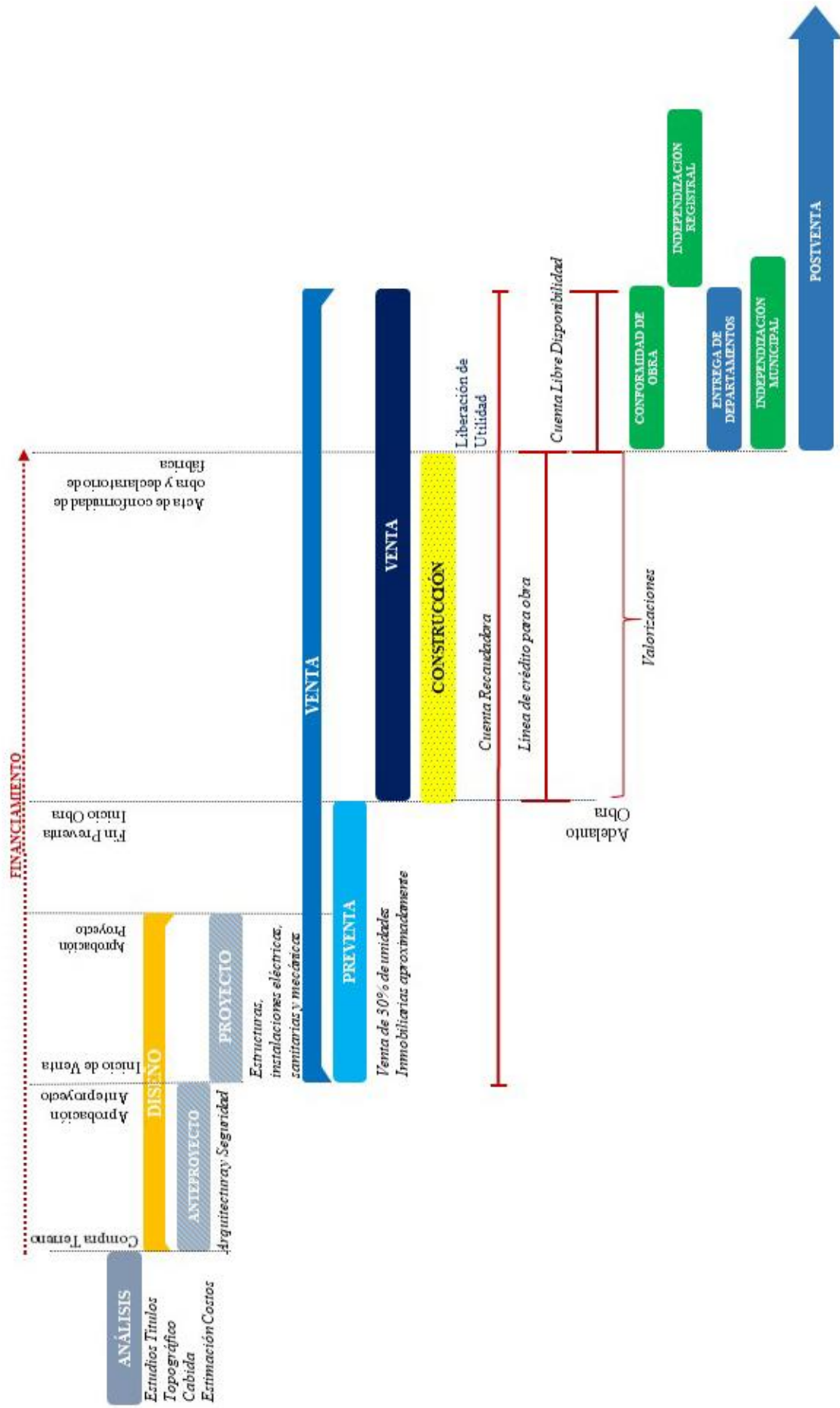


Figura 10. Etapas de un proyecto inmobiliario de una fase comercial.

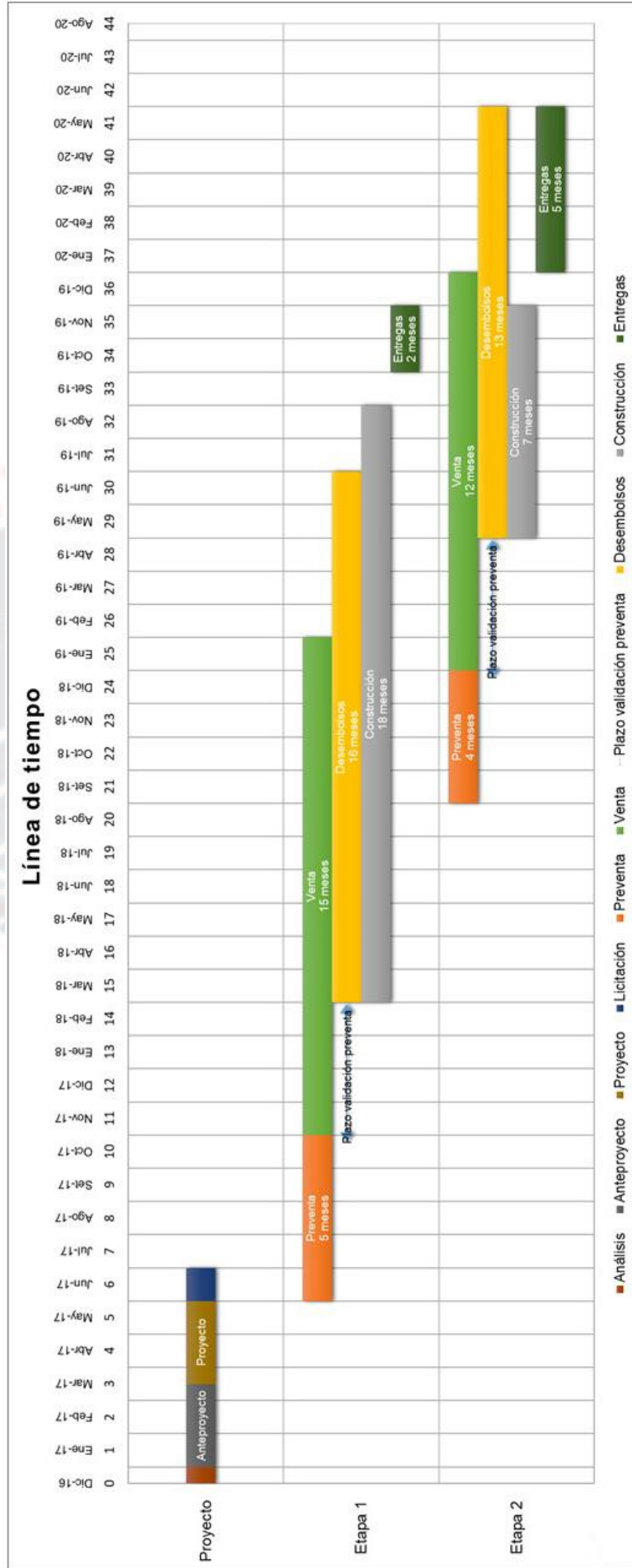


Figura 11. Etapas de un proyecto inmobiliario de dos fases comerciales.



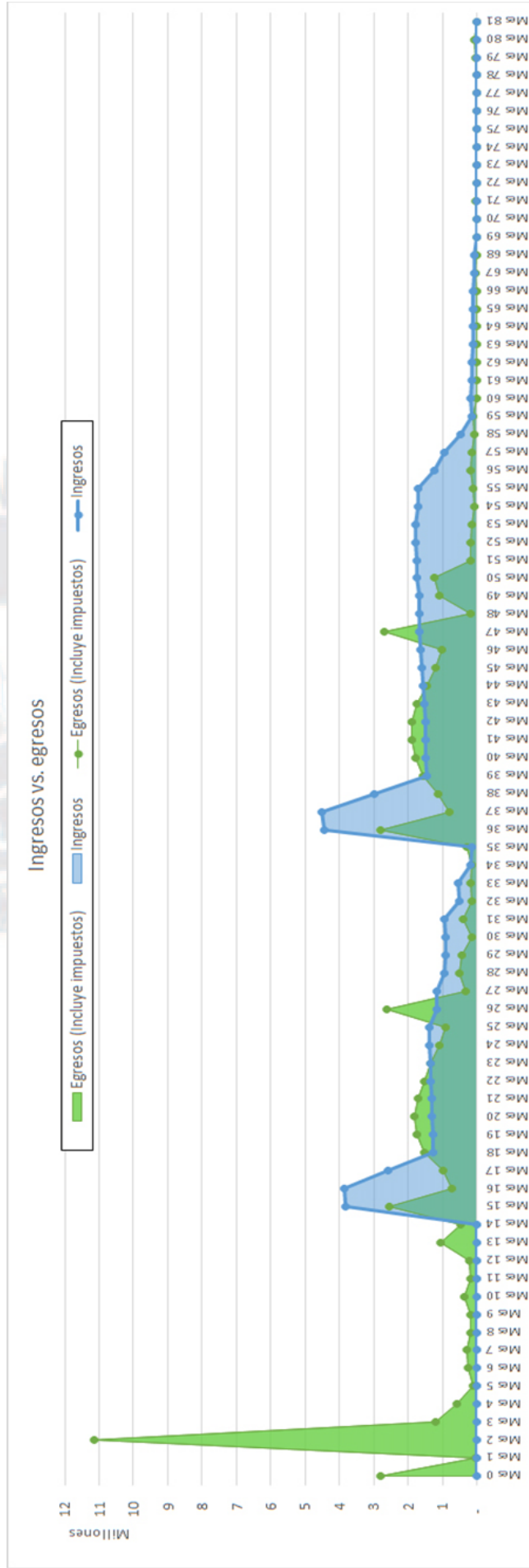


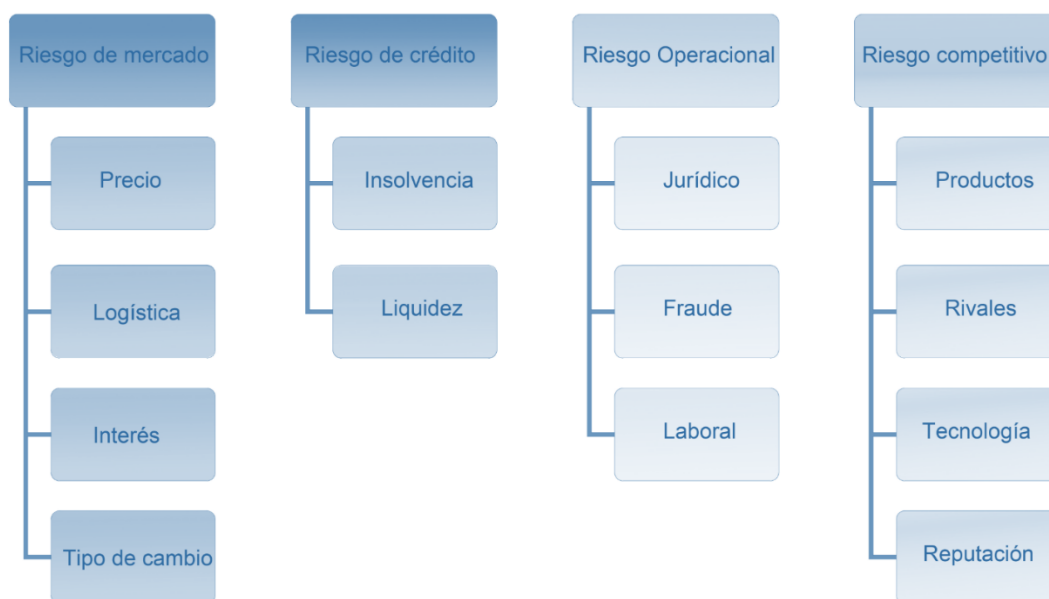
Figura 12. Flujo de caja de un proyecto inmobiliario de dos fases comerciales.

#### ***2.4.1. Análisis del flujo de caja de un proyecto inmobiliario típico***

Como se puede apreciar, la naturaleza del negocio inmobiliario ortodoxo genera un fuerte egreso al inicio por la compra del terreno, luego una meseta de egresos menores por todos los conceptos del desarrollo técnico comercial del proyecto, para continuar con altos egresos por la construcción del edificio y finalmente volver a una meseta de pequeños egresos por los continuos esfuerzos de ventas, luego entrega de viviendas y finalmente cierre de proyecto. Los ingresos en proyectos bancarizados, si bien se dan desde la primera venta, quedan retenidos en una cuenta recaudadora que el banco administra a fin de minimizar su riesgo ya que, sumado a la primera hipoteca del terreno, es usual que exijan el manejo de los ingresos mediante esta cuenta. Es importante indicar que lo común en los proyectos que no tienen suelo financiado por el banco, se exija una preventa del 30% de las unidades inmobiliarias (o un porcentaje equivalente al 33% del total de los costos), así como un aporte adicional por parte del promotor del mismo orden (33% en *equity*). Del total de la inversión requerida, el 33% restante es financiado por el banco. Poder manejar los costos requeridos del proyecto, minimizando la necesidad de ampliar la deuda con los bancos es fundamental para el éxito de todo proyecto. Analizar las principales variables y prácticas que se requieren para esto será motivo del próximo capítulo.

#### ***2.4.2. Riesgos de un proyecto inmobiliario típico***

En función a los tipos de riesgos mencionados, al hacer un análisis llevado a las empresas inmobiliarias se pueden encontrar los siguientes riesgos:



*Figura 13.* Matriz de riesgos para una empresa inmobiliaria promotora de departamentos. Adaptado de *Mapa de riesgos: identificación y gestión de riesgos* (Rodríguez, Piñeiro, & de Llano, 2013)

El riesgo de mercado en las promotoras de departamentos se puede presentar por competencia de precios, sea porque los competidores manejan mejor sus costos, o marginan menos, pudiendo ofrecer productos similares a precios más bajos. Así mismo por la naturaleza de su ciclo operativo, las promotoras al proyectar sus ingresos, generan aumentos periódicos a sus precios de venta, conforme el avance del proyecto se dé positivamente. Comprar un departamento en planos (como bien futuro) es más barato que comprarlo para entrega inmediata. Esta práctica común premia el riesgo asumido por parte del comprador, al estar dispuesto a esperar a veces hasta 24 meses por su vivienda. El proyectar alzas de precios en un horizonte de ese plazo, conlleva el riesgo de esperar ingresos que, contrastados con los precios de la competencia, resulten siendo inviables. Este riesgo de precio también este sujeto a las variaciones de precios que pueden darse entre la formulación y evaluación del proyecto y su fecha de construcción. Dependiendo el tamaño de este, el plazo puede ser de años por lo cual los insumos de construcción cuando menos estarán afectos a un alza por inflación. En cuanto al riesgo logístico, se presenta sobre todo en temas de insumos de construcción ya que

nuevamente se puede ofrecer un producto al inicio de la venta, que llegado el momento de construcción esté descontinuado en el mercado. El riesgo de tipo de interés va nuevamente ligado a los plazos propios del ciclo productivo de las inmobiliarias. El año 2013 cuando las normas dadas por la SBS y el MEF restringieron las condiciones para otorgar créditos hipotecarios, muchas empresas se vieron severamente afectadas ya que su demanda efectiva se redujo drásticamente. El ejemplo más directo fue el alza en cuotas iniciales para compra de segundas viviendas, de un 10% a un 20% como requisito. Finalmente, el riesgo de tipo de cambio, al igual que en otros rubros, conlleva la exposición de verse afectado por alzas o bajas de la moneda nacional contra la extranjera, pudiendo incurrir en costos imprevistos, sobre todo en cuanto a la importación de insumos extranjeros y en la forma de financiamiento de los proyectos, al repercutir sobre sus principales insumos como acero, concreto y ladrillos (todos influenciados por el precio del petróleo y dólar americano).

Los riesgos de crédito se dividen en riesgo de insolvencia y de liquidez. El riesgo de liquidez está estrechamente relacionado con la velocidad de ventas de unidades inmobiliarias y con la velocidad de desembolsos por parte de los bancos. El que las velocidades de venta decaigan, genera una extensión en el plazo de desarrollo del proyecto, que implica aumentar costos operativos, esto sumado a una mayor exposición a las variaciones de tipo de cambio pueden generar costos imprevistos que golpeen la rentabilidad. Como se indicó antes, la falta de caja para mantener un proceso constructivo constante, genera costos financieros que pueden ser graves sobre los resultados del proyecto. El riesgo de liquidez, donde no se puede asumir las obligaciones adquiridas, es un riesgo que ha quebrado recientemente a muchas empresas de este rubro, al no poder cubrir oportunamente sus obligaciones por descargos en sus flujos. Esto conlleva de inmediato una suspensión de créditos por parte de los bancos lo que solamente agudiza el problema al punto de buscar reestructuraciones o finalmente la liquidación de la empresa. Con la firma de un contrato de compraventa de bien futuro se

asume la obligación de la entrega de un departamento en un plazo determinado, esto conlleva que en el momento que se desaceleran las ventas igual la obligación persiste, con lo que se debe usar recursos propios o tomar mayor deuda para financiar la obra, encareciendo el costo de proyecto y mermando la utilidad (Pregel, Nuño, & Suñol, 1990).

Con relación a los riesgos operacionales originados por la forma en que las empresas ejecutan sus procesos de negocios y tareas de gestión, en las empresas inmobiliarias uno de los más relevantes es el riesgo jurídico derivado de juicios tributarios, ejecuciones de contratos por incumplimiento de pagos, procesos judiciales o de índole municipal y costos por demoras en la ejecución de los proyectos. A su vez, si se decidiese postergar las entregas de viviendas retrasando el inicio de obra, se cae en un riesgo reputacional que a su vez afecta a futuras ventas por los rumores de mala reputación que van esparciéndose sobre la empresa. La construcción de un edificio es un hecho público bajo el enfoque en que el mercado ve día a día su evolución o estancamiento. Esto hace que el riesgo luego pase a ser reputacional, tanto por demora en iniciar la obra o por darse una paralización de obra, sea fuerte por los rumores sobre problemas en la empresa (Soldevilla, 1994). El riesgo de fraude se da principalmente por un mal manejo de ventas, existiendo casos donde se venden unidades inmobiliarias dos veces, o con atributos que luego ya siendo un bien terminado no cumplen lo ofrecido como bien futuro. Esto usualmente es producto de una mala gestión de la información entre las áreas de venta y el área técnica; por ejemplo, el vender una cochera de ciertas dimensiones o en una ubicación determinada y en obra no cumplir esto. El riesgo laboral en este caso de empresas va de la mano de su vinculación al entorno de la construcción en sí mismo. Siendo el rubro de construcción un trabajo de alto riesgo y dado que los profesionales de las promotoras en diversas situaciones deben acudir a obras, así como incluso el personal de ventas, se presenta este tipo de riesgo.

En cuanto al riesgo competitivo, las empresas promotoras de departamentos están expuestas al riesgo de productos y riesgo de rivales, por haber tenido una concepción errada en sus productos inmobiliarios. Es importante tener en cuenta que el proceso de definición del producto en una inmobiliaria tarda en corregirse cuando menos unos seis meses en cuanto a que para salir a vender legalmente se exige la aprobación de un anteproyecto municipal, el cual conlleva una serie de procesos con plazos ajenos al promotor. Este riesgo se expresa usualmente en productos que resultan ser muy caros para su ubicación, por tener áreas más grandes a las necesarias para su demanda efectiva. El riesgo de tecnología básicamente se da en cuanto a ser rezagado por otras empresas que dan uso a las ventajas de nuevas tecnologías que les permiten mejores costos y márgenes. Finalmente, el riesgo reputacional como ya se indicó, va muy ligado al incumplimiento de plazos y ofertas, generándose comentarios y denuncias que van corroyendo la reputación de la empresa, usualmente esto repercute de modo directo en la velocidad de ventas de los proyectos generando sobrecostos financieros.

## **2.5. Efecto financiero del crédito fiscal del IGV en el Sector Inmobiliario**

En el Perú, dentro de las operaciones gravadas con el IGV, se encuentra la primera venta de inmuebles; con el propósito de garantizar que el valor total del servicio de construcción requerido para su edificación sea efectivamente gravado. No obstante, toda vez que la finalidad de la norma es alcanzar el valor de la construcción incluido el valor del inmueble, de acuerdo al artículo 23° de la Ley del IGV, el legislador estableció que dicho impuesto no alcanzaría al terreno. Es decir, se presume que el 50% del valor de venta de los inmuebles no se encuentra gravado con el IGV por estar asociado al terreno sobre el cual se hizo la construcción, siendo la tasa efectiva de 9%. Tasa que, en teoría, supone una menor carga impositiva para los contribuyentes; sin embargo, en la práctica ésta genera una distorsión en la determinación y uso del crédito fiscal pues el IGV pagado por las adquisiciones de bienes y servicios destinados a la construcción puede ser íntegramente

deducido como crédito fiscal, mientras que aquél pagado en las compras asociadas a comisiones, gastos de administración y publicidad (terreno más construcción), donde no se pueda distinguir con claridad el destino de la operación (gravada o no gravada), debe ser prorrateado en un 50% por estar vinculado a la venta del terreno no gravado con el IGV (Picón, 2008). Práctica que finalmente genera un efecto financiero adverso porque parte del crédito fiscal se está castigando reconociéndose como gasto y asumiendo una mayor obligación por pagar en el IGV.

Para entender y analizar de mejor manera el impacto financiero del IGV en la empresa, veamos un ejemplo:

Costo de construcción + IGV : S/250,000 + 45,000

Primera venta de inmuebles : S/600,000

Determinamos la base imponible tanto del terreno como de la construcción de la siguiente manera:

$$X + X + 18\% \text{ de } X$$

Donde X representa el 50% del valor del inmueble materia de venta y 0.18X es el IGV del 50%

Si se aplica la fórmula sería lo siguiente

$$X + X + 0.18X = \text{Precio de venta}$$

$$2X + 0.18X = \text{Precio de venta}$$

$$X (2 + 0.18) = \text{Precio de venta}$$

$$X (2.18) = \text{Precio de venta}$$

$$X = (\text{Precio de venta}) / (2.18)$$

Base imponible: S/600,000 / 2.18 = 275,229

IGV (18%) : S/49,542

Bajo este supuesto, existen dos interpretaciones:

a) Destinado a operaciones gravadas:

Impuesto bruto: S/49,542

Crédito fiscal: S/45,000

IGV por pagar: S/4,542

b) Destinado a operaciones gravadas y no gravadas:

Impuesto bruto: S/49,542

Crédito fiscal: S/45,000 x (275,229 / 600,000)

IGV por pagar: S/20,642

Comparando ambos supuestos se determina una variación en el IGV por pagar de S/16,100; importe que si lo medimos en función a las ventas representa un 3% aproximadamente teniendo un mayor efecto negativo en la liquidez de la empresa.



### Capítulo III. Metodología

El presente trabajo de investigación se realiza mediante un enfoque cualitativo de diseño fenomenológico, con una muestra no representativa por conveniencia. Los instrumentos usados para la recolección de datos fueron la entrevista semi-estructurada y consultas a expertos del sector inmobiliario, los cuales permitieron identificar las buenas prácticas para el financiamiento y la gestión de *cash management* de las empresas que se analizaron.

La muestra por conveniencia analizada la conforman cuatro empresas promotoras del sector inmobiliario con diferentes públicos objetivos dentro de sus carteras; y, adicionalmente, se tocará el caso de la empresa inmobiliaria más grande del Perú que actualmente está en proceso de liquidación, para lo cual se usará la entrevista semi-estructurada. Algunas de estas empresas tercerizan la construcción de los inmuebles en la ciudad de Lima, mientras que otras tienen un brazo constructor como una razón social propia del grupo. Las entrevistas se llevaron a cabo en lugares donde los entrevistados se sintiesen cómodos, estas serán posteriormente transcritas.

#### 3.1. Diseño de la Investigación

Los enfoques en diseños de investigación que se han presentado a través de la historia han sido varios; por ejemplo, empirismo, dialéctico, etc., pero durante el último siglo se han orientado a dos enfoques principalmente: el cuantitativo y cualitativo (Hernández, Fernández, & Baptista, 2014), aunque también se puede realizar una mezcla de estos enfoques lo que se conoce como enfoque mixto. El enfoque cuantitativo busca formular teorías, plantear hipótesis y se apoya en la estadística para concluir o afirmar la validez o no de la teoría (Orozco, 1996). Por otro lado, el enfoque cualitativo no parte de supuestos teóricos, se interesa más en la percepción sobre el problema de investigación por parte del público objeto

del estudio e indaga en los conocimientos de los individuos en un determinado contexto (Bonilla & Rodríguez, 1997).

El enfoque del presente trabajo de investigación es cualitativo pues permitirá ahondar en el tema desde la perspectiva de las personas que participan de las entrevistas (Martínez, 2004), de manera que la opinión de los participantes sobre buenas prácticas en el financiamiento y *cash management* para empresas inmobiliarias promotoras de departamentos será complementada con la literatura revisada sobre el tema, a manera de identificar las diferencias entre lo teórico y los casos puntuales que se analizaron. El estudio busca categorizar las buenas prácticas que los participantes identifiquen.

Los diseños de investigación para estudios cualitativos según Hernández, Fernández y Baptista (2014) se pueden clasificar en: (a) teoría fundamentada, (b) diseños etnográficos, (c) diseños narrativos, (d) diseños fenomenológicos, (e) investigación – acción. La elección del diseño está relacionada con la pregunta de investigación, el área o disciplina donde se va realizar la investigación. En el diseño de teoría fundamentada la investigación da como resultado una nueva teoría respecto al fenómeno estudiado, la cual se basa en un contexto específico desde el punto de vista de los participantes o encuestados. El diseño etnográfico busca explorar y comprender sistemas sociales, así como interpretar sistemas culturales. El diseño narrativo, como su nombre lo dice a través de la narración de eventos cronológicamente conectados busca entender los fenómenos estudiados a través de las vivencias que experimentaron los involucrados (Czarniawska, 2004). El diseño fenomenológico también obtiene la perspectiva desde los participantes, pero a diferencia del diseño de teoría fundamentada busca describir, comprender el fenómeno y buscar similitudes en las experiencias (Creswell & Creswell, 2017). La presente investigación tiene un diseño fenomenológico porque busca explorar, describir y comprender lo que los entrevistados tienen en común (el fenómeno estudiado) y las diferencias de acuerdo con sus experiencias en

las gerencias de proyectos de desarrollo inmobiliarios. Sus experiencias ayudarán a estructurar e identificar las prácticas más comunes en el financiamiento y *cash management* de proyectos inmobiliarios.

### **3.2. Población**

La población es el conjunto de individuos de una misma clase, limitada por el fenómeno a estudiar; es decir, todos los individuos que tienen características comunes y de las cuales se da origen a los datos de la investigación (Tamayo, 2004). Para el estudio de la presente investigación, la población está representada por todas las empresas de promoción inmobiliaria de departamentos que había en la ciudad de Lima. Las empresas que conforman la población abarcan todos los estratos sociales del país, sin importar los años que tengan de creados porque una de las características es que algunas empresas se crean únicamente para un proyecto definido, por esto es importante considerar a todas las empresas de promoción inmobiliaria. Los años de análisis son del 2012 al 2016 puesto fueron los años donde el sector inmobiliario vio disminuido el crecimiento sostenido que venía teniendo desde inicios del siglo. Durante el año 2017, el panorama no ha cambiado mucho pero el estudio se realizó entre febrero y marzo del 2018. Finalmente, se optó por tener como año final de la investigación el 2016 dado que a partir de este año comienza la venta de los activos de Inmobiliari; empresa analizada como caso de fracaso de especial importancia por ser considerada la empresa promotora de mayor crecimiento y facturación en el Perú.

### **3.3. Diseño de la Muestra**

De la población identificada en el punto anterior, se eligió una muestra por conveniencia buscando tener empresas que atiendan distintos nichos de mercado (productos de vivienda masivos y de lujo, de una o varias etapas, en Lima y provincias) y de diverso tamaño pero que cumplan con ciertos requisitos que hagan su estudio significativo para el análisis. Los requisitos con los que se filtraron las empresas fueron: (i) facturación anual

superior a los 50 millones de soles, (ii) ventas de más de tres mil unidades inmobiliarias, (iii) haber desarrollado proyectos tanto en Lima como provincias, y (iv) haber desarrollado proyectos de más de una etapa. Estas características fueron los principales filtros para poder determinar que empresas se debían investigar, pues demarcan condiciones que conllevan empresas de tamaño importante con una cantidad de proyectos que implica diversas dinámicas financieras para su estructuración.

El poseer una venta anual mayor a los 50 millones de soles focaliza la investigación en empresas inmobiliarias que son consideradas, para la realidad peruana, en el grupo de las más grandes (E. Espinoza, comunicación personal, 03 de marzo de 2018); este punto va de la mano con haber logrado vender más de tres mil unidades inmobiliarias. La relevancia de tener proyectos en provincia y en Lima es importante pues estos mercados tienen dinámicas muy distintas. En Lima, la madurez del mercado ha permitido que la venta en planos sea una práctica común; sin embargo, en provincia el impacto a la velocidad de ventas con la construcción iniciada es determinante para el éxito o fracaso de los proyectos principalmente en marcas que son nuevas en el mercado; en este caso, las personas no confían en la venta en planos, con lo cual la estructuración financiera exige mayores recursos propios. Finalmente, el hecho de filtrar promotoras que tengan proyectos de más de una etapa es importante pues los flujos de caja y la estructura financiera, en estos casos, son más complejos que en proyectos de una etapa; básicamente los retornos se dilatan más y el planeamiento de recursos exige mayor detalle por ser proyectos de un horizonte mayor a los cuatro años en la mayoría de casos.

Tras filtrar las empresas integrantes de la Asociación de empresas inmobiliarias del Perú (ASEI), Asociación de desarrolladores inmobiliarios (ADI) y la Cámara peruana de la construcción (CAPECO), dada la alta confidencialidad sobre la información que se solicitó, finalmente se obtuvo una muestra por conveniencia, enfocada en empresas que cumplan estos

filtros y estuviesen dispuestas a compartir sus experiencias. Los participantes de la investigación laboran en empresas en el sector inmobiliario por más de siete años y desempeñan funciones en las áreas financiera y de gerencia. Los participantes no son una muestra representativa del sector inmobiliario que hay en el país; por lo tanto, sus conclusiones y/o recomendaciones no son replicables a todas las empresas del sector. Sin embargo, la heterogeneidad de estas empresas sí permite tener un análisis del sector dada sus características, volúmenes de venta, tamaño de operación y años de desarrollo particulares.

### **3.4. Consentimiento Informado**

La investigación, al realizarse a través de entrevistas semi-estructuradas, considera que todos los participantes deben firmar el Acta de Autorización mediante la cual ellos acceden a participar de la entrevista. Posteriormente las entrevistas han sido transcritas para fines académicos.

### **3.5. Confidencialidad**

Para proteger la privacidad de los participantes de la investigación se utilizaron seudónimos para poder identificarlos.

### **3.6. Instrumentos de medición**

Después de definir el perfil de los participantes, el siguiente paso fue buscar a través de la red de contactos de los investigadores a las personas que cumplieron el perfil y se conversó con cada uno de ellos para ver su disponibilidad para el estudio. Al ser una investigación cualitativa, se definió usar entrevistas semiestructuradas y abiertas como método para la recolección de datos. En una entrevista semiestructurada el investigador, previo a la entrevista, realiza un trabajo de planificación de la misma elaborando un guion con la información temática a obtener. Asimismo, debe mantener un alto grado de atención en las respuestas del entrevistado de tal forma que permita interrelacionar los temas y establecer dichas conexiones. En una entrevista no estructurada o abierta, a diferencia de la

anterior, no se requiere la elaboración previa de un guion; este se va construyendo a medida que el entrevistado vaya respondiendo. Ruiz Olabuénaga (2012) indicó que la entrevista no estructurada viene a ser una entrevista en profundidad. Sus objetivos son comprender más que explicar, maximizando el significado y alcanzando una respuesta subjetivamente sincera más que objetivamente verdadera, así como captar emociones pasando por alto la racionalidad.

Se llevó a cabo las siguientes tareas:

- Formulación de preguntas sin esquema fijo de categorías de respuestas.
- Control del ritmo de la entrevista en función de las respuestas del entrevistado.
- Explicación clara en el objetivo y motivo de la investigación.
- Se estableció una relación equilibrada entre familiaridad y profesionalidad.
- Registro de las respuestas conforme a un sistema de codificación flexible y abierto a cambios en todo momento.

En algunos casos, de acuerdo con la disponibilidad del entrevistado, se pudo programar una segunda reunión para profundizar en algunos puntos. La entrevista se llevó a cabo en un ambiente que fue cómodo para los participantes. El fin de la entrevista fue que cada participante conforme se diera la entrevista pudiese identificar las prácticas del financiamiento y *cash management* que se realizan en sus empresas, y que describiese los procesos y decisiones que consideran como buenas prácticas.

### **3.7. Recolección de Datos**

La entrevista semi estructurada se aplicó a los gerentes de proyectos, gerentes generales y/o gerentes financieros de las empresas seleccionadas; en todo momento se les explicó el fin del estudio y cómo se manejaría la información que sea brindada (confidencialidad, si así lo requerían). Las entrevistas se realizaron entre febrero y marzo; previo a la realización de la entrevista, se les envió el cuestionario de preguntas para que

tuvieran conocimiento de la información que requeríamos. El cuestionario de la entrevista fue revisado por el asesor que brindó la retroalimentación necesaria sobre los puntos donde se debía incidir durante la entrevista; finalmente, el cuestionario fue de 28 preguntas. Posterior a cada entrevista, los entrevistadores procedieron a elaborar las tablas de respuestas de cada entrevistado a fin de poder realizar los análisis y comparaciones respectivos.

### **3.8. Análisis e Interpretación de Datos**

En la etapa de análisis de datos, la información recolectada no viene estructurada y la esencia de esta etapa es lograr la estructuración de todos los registros recolectada a través de entrevistas (Hernández, Fernández, & Baptista, 2014). La finalidad es obtener una teoría o generalidad sobre los registros obtenidos de las entrevistas (Ruiz, 2012).

En el presente trabajo de investigación se realizó la estructuración de los registros obtenidos de las entrevistas a través de preguntas agrupadas en: (a) perfil de los encuestados; (b) atributos de las empresas analizadas, (c) estructura de capital y evaluación de proyectos; y (d) estructura de costos e indicadores financieros. Con la estructuración obtenida, se realizó un análisis transversal de los casos para poder obtener patrones y brechas entre los casos que sean de ayudan y refuercen las conclusiones y recomendaciones.

## Capítulo IV. Presentación y Discusión de Resultados

En el presente capítulo se presentan los resultados de la investigación cualitativa sobre las buenas prácticas en financiamiento y *cash management* en empresas inmobiliarias promotoras de departamentos entre los años 2012 – 2016. Tal como se indicó en el capítulo anterior, la información de las fuentes primarias se recolectó a través de entrevistas semi-estructuradas (Ver Apéndice A), las cuales ayudaron a responder las preguntas y propósitos de la investigación.

### 4.1. Perfil de las Empresas

#### **Arteco Perú S.A.**

Es una inmobiliaria promotora de departamentos de capitales chilenos creada el 2008 por accionistas del grupo Swett y ex directores de Tecsa (una de las principales constructoras de Chile). Arteco Perú S.A. funciona como la *holding* de diversas razones sociales ya que para cada nuevo proyecto generan una razón social exclusiva a fin de aislar posibles riesgos. Su *expertise* está enfocada en el desarrollo y promoción de departamentos para el mercado MiVivienda. En el año 2016 dan un cambio hacia un mercado con mayor poder adquisitivo buscando atender clientes con capacidad de acceder a créditos hipotecarios sin requerimiento de ahorro para sustentar sus ingresos. La construcción y el diseño de sus proyectos los tercerizan para concentrarse en las ventas. Su enfoque como producto es plantear condominios con diversas áreas comunes dado que en el sector MiVivienda las áreas de viviendas son muy reducidas (aproximadamente 65m<sup>2</sup> en promedio) y se busca suplir esto con variedad de zonas comunes de esparcimiento. En el año 2012 Arteco Perú decide expandirse a Trujillo buscando ser pionero en el concepto de condominios club, donde el principal atributo sean sus áreas comunes de recreación y esparcimiento. A la fecha han vendido más 2,158 departamentos con un volumen aproximado de facturación anual de 55



millones de soles. Arteco Perú a la fecha de esta investigación tiene 10 proyectos entregados y tres en promoción.

Para fines de la investigación, analizar la naturaleza de una promotora de gran volumen, pero centrada en un nicho de mercado tan particular como el de MiVivienda y que tercerice la construcción, aportó una casuística representativa de diversas otras empresas con este tipo de estructura como son las inmobiliarias Actual, Fundamenta y Gerpal. Por otro lado, el que sea una empresa que trabaje con una estructura de capital ortodoxa, permite comparar sus resultados con otras de gran apalancamiento.

### **EOM Grupo S.A.**

Es un grupo inmobiliario que posee diversas razones sociales vinculadas todas al desarrollo, construcción, promoción e inversión en proyectos del sector construcción. El grupo fue creado el año 2008 sobre la experiencia de más de 49 años de Espinosa Arquitectos S.A.C. y Esparq Construcción S.A, dos empresas de la familia Espinosa dedicadas a la promoción y construcción de viviendas de lujo. Asimismo, se creó bajo la experiencia de los gerentes que, durante los años 2004-2008 y en sociedad con el grupo español San José, incursionaron en mega proyectos de vivienda masiva. Esto sirvió para la posterior creación del grupo ya con un enfoque bastante diversificado. EOM Grupo tiene dentro de sus diversas inversiones el desarrollo de viviendas Techo Propio (el programa de fomento a la vivienda social con mayor subsidio en Perú) en los departamentos de Ica y Piura; viviendas MiVivienda (programa de fomento para la clase media) en los departamentos de Chiclayo, Cuzco y Trujillo; edificios de lujo en los distritos más exclusivos de Lima; construcciones para terceros en todo el Perú y de igual modo obras de infraestructura diversas.

La constructora Ciesa Contratistas Generales S.A.C se especializa en obras de infraestructura. Clasem S.A.C. es una promotora y constructora enfocada en el rubro Techo Propio y Mivivienda, con proyectos masivos de cientos a miles de departamentos en

provincias, habiendo entregado a la fecha más de 5,000 viviendas y construido más de 6,200 departamentos puesto también dan servicios a terceros. Espinosa Arquitectos S.A.C. es la inmobiliaria dedicada a la promoción de viviendas de alta especificación en los distritos más lujosos de Lima, su *expertise* se enfoca en la personalización de los departamentos, generando un producto exclusivo a la medida de sus clientes.

Para fines de esta investigación, el contacto con este grupo fue importante por la variedad de nichos de mercado que atienden, pudiendo ver las dinámicas particulares de Clasem S.A.C. y Espinosa Arquitectos S.A.C., así como por ser inmobiliarias dentro de un grupo que no terceriza la construcción. Por otro lado, por su especial habilidad para apalancar sus operaciones inmobiliarias con estructuras de capital muy agresivas.

#### **In Construcciones del Perú S.A.C.**

Conocida comercialmente como Inmobiliari, fue una empresa fundada el 2006. Desarrolló un muy acelerado crecimiento, llegando a facturar hasta 350 millones de dólares al año, convirtiéndose así en la promotora de mayor facturación en el Perú durante los años 2012-2013. Su capitalista principal fue Luis Alejandro Gonzales quien trabajó en sociedad con el fondo de inversión Southern Bridge Capital de origen panameño. Inicialmente sus operaciones se centraron en proyectos de vivienda de lujo de pocas unidades (entre 20 y 30 viviendas), posteriormente tuvieron un rápido crecimiento en el mismo segmento a partir del año 2009, para luego ampliar su mercado a oficinas premium aprovechando el boom de oficinas durante esos años. A continuación, abrieron la rama Recrea para atender el segmento MiVivienda con proyectos de gran horizonte por la alta cantidad de unidades (miles de departamentos en varias etapas). Finalmente, buscaron crecer en provincias iniciando por Trujillo con un proyecto orientado a la clase media que nunca logró despegar y una promoción Techo Propio que si tuvo éxito. A su quiebra la empresa había entregado más de

1,280 viviendas entre todos sus proyectos y 94,000 metros cuadrados entre todos sus proyectos de oficinas.

El principal interés de analizar esta empresa es porque sin duda ha sido el caso de quiebra de mayor impacto en la industria. La mecánica de su quiebra evidenció la falta de control por parte de los bancos en cuanto al correcto uso de los desembolsos para construcción respecto a los reportes entregados por las inmobiliarias del grupo; así como el exceso de optimismo en financiar proyectos de tanta duración con unas proyecciones de crecimiento insostenibles en el largo plazo. El interés por analizar las prácticas de esta empresa se fundamenta en que es un grupo con grandes espaldas financieras y cuyas condiciones de financiamiento son muy flexibles.

#### **Grupo JJC S.A.C.**

El grupo JJC es una de las constructoras e inmobiliarias de mayor antigüedad en el Perú, iniciando sus labores en 1955, enfocándose en obras de infraestructura mayormente para luego ampliar a edificaciones. Actualmente a través de su inmobiliaria Plenum atiende el mercado de viviendas con productos diversificados para el sector MiVivienda y de clase media alta con proyectos tanto en Lima como Arequipa.

#### **4.2. Perfil de los Informantes**

Como se explicó en el punto sobre confidencialidad los nombres reales de los participantes se mantendrá en reserva y se identificarán mediante seudónimos. Se realizó el estudio con 7 informantes, el perfil de las personas que participaron en la investigación presenta las siguientes características: (a) la edad promedio es 48 años, oscilando entre 34 y 64 años, uno de los informantes se negó a dar información sobre su edad; (b) todos los informantes desarrollan cargos de gerencia en las empresas de las cuales nos brindaron información y en promedio llevan 6.6 años desempeñando esa función, el 42.8% (3 informantes) llevan en el cargo 9 años; y (c) todos los informantes tienen experiencia

comprobada en el sector inmobiliario, en promedio son 18.4 años de experiencia en el rubro, el 57.1% de la muestra (4 informantes) tienen 20 a más años de experiencia en el rubro inmobiliario, lo cual es una referencia que valida la calidad de información que fue brindada. Finalmente, el 42.8% (3 informantes) de la muestra comentó acerca de sus experiencias laborales en la empresa inmobiliaria que fue la más grande del Perú hasta el 2016, Inmobiliari, y que actualmente está en proceso de liquidación. En la Tabla 2 se muestra el resumen del perfil de los informantes.

Tabla 2

*Perfil de los informantes*

Nombre	Puesto	Empresa	Edad	Años en el cargo	Años de experiencia
<b>Carlos</b>	Gerente General	Arteco	45	9	14
<b>Manuel</b>	Gerente General	EOM Grupo	47	4	25
<b>María</b>	Gerente de Proyectos	Inmobiliari	N.O	4	11
<b>Karen</b>	Gerente de Inversión	EOM Grupo	34	7	9
<b>Juan</b>	Gerente General	Inmobiliari	49	9	20
<b>Jorge</b>	Gerente General	JJC Inmobiliaria	64	9	30
<b>Rafael</b>	Gerente Corporativo	Inmobiliari,	51	4	20

*Nota:* Adaptado de comunicaciones personales con los informantes.

- **Carlos**

Actualmente es Director en la Cámara Peruana de la Construcción y Gerente General de Arteco Perú. Ingeniero Civil de la Pontificia Universidad Católica del Perú con más de 15 años de experiencia en el rubro inmobiliario.

- **Manuel**

Gerente General EOM Grupo Esparq, forma parte de EOM Grupo desde su creación en el 2008. Anteriormente se ha desempeñado como Gerente General de San José Perú S.A. Ha sido presidente del comité General edificación hasta 2013 y actualmente

es director y tesorero de CAPECO. Bachiller en arquitectura en Cornell University en Ithaca – New York y Magister en Diseño Urbano de la misma casa de estudios.

- **María**

Ex Gerente de proyectos en una promotora dedicada a la vivienda masiva, Gerente de proyectos en Inmobiliari y actualmente Gerente de proyectos nuevamente de una empresa de vivienda masiva.

- **Karen**

Gerente de Inversiones en EOM Grupo, donde se incorpora en el año 2008.

Anteriormente, laboró en el área de construcción en PRELUDIO, luego como ingeniero de Proyectos de LIVIT y posteriormente como Gerente de Proyectos en ESPARQ. Es ingeniera de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas y posee una maestría en Administración y Dirección de Empresas del TEC de Monterrey y el de Egade Business School.

- **Juan**

Ex Gerente de proyectos y ex Gerente de un área de Inmobiliari que, por motivos de reserva, no se mencionará. Actualmente, se desempeña como Gerente general de una empresa de rentas y flujos de inversión.

- **Jorge**

Ex Gerente general de JJC Edificaciones, ingeniero civil egresado de la Pontificia Universidad Católica del Perú con más de 20 años de experiencia en el sector inmobiliario.

- **Rafael**

Ex Gerente de un área de Inmobiliari que, por motivos de reserva, no se mencionará. Actualmente es Gerente general de una promotora dedicada al desarrollo de vivienda económica, con más de 10 años de experiencia en el sector inmobiliario.

### **4.3. Presentación y Discusión de Resultados**

Los resultados de la investigación se presentan en las siguientes secciones y van alineados a los propósitos específicos y a las preguntas de investigación planteadas en el capítulo I.

La presentación de los resultados del estudio se dividió en 5 etapas o fases, las cuales fueron abordadas por los investigadores a través de encuestas semi-estructuradas realizadas a los informantes descritos en el punto anterior. La primera etapa de la entrevista buscó aterrizar a qué mercado inmobiliario apunta cada una de las empresas donde se desenvuelven los informantes, y cuáles son los atributos que los diferencian de su competencia por los que sus clientes los eligen. En la segunda etapa la información brindada nos muestra las diferentes maneras en las que estas empresas se financian para realizar los proyectos inmobiliarios, esta parte ayuda a comprender las diferentes estrategias que poseen para trabajar con menor capital propio posible. La tercera etapa evidenciará cuáles son los conceptos que demandan mayores costos dentro del proyecto, encontrando similitudes entre las empresas y también se informará sobre los indicadores financieros más utilizados dentro de las empresas donde trabajan los informantes. En la cuarta etapa los informantes describirán las buenas prácticas que sus empresas realizan y se realizarán preguntas puntuales respecto a los atributos de éxito para sus empresas, variables de impacto en los proyectos, cómo manejan el tema de la construcción (si lo realizan ellos o lo tercerizan), entre otras preguntas. Por último, la quinta etapa busca conocer sus puntos de vista sobre el tema tributario y las mejoras que sugieren para esto.

#### ***4.3.1. Atributos de las empresas analizadas***

Las empresas analizadas, según se detalla en el inicio del capítulo, cubren con sus proyectos los diferentes niveles socioeconómicos del país, en base a esto tienen diferentes atributos que las hacen diferenciarse de la competencia. El atributo más repetido entre los

informantes es (a) ubicación del proyecto; después los otros atributos más repetidos son (b) atención al cliente, (c) estrategia de marketing y ventas, (d) marca e imagen. La ubicación del proyecto lo destacan porque les permite exclusividad para los proyectos del nivel socioeconómico más alto del país, lo cual les permite manejar mejores precios de ventas; mientras para los proyectos de clase media la ubicación significa facilidad de acceso a las vías principales, lo cual consideran le da mayores posibilidades de ventas. El otro atributo más común es el de atención al cliente, para algunos vistos por la personalización que se le da a cada departamento por ser una fuerte inversión para el cliente, mientras para otros es el acompañar al cliente durante todo el proceso para la obtención del crédito hipotecario, de una u otra manera esta mejor atención al cliente se refleja en las ventas que se concretan.

Los informantes del EOM Grupo tienen claro en qué destaca cada una de las empresas inmobiliarias que manejan. Los testimonios de Manuel y Karen:

“En cuanto a Espinosa Arquitectos la atención al cliente y la ubicación son lo que más resalta por la fuerte personalización de departamentos y su exclusividad. Dejando claro que estamos hablando de viviendas de millones de dólares en algunos casos.” (Karen, comunicación personal, 21 de febrero de 2018).

“En ESPARQ definitivamente todo es ubicación (con especial énfasis en este atributo). Es vital poder tener terrenos con una demanda muy alta. De todos modos, nuestra atención a los clientes es excelente, siempre estamos acompañando cada etapa de la venta. Para Clasem la relación precio producto es sin dudas lo que más nos destaca, yo estoy convencido que nuestros productos siempre ofrecen más que la competencia a un precio similar” (Manuel, comunicación personal, 03 de marzo de 2018).

Los atributos de estrategia de marketing y ventas y la marca e imagen fueron destacados por María, Juan y Rafael que nos hablaron de Immobiliari, esta empresa destacaba

en marca e imagen, porque vendían productos o sueños de mejor calidad de vida (altamente aspiracionales) y tenían una estrategia de marketing y ventas muy fuertes. Ambos atributos significaban mayores posibilidades de ventas ofreciendo mayores precios, incluso Immobiliari llegó a ofrecer los precios más altos de la zona donde tenían sus proyectos. Destacamos los siguientes comentarios:

“Era una empresa con mucho énfasis en la marca e imagen, proyectaban un concepto muy agresivo de sofisticación en cualquiera de los mercados que trabajamos, se vendía la idea un estilo de vida diferenciado, o sea si comparabas con cualquier proyecto del mercado, se buscaba una imagen mejor.” (María, comunicación personal, 19 de febrero de 2018).

“En Immobiliari se logró estampar en la cabeza de la gente que era, de lejos, la mejor inmobiliaria del Perú, por diseño, de marca y de producto.” (Juan, comunicación personal, 26 de febrero de 2018).

El siguiente factor es la ventaja competitiva de las empresas, cada una identificó diferentes ventajas competitivas, no hubo consenso entre empresas, pero podemos destacar el caso de Immobiliari donde los informantes coinciden en que invertían fuertes cantidades de dinero en marketing. La respuesta de Juan (2018) fue: “Inmobiliari invertía grandes sumas de dinero en marketing y eran buenos en eso”. Mientras María (2018) indicó: “La imagen que proyectaba la marca, siempre se posicionó como líder, tanto en publicidad, definición de producto, canales de marketing, todo apuntaba a una imagen súper aspiracional y sofisticada”.

Por otro lado, para Jorge dependiendo del mercado donde se apunte se potenciaban atributos particulares, y es el único informante que indico que trabajan con alguna empresa para el estudio de potenciales clientes “en los últimos años se trabajó mucho con Arellano



marketing, quienes leían al cliente potencial y tratábamos de darle lo que buscaban al comprar un inmueble.” (Jorge, comunicación personal, 27 de marzo de 2018).

Con respecto al uso de fondos de inversión para los proyectos, las empresas de Arteco, JJC Inmobiliaria e Inmobiliari se apoyan de fondos de inversión para los diferentes proyectos, pero sólo en el caso de Arteco el fondo de inversión tiene injerencias en las decisiones de los proyectos como indica Carlos:

“Desde hace dos años estamos trabajando con fondos. Fuera del apalancamiento, nos aportan una mirada fresca y adicional al negocio, se da mucho feedback en cuanto al planteamiento y manejo de los proyectos. Son ojos de expertos que se suman a los nuestros.” (Carlos, comunicación personal, 07 de marzo de 2018).

Para el caso de Manuel y Karen de EOM, que agrupa las empresas Clasem y Esparq, no utilizan fondos de inversión porque consideran que exigen demasiado y no aportan know how como recalcó Karen.

La última parte de esta sección fue acerca del uso de fideicomisos; para el caso de Inmobiliari, dos de los tres informantes indicaron que no se usó ningún fideicomiso. El resto de empresas indicaron que alguna vez lo usaron por exigencia de la entidad financiera o porque trabajaban con un fondo de inversión. Manuel (2018) comentó: “Para algunos proyectos lo hemos hecho por exigencia de la entidad financiera con quien trabajamos”, mientras para Carlos (2018) se usa: “Básicamente para blindar cada proyecto con los fondos de inversión”.

#### ***4.3.2. Estructura de capital y evaluaciones de proyectos***

En este punto buscó determinar los indicadores financieros más utilizados en este sector y conocer cómo las empresas financian sus proyectos. La primera parte, que corresponde a que indicadores financieros, los que consideran más importantes son TIR, ROS, ROI, siendo la más usada la TIR, las cinco empresas han usado este indicador, Carlos,

Jorge y Juan también han usado el ROI y ROS para evaluar la viabilidad de un proyecto. Para el caso de Inmobiliari, dos de los tres informantes indicaron que sólo les interesaba ver los retornos (ROI y ROS) como lo dice Rafael (2018): “A los accionistas de Inmobiliari no les importaba TIR ni VAN, ellos querían retorno, ¿cuánta plata? ¿en cuánto tiempo?”. El por qué utilizan la TIR como indicador principal Manuel lo sustenta de la siguiente manera:

“La TIR es el principal indicador, el negocio inmobiliario es un negocio donde en plazos cortos se mueve mucho capital. Compáralo con una fábrica textil, nosotros en dos años, máximo tres damos vuelta a flujos que para otros pueden ser diez años. Este rubro da un uso intensivo en consumo de capital y también genera un redito muy alto para su periodo de producción.” (Manuel, comunicación personal, 03 de marzo de 2018).

Para saber qué estructura de capital manejan para sus proyectos se indicaron algunas alternativas: (a) 33% equity, 33% pre ventas, 33% bancos, (b) 10% equity, 50% pre ventas, 40% bancos, (c) 50% equity, 30% preventas, 20% bancos, pero como nos señalaron varios de ellos cada proyecto es diferente y estas estructuras varían, pero como señaló Manuel la alternativa A es lo que indica la teoría:

“Si tú le preguntas esto a un banco te diría que el aporte del promotor debe ser una tercera parte de los costos, eso es by the book, eso lo hace cualquiera, pero pocos pueden hacer dinero sin poner dinero”. (Manuel, comunicación personal, 03 de marzo de 2018).

Con esto dejaba claro que una de sus principales fortalezas es la capacidad de apalancar proyectos en base a aportes menores de accionistas, fraccionando el pago del suelo o canjeándolo por unidades inmobiliarias, algo con lo que está de acuerdo Karen: “En los proyectos de lujo casi no ponemos equity, estamos por un 5% o 10% en los casos más apalancados.”

Algunos comentarios para resaltar, como el de Jorge:

“La estructura del proyecto depende mucho del tipo de proyecto y a quienes está dirigido, pero la primera opción es la que se acerca más a un proyecto típico, necesita aportar equity para comprar la tierra, con las variaciones que puede dar si te asocias con un fondo o con el dueño o por último con un banco te presta hasta el 60% del costo del suelo, la segunda parte es fundamental, mientras mejor sean las preventas menos línea de bancos tomarías.” (Jorge, comunicación personal, 27 de marzo de 2018).

En el caso de Inmobiliari los informantes indicaron que prácticamente se llegó a trabajar sin equity, como indicó María:

“Los primeros proyectos fueron muy pequeños, de apenas 20 a 50 departamentos, en esos momentos se usaba una estructura típica, tenías capital de accionistas y un fondo panameño; pero conforme los proyectos crecieron, a partir del 2010 los bancos nos llamaban a ofrecer financiar todo a tasas súper competitivas. Prácticamente sin equity y financiaban hasta el suelo, el crecimiento fue súper acelerado y eso atrajo mucho interés de bancos.” (María, comunicación personal, 19 de febrero de 2018).

Rafael nos comentó un caso específico que muestra como con las propias ventas la empresa podía autofinanciarse: “Para la compra del terreno de Recrea en El Agustino, Inmobiliari puso \$1.5MM de los \$20MM que costo el suelo. Vendíamos 50 departamentos al mes, para construir la primera etapa no tomamos línea de crédito.” (Rafael, comunicación personal, 05 de marzo de 2018).

La última parte de esta sección fue orientada al financiamiento del suelo donde se construiría el edificio, de las cinco empresas CLASEM y ESPARQ son los que manejan más de formas de financiamiento, los informantes indicaron que la empresa trata de pagar lo mínimo por el suelo y el resto lo canjea por departamentos para el dueño del terreno, así

evitan desembolsos fuertes. Otra alternativa que utilizan es el fraccionamiento del pago en partes diferidas, asumiendo una tasa de interés para el suelo; con esto el pago como aporte de accionistas es mínimo.

Unos de los informantes de Inmobiliari señaló, en líneas generales, cómo se maneja el negocio inmobiliario en general:

“Antes el desarrollador inmobiliario se compraba su terreno y construía su edificio, ahora con la facilidad que da banco para financiar los terrenos la TIR se puede hacer hasta infinita, financias terreno, pre vendas los departamentos, construyes con el crédito promotor, no pusiste un sol y ganaste un montón de plata.” (Juan, comunicación personal, 26 de febrero de 2018).

#### **4.3.3. Estructura de costos e indicadores financieros**

Como se indicó en el punto anterior, el indicador TIR es el más utilizado en los proyectos de este sector. En este punto se consultó por el valor que debe tomar este indicador para que el proyecto sea aceptado, en general el valor mínimo para que el proyecto sea viable es 15%, Carlos (2018) comentó que: “Nos exigen un mínimo del 18% anual, tanto directorio como fondos de inversión”. Adicionalmente, Jacobs (2018) señaló: “En JJC cuando la plata era de los accionistas no te pedían TIR, los fondos de inversión nos pedían entre 15y 18%”. Finalmente, el Informante 3 (2018) indicó sobre Inmobiliari que: “A los Sres. de Southern Bridge Capital (Fondo de Inversión) se les ofrecía entre el 15% y el 18%”. Se resalta que Karen comento que algunos proyectos llegan a dar una TIR mayor a 40%.

La siguiente pregunta buscó saber cuál es el costo de capital que consideran para los proyectos y como obtienen ese número; en líneas generales indicaron que no se usa ningún cálculo para esto y el valor es dado por el Directorio, Carlos (2018) indicó: “Ahora estamos con 12% flat para todos los proyectos. Esto cada año se va actualizando en Directorio”;

Rafael (2018) señaló: “Tenemos la política de que tiene que ser positivo, pero nunca se hizo un cálculo real de WAAC”

La pregunta sobre estructura de costos, busca determinar cuáles son los conceptos que les genera mayor costo en los proyectos, para lo cual se les presento algunas alternativas que se muestran en la siguiente Tabla 3.

**Tabla 3**

*Alternativas de Estructura de Costos para Proyectos Inmobiliarios*

Estructuras de costos 1		Estructuras de costos 2		Estructuras de costos 3	
Terreno	20.0%	Terreno	20.0%	Terreno	23.0%
Construcción	50.0%	Construcción	55.0%	Construcción	50.0%
Ingenierías	7.0%	Ingenierías	7.0%	Ingenierías	7.0%
Licencias y gestiones	4.0%	Licencias y gestiones	4.0%	Licencias y gestiones	4.0%
Marketing y ventas	8.0%	Marketing y ventas	5.0%	Marketing y ventas	7.0%
Gerencia de Proyectos	7.0%	Gerencia de Proyectos	5.0%	Gerencia de Proyectos	7.0%
Costos financieros	3.0%	Costos financieros	3.0%	Costos financieros	1.0%
Post venta	1.0%	Post venta	1.0%	Post venta	1.0%
Total	100.0%	Total	100.0%	Total	100.0%

*Nota:* Adaptado de Fichas de Evaluación de Proyectos de las empresas evaluadas.

En líneas generales todos coincidieron que la construcción y el terreno son los costos más fuertes, la mayoría consideró en construcción un 50% aproximadamente y el terreno si varía entre 20% a 23%. Karen hizo hincapié en que su empresa se enfoca más en temas técnicos y financieros que en marketing y ventas, mientras para Carlos otro costo importante es marketing porque lo considera una de sus mayores fuerzas. Con respecto a Inmobiliari, Juan (2018) indicó: “El principal es la construcción que dependiendo de la zona llego a ser 59% a 69% del total de costos, los terrenos es el segundo gasto entre el 15% y 27%”.

Finalmente, María (2018) reveló: “Entre la primera y la segunda alternativa. La inversión en marketing y ventas era muy fuerte pero también hubo muchísimos sobrecostos de obra”.

En la última parte, sobre otros indicadores financieros, se consultó sobre el indicador VAN para saber si utilizaban este indicador, pero todos indicaron que no lo utilizan. Carlos (2018) señaló: “No nos guiamos por este indicador, pero claramente sería el mayor posible”.

#### **4.3.4. Buenas prácticas**

En esta etapa de la entrevista los investigadores buscaron que los participantes identificaran las buenas prácticas de cada una de las empresas, para Carlos una buena práctica en el segmento MiVivienda es que posiciona proyectos con ubicaciones cercanas a avenidas principales y mantiene una velocidad de ventas constantes. Mientras que para Manuel:

“El poder tener una visión en conjunto de todas las áreas y como se articulan ha permitido manejar de forma eficiente la holding. A nivel financiero, poder apalancar salidas en el flujo es determinante. Calzar los flujos para evitar picos y valles, dar continuidad como un just in time. El compartir con el dueño del suelo el éxito del proyecto permite compras muy interesantes. En muchos casos tú puedes ver que pagamos más por el terreno como valor absoluto que el precio de mercado, pero diluimos el pago en cuotas o mediante permutas con departamentos, esto nos da facilidad de trabajar con menos capital.” (Manuel, comunicación personal, 03 de marzo de 2018).

Mientras Jorge nos indica como prácticas endeudarte en la misma moneda que vendes, mantener una relación beneficiosa con tus proveedores por una alianza a largo plazo.

Para poder ampliar más las buenas prácticas, se les consulto sobre temas específicos en este caso que identificaran las variables de mayor impacto para el resultado de un proyecto, todos los informantes consideraron como variables importantes el costo de la construcción y del terreno, Karen (2018) señaló: “De hecho son costo de obra, costo de terreno, velocidad de ventas y precio de ventas. Esas cuatro arman todo el negocio. Las demás afectan muy poco si lo ves en los análisis de escenarios”.

María desde su experiencia en Inmobiliari comento que manejo proyectos donde los costos de construcción llegaban hasta el 60%, esto los perjudicó porque llego un momento en que ya no podían subir el precio de venta para cubrir esto sobrecostos, por ejemplo, en el caso

del proyecto Recrea tenían etapas de 200 departamentos donde si tu velocidad de ventas baja en uno al mes se corría todo el flujo varios meses. Jorge con los años de experiencia que tiene concluye:

“Costos y ventas, al final son sumas y restas. Si tienes los costos controlados y las ventas bien encaminadas deberías poder tener buenos resultados. El tema es que esto es fácil de decir, pero lograrlo es un arte que se logra con mucha experiencia. Si ves ahora hay muchas empresas que nacieron en el boom pero se fueron con el mismo.”  
(Jorge, comunicación personal, 27 de marzo de 2018).

Como se identificó el costo de la construcción como una variable de gran impacto en el resultado de un proyecto, es importante identificar como las empresas se cubren de las posibles variaciones en los costos de obra, 4 de las 5 empresas tienen una empresa especializada en la construcción dentro del grupo lo que les permite cerrar con ellos los precios de la construcción, Jorge reconoció algunos reajustes de los precios pactados: “se contrataba a JJC constructores a suma alzada en soles y solamente se reconocían el reajuste en el costo de mano de obra del año”

Para el caso de Inmobiliari rescatamos el comentario de Rafael: “Toda la variación en el costo de obra se absorbía en Inmobiliari, nunca pusieron ningún tipo de controles para la constructora, por más que se llevaba casi el 70% del costo del proyecto”. Mientras Manuel en sus palabras nos explicó como la gerencia de la constructora cierra precios con sus proveedores por volumen y de forma anual, y a la vez ellos, la promotora, cierran precios de construcción del casco para protegerse.

Carlos, cuya empresa no tiene dentro del grupo una empresa especializada en la construcción nos detalló: “subcontratamos la construcción mediante licitaciones. Una práctica que tenemos es al momento de evaluar un nuevo proyecto pedir a una de las empresas constructoras amigas, un ratio para el costo de la obra en función al tipo de proyecto”. En la

práctica de la empresa, si el constructor que dio el ratio lo mantiene cuando todas las especificaciones están definidas, se evita la licitación y se le adjudica la obra directamente.

La siguiente pregunta tuvo relación con el uso de software para el control de los proyectos; todos los entrevistados, salvo los informantes de Immobiliari, indicaron que se ha adaptado algún software específico para sus necesidades. Según Carlos:

“Toda la gestión de ventas se da a través del Plan OK, este software nos permite acceder a una base de datos de cada unidad y poder hacer un seguimiento a su estado, también ver el legajo del cliente donde esta toda la documentación que se ha ido generando en este proceso” (Carlos, comunicación personal, 07 de marzo de 2018).

Manuel de EOM señaló:

“Hemos invertido mucho en la creación de un software para manejo de todo lo relacionado a ventas. Es super potente en control de stock, cobros, desembolsos, seguimiento, para ver si se caen o no las ventas y las aprobaciones en bancos o cajas.” (Manuel, comunicación personal, 03 de marzo de 2018).

Los informantes de Immobiliari indicaron que no se usó ningún ERP especial para el control de ventas; María (2018) explícitamente señaló que “No se trabajaba con nada en especial, quizás esto también fue parte del desorden”.

Las siguientes preguntas estuvieron relacionadas con el diseño de los proyectos, si lo tercerizaban o no, y si consideran beneficioso un diseño in house. Carlos y Jorge indicaron que este servicio es tercerizado en sus empresas, mientras que para EOM el diseño es in house. Para Immobiliari se manejó de las dos maneras, algunos proyectos eran in house otros tercerizados. Karen (2018) de EOM considera beneficioso el diseño in house por “control y eficiencia; personalizar las viviendas sería una locura si fuera tercerizado y para los proyectos masivos, hay un conocimiento de construcción que es muy importante por la experiencia.” El



diseño in house para María (2018) de Inmobiliari “ayudaba para analizar alternativas, pero realmente no lo considero que aportó algo importante.”

A las preguntas ¿La construcción la subcontratan o es interna? y ¿Considera que les da algún beneficio la construcción in house? Todos los entrevistados menos Arteco, indicaron que sus empresas no se encargan de la construcción directamente, pero que tenían una “hermana” constructora dentro del grupo; en Arteco tercerizan la obra mediante concursos. Para Manuel (2018) el beneficio de la construcción en la holding “permite trabajar en conjunto las dos partes del negocio; cierra todo el ciclo”. En su experiencia, poder crear un producto inmobiliario en coordinación directa con la constructora genera importantes ahorros.

A la pregunta ¿Realizan estudios de mercado para sus proyectos inmobiliarios para proyectar sus velocidades de venta?; las 5 empresas en algún momento llegaron a contratar a alguna empresa tercera para este estudio, pero sus comentarios nos indican que el resultado no fue el que esperaban, podemos resaltar el comentario de Carlos:

“En mi experiencia lamentablemente no existen empresas especializadas para el estudio del mercado inmobiliario, es algo aún que le falta mucho por madurar. Hemos trabajado con algunas muy reconocidas pero su enfoque es mas de retail. Al final lo que tenemos mucho en cuenta son las bases de datos de las empresas que trabajan con análisis de data como Tinsa, Galería Inmobiliaria, Información Inmobiliaria y Nexo inmobiliario. En base a esto y trabajo de campo propio podemos evaluar que se está moviendo más, a qué ritmo y precios y por dónde va la tendencia. En provincias no hay casi nada de oferta así que es más fácil revisarlo.” (Carlos, comunicación personal, 07 de marzo de 2018).

María nos habló de un proyecto en específico y como este tipo de estudios todavía tiene fallas:

“En los proyectos masivos de Recrea y Trujillo se usaron estudios de mercado, pero la información nunca fue muy confiable, había datos super sensibles como la velocidad de ventas que nadie te los puede proyectar seriamente. Incluso las tipologías de viviendas son algo relativas porque la gente acaba comprando lo que puede pagar, no lo que le gusta más.” (María, comunicación personal, 19 de febrero de 2018).

Ante la pregunta ¿En sus proyecciones consideran algún tipo de fondo de maniobra en caso las ventas no sean las esperadas?; en general todos eran conscientes que lo que se planifica algunas veces no se cumple y cada uno maneja alternativas diferentes para hacer frente a este impase, para Manuel de EOM ellos estiman fondos de maniobra de acuerdo a cada proyecto. Para Jorge siempre se debe tener un plan B, llega un punto en que tienen que iniciar la obra para poder llegar a la fecha de entrega pactada, no hacerlo es perjudicial para la credibilidad de la empresa y asumen el costo financiero. Finalmente, Rafael (2018) señaló sobre Inmobiliari que “no era necesario, como te dije anteriormente, cuando sobra caja, nadie se preocupa de nada”.

La última pregunta hace referencia a cómo se protegen por la variación en el tipo de cambio, que buenas prácticas realizan sobre este tema. Rafael fue el único indicó que algún momento evaluaron la posibilidad de realizar forward para protegerse del tipo de cambio, pero les resultaba una operación muy compleja por lo cual lo dejaron de lado. Los entrevistados que manejan proyectos socioeconómicos altos y de clase media concuerdan en que los proyectos para niveles socioeconómicos altos se manejan en dólares, mientras los proyectos en clase media se trabajan en soles, y su manera de protegerse del tipo de cambio es pactar precios para la construcción que es el mayor costo del proyecto. La empresa donde trabaja Carlos reporta a Chile en dólares al tipo de cambio del día, si Chile les presta dinero un día se respeta el tipo de cambio de ese día para el pago futuro.

#### **4.3.5. Enfoque Tributario**

De las entrevistas realizadas a los especialistas en referencia a las preguntas en materia tributaria, a excepción de una persona todos se abstuvieron de responder; lo que demuestra claramente la falta o el desconocimiento del importante papel que cumple la planificación tributaria dentro de las empresas inmobiliarias.

Lo que busca el planeamiento tributario es aminorar la carga tributaria y reducir contingencias derivadas del incumplimiento tributario, siendo una importante herramienta de gestión empresarial ocupando un lugar imponente dentro de las empresas en las funciones de organización, dirección, coordinación y control. El planeamiento tributario tiene relación con la toma de decisiones en el presente y tendrá una incidencia en el futuro de la organización. El planeamiento no elimina riesgos, sino que permite a la Gerencia conocer mejor a la empresa y a su vez conocer los riesgos y efectos de sus decisiones. Por ello, en un mundo tan competitivo como el actual, realizar un planeamiento tributario de las inversiones y operaciones es necesario y determinante puesto define la viabilidad de un proyecto de inversión.

De una buena planificación tributaria se desprende:

1. Evitar pagar tributos innecesarios.
2. Estar preparado ante cualquier cambio en la legislación que recaiga en un perjuicio económico.
3. Aumentar la rentabilidad de los accionistas.
4. Cuantificar ahorro y costos fiscales de operaciones económicas futuras.

En ese sentido se recomienda:

1. Realizar un análisis tributario de tal forma que la empresa obtenga información de sus diversos compromisos y formalidades en materia tributaria.

2. Elaborar un modelo de planeamiento tributario de manera periódica para poner en práctica su cultura tributaria y evitar situaciones desfavorables a su economía y liquidez contando con la participación activa de la gerencia general, gerencia de administración y finanzas y el contador.

#### **4.3.6 Caso Inmobiliari**

El caso de la quiebra de Inmobiliari es, sin duda, emblemático por haber sido la mayor promotora del Perú. Su vida como empresa fue fugaz pero muy intensa. En tan sólo 10 años logró posicionarse como la promotora de mayor facturación y su crecimiento acelerado, con productos sofisticados de alto impacto comercial, marcó un hito en la generación de proyectos inmobiliarios. Tras haber entrevistado a tres expertos en el rubro que fueron parte de la empresa, describir la mecánica de su colapso es un aporte para evidenciar malas prácticas en el sector.

Explicada ya la mecánica de un proyecto inmobiliario, se debe entender que fueron cuatro los principales componentes de la quiebra de esta empresa: (a) un crecimiento desordenado, carente de supervisión en eficiencia operacional; (b) consecuencia de lo anterior, sobrecostos constantes en la construcción y gerencia de los proyectos; (c) análisis de proyectos con inputs muy optimistas, sobre todo para desarrollos de muy largo plazo, velocidades de venta y escalonamiento de precios agresivos; y (d) la no reinversión de utilidades por parte del principal accionista, cortando la continuidad de la empresa.

Inmobiliari funcionó con capital de un fondo de inversión y de accionistas. Conforme los proyectos generaron sobre costos por ineficiencias y el mercado lo soportó, el alza de precios de venta lograba cubrir estos sobrecostos. A su vez, el éxito de sus proyectos atrajo cada vez más condiciones poco rígidas para trabajar con bancos locales. De una parte, los bancos exigen como requisito para financiar un proyecto inmobiliario, la supervisión por parte de una empresa tercerizada a fin de velar porque los montos solicitados por la

promotora sean coherentes con el avance de obra. En estricto rigor la promotora debería destinar estos desembolsos exclusivamente a las tareas que comunique al banco, usualmente el grueso siempre es destinado a la construcción ya que es la principal garantía del banco en caso se complique la operación inmobiliaria. Esta supervisión claramente fue muy poco rigurosa en todos los casos, ya que lo que sucedió fue que los fondos de diversos proyectos fueron desviados para pagar sobrecostos de otros proyectos y en los casos más severos para financiar la compra de nuevos terrenos. En la Figura 13 se muestra el esquema de trabajo de la empresa analizada.

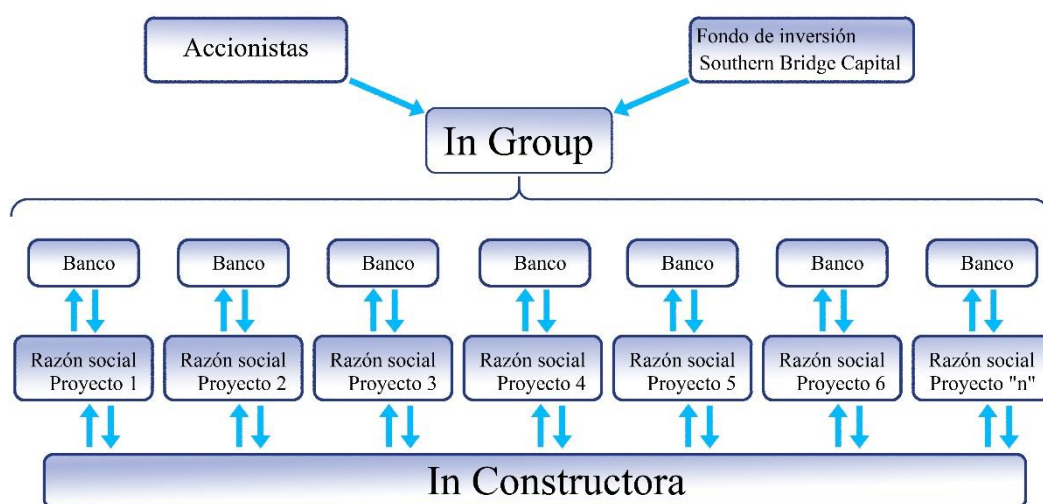


Figura 14. Esquema proyectado de trabajo del Grupo Inmobiliari

En la Figura 14 se muestra la composición de la empresa, la holding como “paraguas”, contiene todas las razones sociales de cada proyecto, cada razón social a su vez encargaba la construcción a In Constructora (empresa del mismo grupo). Conforme se daban los avances de obra, esta empresa facturaba a cada promotora el monto respectivo para que sea solicitada ante el banco promotor. El banco entonces con la validación de las supervisoras procedía al desembolso a la promotora inmobiliaria y es ahí donde comenzaron los problemas de descalce. El dinero en algunos casos fue destinado a cubrir sobrecostos de otros proyectos. A su vez conforme las ineficiencias de sobrecostos de obra y una gestión poco rigurosa aumentaron, el principal accionista objetó que el margen cubierto con las alzas de precios

para cubrir sobrecostos, representaba utilidad perdida. Esto decantó coincidentemente con la desaceleración económica del país; lo que provocó que este accionista decida retirar sus utilidades, no reinvirtiéndolas; y dejando solo al fondo de inversión y al grupo con el patrimonio existente, los bancos locales y una gigantesca deuda a estos y sus proveedores. Ante esto se completa el cuadro para una quiebra inminente. Inmobiliari se había hecho de suelos muy grandes con la proyección de ejecutar proyectos de miles de departamentos y un complejo de oficinas en Lurín, El Agustino, Breña, Trujillo y Ate; con proyectos de tan largo aliento, la desaceleración del país impacto agresivamente. Es importante dejar claro que todo proyecto tiene un escalonamiento de precios que se da aproximadamente de modo trimestral, si se combina que las ventas se reducen por la coyuntura, más el hecho que las proyecciones exigen volúmenes de ventas mayores cada año, es fácil comprender que los resultados comienzan a caer en picada.

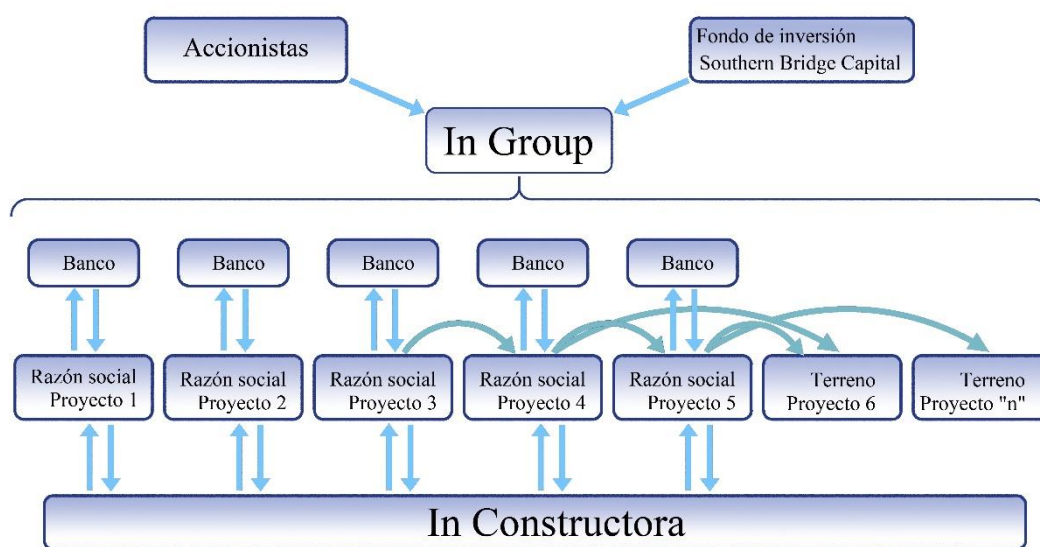


Figura 15. Esquema real de trabajo del Grupo Inmobiliari

En la Figura 15 se representa cómo, poco a poco, los proyectos fueron desviando fondos para otros proyectos y finalmente también para la compra de nuevos suelos, con la esperanza que este “ruleteo” nunca termine.

#### ***4.3.7. Análisis transversal de los casos***

Después de presentar el perfil de los informantes y los resultados del estudio se procedió a realizar un análisis trasversal de los casos donde se relacionan entre si algunos aspectos como: perfiles profesionales, atributos destacados de los proyectos y de las empresas donde laboran, estructura de capital de los proyectos, indicadores financieros para la evaluación de proyectos, gestión de flujo de caja, buenas prácticas. El resultado de este análisis se presenta a continuación.

El perfil profesional de las personas que participaron del estudio nos muestra profesional con experiencia comprobada en el sector inmobiliario, dos de ellos han tenido o tienen cargos de Director en instituciones representativas del gremio de la construcción, dedicadas al sector inmobiliario, todos los participantes han trabajado durante el periodo del boom inmobiliario y durante la recesión del sector, se ha hecho sentir durante las entrevistas que este periodo de recesión todavía no acaba, que es un periodo de transición donde se purgaran las mejores empresas del mercado. Así mismo todos los entrevistados han pasado por diversas instancias jerárquicas en su desarrollo profesional, desde jefes de proyectos a puestos gerenciales, permitiendo esto el manejo a detalle de temas operativos como de alta gestión.

Los atributos que ellos destacan de sus proyectos están alineados a que proporcione mayores posibilidades de ventas, o mejorar los precios de venta, enfocado a los mercados a los que está dirigido cada proyecto; los atributos destacados fueron ubicación del proyecto, atención al cliente, relación precio- producto, para el caso de Inmobiliari los participantes destacaron el atributo de marketing y ventas, esta empresa estaba enfocada en vender la idea de un mejor estilo de vida, incluso dentro de un área (del mismo nivel socio económico) presentaban los proyectos más caros y aun así durante el boom vendían los proyectos antes de empezar la construcción, lo que demuestra que durante el apogeo la estrategia les funcionaba,

pero cuando empezó la desaceleración la estrategia en conjunto con factores internos de la empresa ya explicados empezó a desvelar los puntos débiles de la gestión de la empresa.

El indicador para evaluar un proyecto es la TIR, alguno de los participantes también indicó el ROS y ROI aunque en menor medida, la menor TIR que indicaron dos de los participantes fue de 15%, el resto consideraba como mínimo 18% de TIR lo que nos demuestra que hablamos de un sector atractivo para las inversiones, durante el boom nos dijeron que este indicador llegaba a 25% lo que hizo que varias personas, sin conocer mucho del entorno, apostaran por invertir en este sector porque de todas maneras las ganancias justificaban los riesgos, es por esto que durante la desaceleración muchas de estas empresas no sobrevivieron, el conocer el entorno y los ciclos del negocio es fundamental para cualquier inversor. La estructura de capital del proyecto ideal para todos los entrevistados es poner menos equity y apalancarlos al máximo, coberturando el financiamiento con los flujos del mismo proyecto, durante el boom era posible realizar proyectos casi sin equity (menos 10%) en las condiciones actuales, debido a la quiebra de varias empresas que han dejado expuestos los controles de los bancos esta práctica es más difícil, por lo que se busca un equilibrio entre ambas partes.

Durante la crisis se dejó evidencia de varias falencias en las empresas del sector inmobiliario y algunos problemas de supervisión por parte de bancos (también de los fondos de inversión), alguna de estas fue descritas por los participantes como: sobrecostos de obra, escenarios muy optimistas, sobrecostos financieros para pagos de deudas a corto plazo, controles laxos para acceder a préstamos y créditos hipotecarios, etc. Cuando el sector estaba en auge estos excesos eran compensados con las buenas ventas y constantes aumentos de precios, motivo por el cual los gestores no se preocuparon mucho en los controles, dado que al final los proyectos resultaron rentables. Cuando empezó la desaceleración estas falencias se hicieron notorias y las empresas más eficientes afrontaron con mejor expectativa este



cambio, sin embargo, diversas promotoras nacidas en el boom no pudieron afrontarlo. Por esto la crisis del sector inmobiliario empezó a ser noticia pública (periódicos, televisión, etc) sobre todo por algunas empresas que fueron muy mediáticas en sus campañas publicitarias.

Los entrevistados han coincidido que mantener una gestión financiera saludable les permitió mantenerse a flote durante la crisis, la experiencia les ha confirmado que temas como el costo de construcción y costo del terreno son dos hitos del que no pueden descuidarse, buscar maneras de coberturarse para evitar los sobrecostos de obra es básico ya que el costo de obra bordea para todos los proyectos el 50% del costo total, encontrar alternativas para financiar el costo del terreno les permitirá mejorar sus indicadores financieros y controlar mejor las salidas de dinero, financiarlo a plazo son salidas de efectivo que pueden ser cubiertas con las preventas mientras comprar el terreno en un solo bloque te puede dejar muy descubierta la caja, otras alternativas abordadas por los entrevistados es asociarse con el dueño del terreno ofreciéndole como forma de pago departamentos en ese terreno que se va construir o en otro proyecto que ya lo tengan acabado, esto les permite en sobremanera mejorar su flujo de caja porque no tendrán tantas salidas de efectivo en el corto plazo.

Otro hito que los entrevistados han hecho referencia es la gestión del flujo de caja, como los proyectos inmobiliarios tienen en las primeras etapas desembolsos fuertes como la compra del terreno, donde deben buscar alternativas de financiamiento, optimizar sus procesos de cobro y calificación de ventas para activar las líneas de capital del banco, a su vez para evitar sobrecostos financieros la empresa debe ser capaz de gestionar estos ingresos y salidas de dinero a fin que los flujos de caja les permitan cumplir con sus acreedores en monto y plazo sin generar sobrecostos, calzando adecuadamente el manejo de tesorería.

## Capítulo V. Conclusiones y Recomendaciones

### 5.1. Conclusiones

La investigación ha evidenciado que sí existen buenas prácticas en financiamiento y *cash management* en las empresas inmobiliarias analizadas, siendo estas las siguientes: (i) Alternativas de financiamiento para la compra del terreno, (ii) Optimización de la gestión del proyecto en la relación al *cash management*, (iii) fijar precios anuales con proveedores de insumos de construcción en función al volumen de compra, (iv) Asegurar que el diseño de los proyectos técnicamente tenga un equilibrio de modo que minimice el impacto negativo en el flujo de caja, (v) Evaluar las posibilidades de realizar *forwards* para controlar el riesgo de tipo de cambio, (vi) Evaluar las diferentes políticas bancarias para los diferentes tipos de crédito hipotecario, a fin de proyectar de modo más adecuado los retornos y la utilización de líneas de crédito promotor, (vii) Asegurar una política de precios de venta adecuada, que permita un equilibrio entre TIR y Ebitda acorde a los requisitos de los accionistas, existiendo empresas que priorizan un retorno alto en el menor tiempo posible y para ello “sacrifican” precio, mientras que otras priorizan obtener el mayor margen posible en plazos más dilatados.

1. Si bien hay una diferencia notoria en el ciclo operativo de los proyectos inmobiliarios de departamentos de vivienda económica y de lujo, tanto en sus volúmenes de unidades como en sus horizontes de tiempo, los egresos más importantes en un flujo de caja para proyectos inmobiliarios, siempre son la construcción y la compra del terreno. La distribución de egresos en la construcción es prácticamente inflexible por la naturaleza de la operación, el financiamiento de la compra del terreno sí permite planteamientos que mejoran sustancialmente la TIR tanto del proyecto como de los accionistas. Poder fraccionar el pago del suelo en partes y diferir estos en el tiempo tiene un impacto enorme en la TIR, en este caso básicamente por la distribución de flujos en momentos distintos. De otra parte, el pagar un porcentaje del suelo mediante

permuta con unidades inmobiliarias es una alternativa interesante ya que reduce la inversión como valor absoluto de los accionistas. Ambas alternativas a su vez permiten que estos flujos salgan de los ingresos producidos por el proyecto en sí mismo y no como aportes de los inversionistas.

Para poder afianzar esta afirmación se ha generado una serie de análisis teóricos en base a la información recaudada en las entrevistas. Para el primer caso, es un proyecto típico MiVivienda de largo horizonte. Se tomaron las siguientes premisas, es un proyecto de dos etapas que se desarrollaría en el distrito de Breña, en un terreno de 2,300 m<sup>2</sup>, el área construida total es de 27,700m<sup>2</sup> y se venderían un total de 310 departamentos, lo que significan 17,800m<sup>2</sup> de área vendible. El costo del terreno, de la construcción y de venta se mantienen constante para todos los escenarios a fin de poder analizar el impacto que tiene en la TIR el variar la forma de pago del terreno y la velocidad de venta de departamentos (ver Tabla 4). El análisis a mayor profundidad se encuentra en el Apéndice B.

**Tabla 4**

*Análisis de sensibilidad en base al financiamiento del terreno en un proyecto inmobiliario de vivienda masiva*

Escenario	Velocidad de	TIR	ROS D/I	ROS A/I	Gastos
Compra de terreno 100%	3	6.08%	10.27%	14.65%	S/808,744.00
	4	9.18%	12.14%	17.32%	S/372,398.00
	5	11.80%	13.25%	18.92%	S/72,962.00
Permuta por unidades del proyecto	6	13.64%	13.61%	19.50%	S/61,080.00
	3	6.36%	9.80%	13.98%	S/852,759.00
	4	10.03%	11.82%	16.86%	S/403,720.00
Pago Fraccionado del Terreno	5	13.22%	13.03%	18.61%	S/70,946.00
	6	15.52%	13.43%	19.25%	S/59,913.00
	3	5.13%	7.24%	10.35%	S/1,163,046.00
Fraccionado del Terreno	4	9.22%	9.21%	13.17%	S/584,932.00
	5	13.54%	10.45%	14.96%	S/121,754.00
	6	17.03%	10.82%	15.56%	S/99,462.00

Para el segundo caso, se simuló un proyecto de vivienda de lujo con 10 departamentos en el distrito de San Isidro. La importancia de esta simulación radica sobre todo en que al ser un proyecto de lujo sus volúmenes de ventas, pueden ser iguales o superiores a un proyecto de vivienda masiva, con la gran diferencia que vender 10 departamentos toma mucho menor tiempo y exige una preventa más rápida de alcanzar. Dicho esto, se ve como el impacto sobre la TIR es mucho mayor ante posibles variaciones en las variables a analizar (ver Tabla 5). El análisis a mayor profundidad se encuentra en el Apéndice C.

**Tabla 5**

*Análisis de sensibilidad en base al financiamiento del terreno en un proyecto inmobiliario de vivienda de lujo*

Escenario	1. Pago fraccionado de terreno	2. Pago de terreno en cash y permuta de unidades	3. Pago del terreno al inicio, 100% aporte de accionistas
Precio de Terreno	S/9,119,840.00	S/7,672,500.00	S/7,672,500.00
Aporte de accionistas	25%	26%	15%
Preventa	24%	25%	26%
Aporte de banco	51%	49%	59%
Velocidad de Ventas	2 und	2 und	2 und
Precio de venta de departamentos	S/8,250.00	S/8,250.00	S/8,250.00
TIR Proyecto	44%	21%	24%
TIR Accionista	44%	21%	24%
ROS D/I Sin IGV	11%	14%	15%
ROS A/I Sin IGV	18%	22%	23%
Gastos Financieros	S/33,058.65	S/22,368.77	S/54,160.20

- La naturaleza del ciclo productivo de los proyectos inmobiliarios de departamentos conlleva la orquestación de una serie de procesos que si logran ser organizados y ejecutados de forma eficiente generan resultados económicos considerablemente mejores. Para lograr esta meta es vital que las áreas interrelacionadas de las inmobiliarias logren sinergias a través de una alineación en sus tiempos tanto de

procesos como de flujos de caja. La ausencia de esta planificación inevitablemente genera costos innecesarios, sobre todo por el incremento en los plazos, tiempos perdidos que van dilatando el horizonte de ejecución óptimo del proyecto. Uno de los ejemplos más claros de esta naturaleza es ver como dilatar el plazo de entrega de departamentos conlleva a un pago mayor de arbitrios municipales e impuestos prediales por tener stock durante un nuevo año; asimismo, esto implica que cada mes con stock se generan gastos por cuotas de administración del condominio, gastos de limpieza y mantenimiento de los departamentos para tenerlos en estado idóneo a su entrega, gastos por servicios como luz y agua y finalmente gastos adicionales en fuerzas de ventas para culminar la venta de este stock. En el siguiente gráfico (ver Figura 16) se muestra el esquema general de los procesos de una inmobiliaria. Como se muestra en este el proceso de venta inicia mucho antes que la construcción y usualmente, prosigue luego de que la construcción haya concluido. Desde el momento de la firma de contratos de compra venta, la promotora adquiere obligaciones con fechas de entrega para con los clientes.

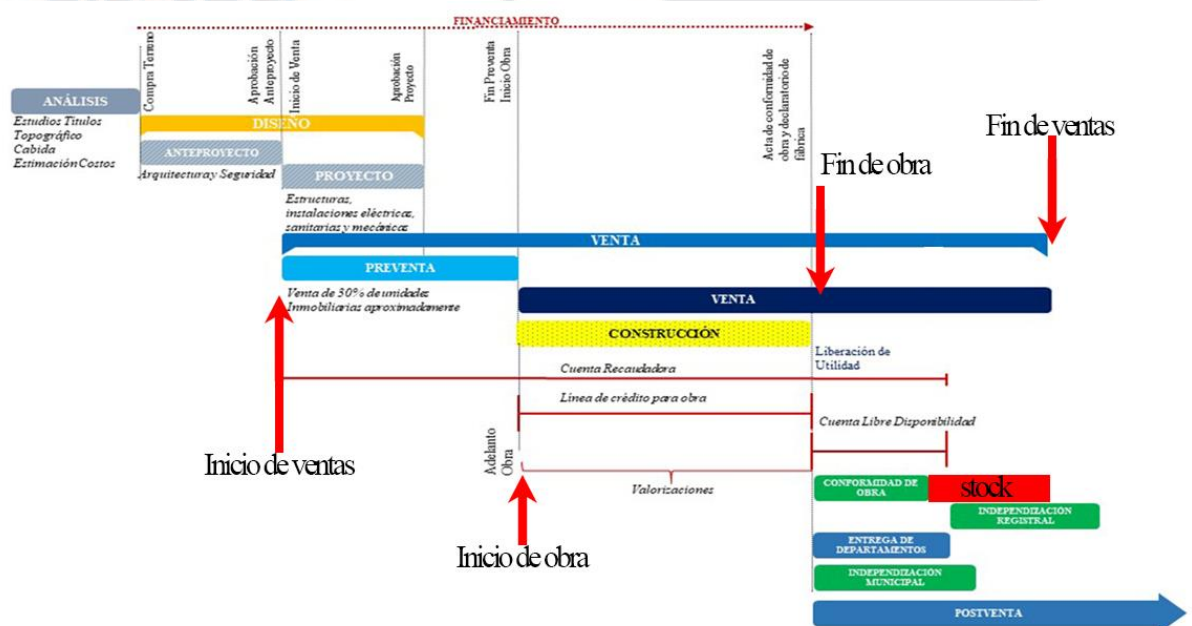


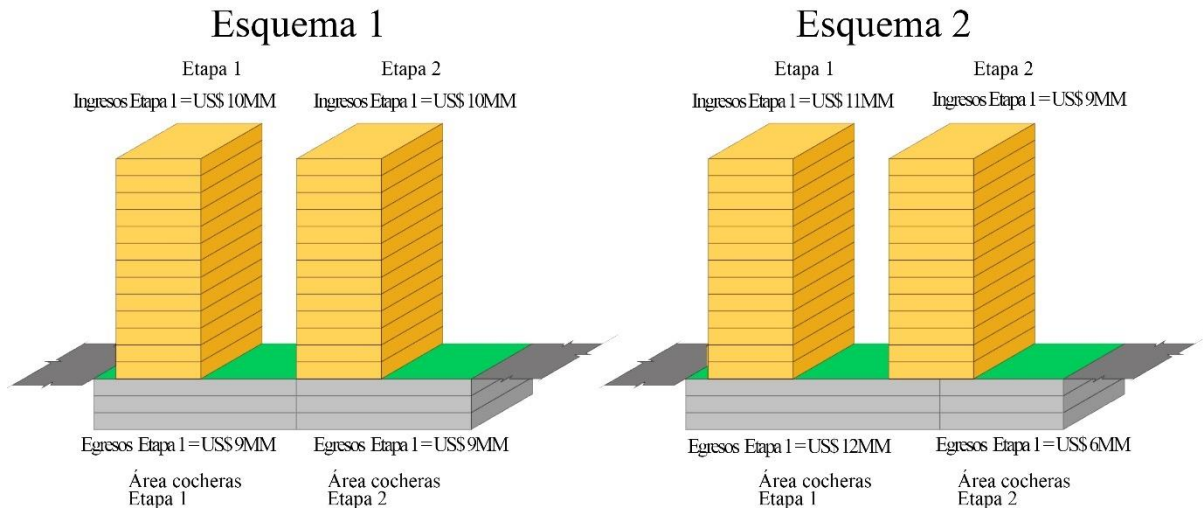
Figura 16. Esquema general de los procesos de una inmobiliaria

El incumplimiento de estas fechas conlleva penalidades por compensación. Así mismo como se ve en el diagrama, una vez terminada la construcción se dan las revisiones y recepciones de departamentos. Si estos han sido bien construidos las observaciones deberían ser mínimas, consumiendo el plazo previsto para cumplir luego las entregas de los mismos. De no ser así se van retrasando las fechas hasta llegar al incumplimiento y la obligación de pagar penalidades. De igual manera si las ventas no han mantenido el ritmo proyectado, se generará stock de viviendas para el promotor, habiendo ya culminada la construcción; por lo tanto, cayendo el promotor en gastos de administración del edificio y el mantenimiento de los mismos.

3. Dado que el costo de obra es el que mayor impacto tiene en cualquier estructura de costos de proyectos de departamentos, respetar el costo estimado de la obra en la etapa de evaluación de proyectos durante la operación es uno de los objetivos más importantes. Su impacto es de aproximadamente el 50-55% de los costos totales, con lo cual la incidencia en los resultados económicos es muy fuerte. Para poder manejar un análisis fino de este costo, la importancia de contar con técnicos especializados y la claridad en la definición del producto son de suma importancia. Cabe resaltar que la diferencia de tiempo entre el análisis del proyecto y la ejecución de la obra pueden ser de hasta dos años, con lo que las proyecciones de posibles alzas de precios en insumos son una variable importante. Asimismo, el poder congelar precios de los insumos de la construcción o mejor aún pactar un precio del costo directo con una constructora minimiza los riesgos de sobrecostos. Pactar forwards con los proveedores de los principales insumos como concreto, acero, ladrillos, cerámicos o sanitarios, aminora el riesgo de alza de precios, sea por variaciones del tipo de cambio en el mercado o el alza del petróleo que es un factor muy vinculado a la producción de estos insumos. Buscar medidas para mitigar estas posibles dispersiones es de suma importancia

considerándose que un proyecto pequeño tiene como horizonte mínimo dos años, siendo el plazo promedio por lo visto con los expertos entre tres a cuatro años.

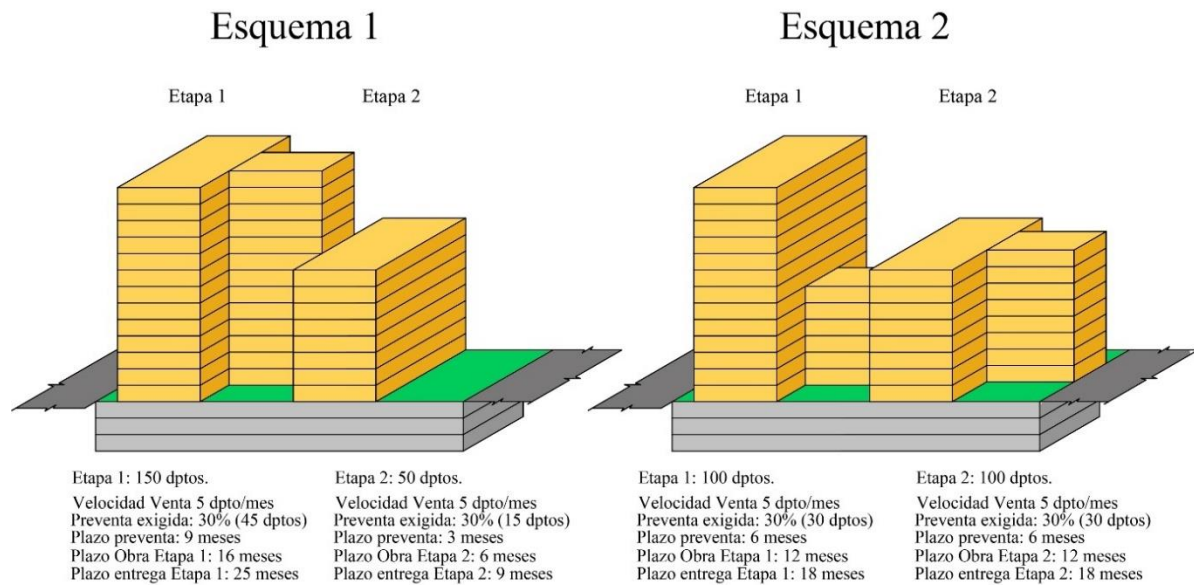
4. En la investigación se ha evidenciado la relevancia de tener un equilibrio entre las condiciones de estructuración financiera y el diseño técnico. Por una parte, técnicamente muchas veces se pueden generar soluciones que de modo aislado son eficientes pero que al ser filtradas bajo una óptica financiera se muestran contraproducentes. Por ejemplo, la distribución de los departamentos, cocheras y en general los edificios, generan de inmediato una repercusión sobre los flujos de caja de la construcción que impactan a su vez sobre la estructuración financiera del proyecto. En el siguiente ejemplo (ver Figura 17) se muestra un esquema donde se muestran dos casos extremos opuestos. El primero que es el idóneo, cada etapa genera ingresos por superficies vendibles mayores a sus egresos de construcción. El área de cocheras subterráneas de la primera torre coincide con esta torre, en el ejemplo entonces la distribución de estas cocheras teóricamente atiende a las viviendas de la primera torre y nada más, de igual modo la segunda torre tiene su propia área de cocheras subterráneas. La primera etapa entonces es positiva en resultados económicos. El segundo caso presenta una realidad más común e ineficiente, donde la primera etapa subsidia costos que en la práctica serán de uso y beneficio de la segunda etapa, dado que su construcción abarca cocheras que serán de uso de la segunda etapa, por lo tanto, la primera etapa de este segundo caso es deficitaria. En este ejemplo se ve un caso donde las soluciones técnicas si no buscan coincidir con las financieras llevan a un desperdicio de recursos.



*Figura 17. Esquemas de dos proyectos (diseño técnico y las condiciones de estructuración financiera que requiere)*

5. Dada la naturaleza de una duración extensa del ciclo operativo de los proyectos inmobiliarios, se debe modelar la velocidad de ventas mensual, el incremento de precios conforme el proyecto avanza y los porcentajes de preventa requeridos por parte de los bancos, en total sincronía con el diseño técnico del proyecto. No considerar como la distribución arquitectónica puede afectar estas variables es seguramente un motivo de costos innecesarios. En el siguiente gráfico (ver Figura 18) se muestran dos ejemplos donde en el primero se da una solución técnica al diseño que genera una primera etapa de 150 departamentos, lo cual decanta en plazos mayores de preventa y de entrega de las viviendas. A nivel financiero esto complica mucho dado que hasta no cumplir la preventa los bancos difícilmente liberan fondos para la construcción pudiendo darse el caso que el promotor tenga que usar recursos propios para arrancar la obra. Esto obligado por la presión comercial de la fecha de entrega final de las viviendas a los clientes. Como es fácil intuir, es muy difícil que un cliente espere más de dos años por la entrega de su vivienda desde el plazo de compra. En el otro ejemplo se muestra una redistribución que permite menores plazos de preventa, conllevando menores plazos de entrega.





*Figura 18. Esquema de dos proyectos (diseño técnico y el impacto que genera en las variables preventa y plazos)*

6. Las variables que más repercusión tienen sobre los resultados económicos en los proyectos inmobiliarios de departamentos son: (a) costo de construcción, (b) precio de venta, (c) velocidad de ventas, (d) costo del terreno, y (e) forma de pago del terreno. En base a las entrevistas y las simulaciones en modelos teóricos se puede afirmar esto con la salvedad de que, dependiendo el tipo de proyecto, sea de lujo o vivienda económica, de pocos departamentos o cientos de estos, la prelación de estas variables cambia. En proyectos de lujo y pocas unidades el precio de venta y costo de obra son los factores con mayor repercusión, mientras que en proyectos de gran cantidad de unidades la velocidad de ventas es el determinante, básicamente por la repercusión en costos de dilatar todo el flujo del proyecto.
7. El tipo de crédito hipotecario mediante el cual los clientes pueden acceder a la compra de los departamentos es un factor determinante para los resultados económicos de las promotoras. Mientras que, en un crédito hipotecario común, el desembolso se da entre uno o dos meses luego de la compra venta; en un hipotecario para clientes que no pueden demostrar sus ingresos (por informalidad o ser independientes) este

desembolso puede tardar de ocho a nueve meses. Esta diferencia repercute directamente en el flujo de caja, así como en el plazo para alcanzar la preventa exigida por el banco. Nuevamente este plazo es el que libera los desembolsos para iniciar la construcción y con ello gatilla el avance de todo el proyecto. Ante esta realidad, muchas promotoras optan por financiar sus proyectos con cajas o financieras alternativas a la banca tradicional, ya que estas entidades en un afán de ganar cuota de mercado permiten flexibilidades mayores para aprobar los créditos hipotecarios.

8. La búsqueda de un equilibrio eficiente entre precio de ventas y velocidad de ventas es un análisis muy necesario a fin de determinar en qué punto se da el mayor beneficio teórico para los proyectos. Si bien la velocidad de ventas nunca es constante en la realidad y siempre es una variable proyectada que se ajusta mensualmente, este análisis permite redireccionar esfuerzos tanto en ventas como en los precios, para buscar mantener los resultados proyectados.
9. Los principales indicadores financieros afectados por estas buenas prácticas son la TIR, el ROS y el VAN. Los expertos entrevistados afirman que la TIR es el indicador más relevante para todos los análisis en las inmobiliarias investigadas. La TIR es especialmente sensible dada la extensión en tiempo de los flujos y la gran variación de relevancia entre los diversos tipos de egresos.
10. Existe un conocimiento superficial sobre la normatividad tributaria en los proyectos inmobiliarios por parte de los gestores. Son conscientes que esta tiene factores que no se adecuan a la dinámica del negocio de un modo favorable, pero desconocen el detalle especializado del tema, delegando esta responsabilidad en los contadores. Cabe mencionar que el manejo eficiente de las normas tributarias genera una ventaja competitiva que debería ser utilizada por las promotoras de departamentos.

## 5.2. Recomendaciones

Las conclusiones obtenidas de esta investigación permiten sugerir una lista de tareas a validar por cualquier promotor de viviendas de departamentos, a fin de mejorar sus resultados económicos durante la concepción, planificación y desarrollo de proyectos de departamentos.

- Evaluar formas de financiamiento en la compra de terrenos, buscando minimizar el aporte propio del promotor mediante fraccionamiento del pago o canje por unidades inmobiliarias.
- En la medida de lo posible pactar precios con proveedores de materiales de construcción de modo anual a fin de acotar las posibles variaciones de precios.
- Tener especial cuidado en la estructuración de los flujos de caja y su relación con los diversos procesos técnicos del proyecto. Desde los plazos de estos hasta en el diseño arquitectónico del mismo, buscando minimizar costos innecesarios.
- Evaluar atentamente los plazos y condiciones de calificación a créditos hipotecarios en función al mercado atendido a fin de poder modelar correctamente los flujos de caja.
- Poner gran énfasis en el costo de construcción, tanto para evaluación como control de construcción. El impacto de esta variable es determinante para el éxito o fracaso de los proyectos.
- Como buena práctica se recomienda que las adquisiciones destinadas a la venta de la construcción vayan separadas o se facturen de manera independiente de aquellas destinadas a la venta del terreno; de tal forma, que se pueda gozar como crédito fiscal el 100% del IGV.

## Referencias

- Abadía, L. (2008). *La Crisis Ninja*. Obtenido de <https://goo.gl/37MTYu>
- Alva, M. (2013). *Planeamiento Tributario: ¿es posible realizarlo actualmente sin quebrantar las normas?* Actualidad Empresarial N°286 (p. 01).
- Apoyo Consultoría. (enero de 2014). *Lima Metropolitana: evolución del mercado inmobiliario de viviendas en el 2013 e implicancias para el 2014*. Obtenido de <https://goo.gl/DSW7rR>
- Arce, Rodrigo. (01 de febrero de 2015). *Sector inmobiliario: entre la desaceleración y la limpieza del mercado*. Semana Económica. Obtenido de <https://goo.gl/GT7cJ7>
- Arellano, B., & Roca, J. (2015). *Global Urban Sprawl*. Obtenido de <https://goo.gl/8D4jr7>
- Armijo, M. (05 de noviembre de 2004). *Buenas prácticas de gestión pública en América Latina*. Madrid, España: IX Congreso Internacional del CLAD sobre la Reforma del Estado y de la Administración Pública. Obtenido de <https://goo.gl/1KR74>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2016). *Memoria Anual 2016*. Obtenido de <https://goo.gl/ipshJ3>
- BBVA. (2008). *Situación Inmobiliaria Perú Agosto 2008*. Obtenido de <https://goo.gl/XwRukU>
- BBVA. (2010). *Perú Situación Inmobiliaria Análisis Económico*. BBVA Research. Obtenido de <https://goo.gl/g6hAuE>
- BBVA. (2014). *Perú Situación Automotriz*. BBVA Research. Obtenido de <https://goo.gl/oG6FU6>
- BBVA. (2017). *Situación Inmobiliaria 2017*. BBVA Research. Obtenido de <https://goo.gl/wZevHy>
- Bonilla, E., & Rodríguez, P. (1997). *Más allá del dilema de los métodos* (2da ed.). Santafé de Bogotá: Ediciones Uniandes .

- Buchtik, L. (2012). *Secretos para dominar la gestión de riesgos en proyectos*. Uruguay: Buchtik Global.
- Cámara Peruana de la Construcción. (2016). *21° Estudio "El Mercado de Edificaciones Urbanas en Lima Metropolitana y Callao"*. Lima, Perú.
- Campos. (2006). *II Diplomado en Auditoría Tributaria - Módulo 3 (Planeamiento Estratégico)*.
- Charro, A., & Ortiz, J. (1996). *La función de tesorería en la empresa Banca electrónica y cash management*. Boletín de Estudios Económicos N°157 Abril (pp. 129-164).
- Choque, J., Pinto, R., & Peña, L. (2017). *Análisis del comportamiento del Programa Nuevo Crédito Mivivienda del Fondo Mivivienda en Lima Metropolitana en los últimos 07 años*. Lima, Perú: (Tesis de Licenciatura) Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas. Obtenido de <https://goo.gl/HjzS54>
- Choy, M., & Chang, G. (2014). *Medidas macroprudenciales aplicadas en el Perú*. Banco Central de Reserva del Perú. Obtenido de <https://goo.gl/MegTc4>
- Creswell, J., & Creswell, D. (2017). *Research design: qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (5ta ed.). Publicaciones SAGE.
- Czarniawska, B. (2004). *Narratives in Social Science Research*. Universidad de Gotemburgo.
- De la Puente, M. (1997). *Compraventa de bien futuro*. Revista IUS ET VERITAS N°15 (pp. 91-102).
- Eyzaguirre, H., & Calderón, C. (2003). *El Mercado de Crédito Hipotecario de Perú*. Lima: Instituto Apoyo / Banco Interamericano de Desarrollo. Obtenido de <https://goo.gl/oC8Qiw>
- Fondo Mivivienda: Más de 36, 000 familias fueron beneficiadas en el 2013. (12 de diciembre de 2013). *Gestión*. Obtenido de <https://goo.gl/mvzFYL>
- García, J. (2013). *Memorias: Razón de éxito en los proyectos, una buena gerencia de proyectos*. Cámara de Comercio de Medellín para Antioquía.

- García, J., & Salazar, P. (2005). Métodos de administración y evaluación de riesgos. *Seminario para optar al Título de Ingeniería en Información y Control de Gestión*. Universidad de Chile.
- Hernández de Alba, N., Espinosa, D., & Salazar, Y. (2014). *La teoría de la gestión financiera operativa desde la perspectiva marxista*. La Habana, Cuba: Economía y Desarrollo Vol.151 (pp. 161-173). Obtenido de <https://goo.gl/F1gU6A>
- Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, P. (2014). *Metodología de la investigación* (6ta ed.). Mexico D.F., Mexico: Mc Graw Hill.
- Herrera, G. (2015). *Gestión de liquidez ¿Dónde se rompe el hilo? Cash Management*. Strategia PUCP. Recuperado de <http://www.revistas.pucp.edu.pe/index.php/strategia/article/view/18196>.
- INEI. (2017). *Variación de los indicadores de precios de la economía Enero 2017*. Informe Técnico N°02. Obtenido de <https://goo.gl/ZmWbt9>
- La lección más importante de la crisis subprime para Perú es el rol regulador prudencial. (12 de agosto de 2013). *Gestión*. Obtenido de <https://goo.gl/uH8k7G>
- Larrauri, A., & Yábar, Y. (2016). *Propuesta de viabilidad de un proyecto inmobiliario de vivienda multifamiliar en el distrito de Breña*. (Tesis Maestría) Pontificia Universidad Católica del Perú. Obtenido de <https://goo.gl/YY6R6Y>
- Marin, F. (2011). *La evolución de la gestión de la tesorería en el entorno actual*. Blog económico financiero de Grupo Choice. Obtenido de <https://goo.gl/rknV3u>
- Martínez, M. (2004). *Ciencia y Arte en la Metodología Cualitativa*. México: Editorial Trillas.
- Meza, S. (2016). *La vivienda social en el Perú: evaluación de las políticas y programas sobre vivienda de interés social: caso de estudio: programa "Techo Propio"*. (Tesis Maestría) Universitat Politècnica de Catalunya. Obtenido de <http://hdl.handle.net/2117/87782>
- Montenegro, F. (2014). *¿Cuándo existe el inmueble? Apuntes sobre la existencia del bien en un contrato inmobiliario de compraventa de bien futuro*. Círculo de Derecho Administrativo PUCP.

- Muñoz, C. (2015). *50 Lecciones en Desarrollo Inmobiliario: de los errores más comunes y sus orígenes al nuevo modelo de mejores practicas*. Bienes Raíces Ediciones.
- Navalón, M., Elvira, E., & Blanch, L. (2002). *Cash-management: Gestión de tesorería* (3ra ed.). Barcelona, España: Gestión 2000.
- Orozco, G. (1996). *La investigación en comunicación desde la perspectiva cualitativa*. Mexico: Instituto Mexicano para el Desarrollo Comunitario.
- Orrego, F. (2014). *Precio de viviendas en Lima*. Banco Central de Reserva del Perú. Obtenido de <https://goo.gl/nSB12F>
- Orrego, J. (2011). *Barrios obreros y vivienda popular en Lima*. Obtenido de <https://goo.gl/BUuTd4>
- Palomino, J., Hennings, J., & Echevarría, V. (2017). *Análisis Macroeconómico del Sector Construcción en el Perú*. Revista Quipukamayoc Vol.25 N°47. Obtenido de <https://goo.gl/nF5qyR>
- Picón, J. (2008). *Construyendo contingencias: Tributación del sector inmobiliario y de construcción*. Lima: CAPECO.
- Pizarro, M. (2012). *Informe de Clasificación de Riesgo Fondo MIVIVIENDA S.A.* Lima, Perú: Clasificadora de Riesgo Class & Asociados. Obtenido de <https://goo.gl/NpPJRd>
- Poggi, J., Romero, L., Luy, M., & Sotomayor, N. (2015). *Sistema financiero peruano 1999-2014: manteniendo el equilibrio entre desarrollo y estabilidad financiera*. Revista de Temas Financieros Volumen XI Número 1 - Superintendencia de Banca y Seguros.
- Pregel, G., Nueno, P., & Suñol, R. (1990). *Instrumentos financieros al servicio de la empresa*. Bilbao: Deusto.
- Project Management Institute. (2013). *Guía de los Fundamentos para la Dirección de Proyectos (Guía del PMBOK)* (5ta ed.). Pensilvania: Project Management Institute.
- Rodríguez, M., Piñeiro, C., & de Llano, P. (2013). *Mapa de Riesgos: Identificación y Gestión de Riesgos*. Revista Atlántica de Economía Vol.02. Obtenido de <https://goo.gl/R1ST7A>

- Rodríguez, P. (2012). *Planeamiento estratégico comercial para proyectos inmobiliarios - Caso Aplicativo*. (Tesis Maestría) Universidad Nacional de Ingeniería. Obtenido de <https://goo.gl/Yua1EH>
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2012). *Finanzas Corporativas* (9na ed.). Ciudad de Mexico, Mexico: Mc Graw Hill.
- Rousseau, C. (2013). *Desarrollo Inmobiliario - Integrando las piezas*. Mexico: Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey. Obtenido de <https://goo.gl/nkghzC>
- Ruiz, J. (2012). *Metodología de la investigación cualitativa* (5ta ed.). Bilbao: Universidad de Deusto.
- Santisteban, G. (2005). *Análisis de Políticas de Vivienda de Interés Social (1980-2004)*. Lima, Perú: (Tesis Maestría) Universidad Nacional de Ingeniería. Obtenido de <https://goo.gl/tgcVsj>
- Scotiabank. (2015). *El mercado inmobiliario en perspectiva*. Obtenido de <https://goo.gl/rEZvW8>
- Seminario, P., & Ruiz, M. (2008). *Discusión y alternativas de las políticas de vivienda en el Perú (1990-2007)*. Cuadernos de Arquitectura y Ciudad - Edición.Digital\_007. Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Soldevilla, E. (1994). *Opciones y Futuros - Commodities - Activos Financieros*. Bilbao: BBV Interactivos.
- Sosa, M. (2007). *Inteligencia artificial en la gestión financiera empresarial*. Pensamiento y Gestión N°23. Obtenido de <https://goo.gl/oRQeuN>
- Tamayo, M. (2004). *El proceso de la investigación científica* (4ta ed.). México: Editorial Limusa.
- Vargas, A., Castro, V., & Bautista, E. (2011). *Importancia del crecimiento del sector construcción en la economía y sociedad peruana*. Revistas de investigación UNMSM Vol.14 Núm.28. Obtenido de <https://goo.gl/5Y4d5X>



Venta de viviendas: inmobiliarias dedican el 90% de su inversión en publicidad online. (12 de julio de 2017). *Gestión*. Obtenido de <https://goo.gl/yVtSqe>

Zubiate, A. (20 de mayo de 2015). *El boom inmobiliario y la supuesta burbuja inmobiliaria*. *Semana Económica*. Obtenido de <https://goo.gl/rJVq79>

Zurita, A. (2016). *Determinantes del mercado inmobiliario que afecta la volatilidad del precio fundamental por metro cuadrado de los inmuebles multifamiliares en Lima Metropolitana durante el periodo 2002-2014*. (Tesis Licenciatura) Universidad de Lima. Obtenido de <https://goo.gl/1cDHEb>



## Apéndice A

### Transcripción de entrevistas a informantes

		Carlos	Manuel	Juan	Karen	Rafael	Jorge	Maria
Perfil del entrevistado	Puesto	Gerente General	Gerente General	Gerente General	Gerente de Inversión	Gerente Corporativo	Gerente General	Gerente de Proyectos
	Empresa	Arteco	EOM Grupo	Inmobiliari SA; GyM SA, Viva Inmobiliaria	EOM Grupo	Inmobiliari	JJC, Inmobiliari	Inmobiliari
	Edad	45	47	49	34	51	64	Reservado
Atributos de la empresa	Años de experiencia	9	4	9	7	4	9	4
	2. ¿En qué se destaca la empresa en el mercado? ¿Por qué?	14	25	20	9	20	30	11
		Estrategias de marketing y ventas	Ubicación	Inmobiliari: Diseño y marca del productos	Ubicación	Ubicación	JJC Inmobiliaria era la seriedad que el nombre transmitía	Atributos diferenciados particulares
		Ayuda a calificar al crédito al cliente	Atención al cliente	GyM respaldo del apellido. Diseños a veces buenos otras veces no	Atención al cliente	Estrategias de marketing y ventas	Marca e imagen	
		varias áreas comunes	Relación precio producto	Los intangibles son lo que mas valor nos dan, la marca, la confianza del mercado y las relaciones que tenemos.	Relación precio producto	ofrecía buen diseño en un lugar privilegiado, nada más, no se construía mejor ni se usaban mejores acabados	Estrategias de marketing y ventas	Estrategias de marketing y ventas
Estructura de capital	3. ¿En qué es mejor la empresa comparada con sus competidores, cuáles son sus ventajas competitivas que los diferencian?	asesoría en el proceso de ventas para calificar al financiamiento		Inmobiliari invertían grandes sumas de dinero en marketing, pagaban el precio que pedían los corredores solamente por tener las mejores ubicaciones, se estaba convencido que el publico pagaría por eso.	Clasem: eficiencia de producir de modo estandarizado y las sinergias que hay entre el diseño in house y la constructora	Dependiendo del mercado donde apunta el proyecto, se potenciaba los diferentes atributos particulares de cada proyecto, en los últimos años se trabajó mucho con Arellano marketing, quienes leían al cliente potencial y tratábamos de darle lo que buscaban al comprar un inmueble	definición de producto	
	4. ¿Cuáles son los principales indicadores que utilizan para determinar la	ROS	TIR	Inmobiliari: ROS y ROI	TIR	A los accionistas de Inmobiliari no les importaba TIR ni VAN, ellos querían retorno	ROI	TIR
		TIR		GyM siempre fue TIR				

	Carlos	Manuel	Juan	Karen	Rafael	Jorge	Maria
5. ¿Cuál de las siguientes estructuras de capital se acerca más a la de sus proyectos?	<p>a) 33% equity, 33% pre ventas, 33% bancos</p> <p>Usualmente los bancos nos financian el suelo al 70%, con lo que nuestro aporte inicial es menor. Si vamos con fondos a su vez ellos aportan el 80% del equity aproximadamente.</p>	<p>no pusimos nada de equity para la compra del suelo, pedimos un préstamo a una caja para la compra del suelo al 100% que luego refinanciamos con el BCP.</p>	<p>a) 33% equity, 33% pre ventas, 33% bancos</p> <p>Lo más parecido a la realidad actual es la primera opción a, para un proyecto convencional</p>	<p>En los proyectos de lujo casi no ponemos equity, estamos por un 5% o 10% en los casos más apalancados. Siempre buscamos triangular con el propietario del suelo y tener unas preventas grandes antes que tomar deuda con banco o accionistas.</p>	<p>Inmobiliari llegamos a hacer proyectos poniendo 0 equity y se vendía tan bien que tenías la línea del banco por si acaso</p>	<p>a) 33% equity, 33% pre ventas, 33% bancos</p> <p>la primera opción es la que se acerca más a un proyecto típico. con las variaciones que puede dar si te asocias con un fondo o con el dueño o por ultimo con un banco te presta hasta el 60% del costo del suelo</p>	<p>Prácticamente sin equity y financiaban hasta el suelo, el crecimiento fue súper acelerado y eso atrajo mucho interés de bancos.</p>
6. ¿Respecto a la compra de los suelos, como estructuran su financiamiento?	<p>100% contado</p>	<p>10% inicial y el saldo en cuotas fraccionadas</p>	<p>Antes el desarrollador inmobiliario se compraba su terreno y construía su edificio, ahora con la facilidad que da el banco para financiar los terrenos la TIR se puede hacer hasta infinita, financias terreno, pre vendas los departamentos, construyes con el crédito promotor, no pudiese un sol y ganaste un montón de plata.</p>	<p>10% inicial y el saldo en canje por metros cuadrados</p>	<p>100% contado</p>	<p>100% contado</p>	<p>100% contado</p>
Estructura de capital	<p>Respecto al vendedor del suelo se da un pequeño arras de un 5% hasta tener anteproyecto aprobado, contra lo cual se da el desembolso del resto</p>	<p>10% inicial y el saldo en canje por metros cuadrados</p>	<p>Como te decía prácticamente un mínimo de inicial y la diferencia en partes o por canje con departamentos.</p>	<p>Creo se compraron terrenos de casi todas las formas posibles</p>	<p>Por lo general el suelo siempre es 100% al inicio, hay inmobiliarias que buscan asociar al dueño, y miles de formas, pero eso no te permite comprar el suelo con mejor ubicación</p>	<p>Al contado contra anteproyecto aprobado, esto exigía dar un arras menor, casi un 4% nada más.</p>	

	Carlos	Manuel	Juan	Karen	Rafael	Jorge	Maria
<b>Indicadores financieros</b>	<p>7. ¿En cuanto a los indicadores financieros de sus proyectos que TIR anual manejan para los proyectos y los accionistas aproximadamente?</p> <p>8. ¿En cuanto a los indicadores financieros que tasa de descuento consideran para el costo de capital en sus evaluaciones?</p>	<p>15% y 18% para proyectos y 20% para los accionistas</p> <p>trabajamos con 12% en los últimos años</p>	<p>En GyM nos pedían TIR de 16% si se tenía un socio hasta 18%</p> <p>En GyM era de 12%, creo que por que todos usan ese número, como si fuera mágico, nunca vi el cálculo, el CaPM o algo similar</p>	<p>Mínimo un 25% para los accionistas. No me vas a creer pero estamos casi siempre por encima del 40%</p> <p>12% flat para todos los proyectos. Esto cada año se va actualizando en directorio.</p>	<p>A los Sres. de Southern Bridge Capital se les ofrecía entre el 15% y el 18%</p> <p>Nunca se calculó, porque a los accionistas no les importaba, y al fondo de inversión solo veían TIR WAAC.</p>	<p>JJC cuando la plata era de los accionistas no te pedían TIR, los fondos de inversión nos pedían entre 15y 18%</p> <p>Tenemos la política de que tiene que ser positivos, pero nunca se hizo un cálculo real de WAAC.</p>	<p>15% para proyectos y 18% para el fondo y accionistas.</p> <p>11% aproximadamente</p>
<b>Atributos de la empresa</b>	<p>9. ¿Trabajan con fondos de inversión? ¿Por qué si o no lo hacen?</p> <p>10. ¿Trabajan con fideicomisos? ¿Por qué si o no lo hacen?</p>	<p>No, no lo vemos necesario</p> <p>Para algunos proyectos lo hemos hecho por exigencia de la entidad financiera con quien trabajamos</p>	<p>Inmobiliari: Si, trabajábamos con Southern Bridge Capital, nunca tuve decisión sobre esto, pero funcionaba muy bien, eran socios capitalistas en casi todos los proyectos, tomaban la decisión de entrar rápidamente, nunca solicitaron tener supervisores de obra</p> <p>No, pero imagino por la complicación de sus contratos</p>	<p>No trabajamos con fondos, estos exigen demasiado y no consideramos que aporten know how que nos sume</p> <p>No hemos tenido necesidad de hacerlo.</p>	<p>Si con SBC, porque era plata fresca, rápida, no se metían en los proyectos, no les importaba si eran buenos, malos eficaces o eficientes solamente que su dinero regrese con intereses.</p> <p>No</p>	<p>En los últimos años si, cuando los proyectos eran más grandes que el aporte que los accionistas estaban dispuestos a dar</p> <p>Una vez se hizo, porque estábamos en sociedad con un fondo y otra inmobiliaria</p>	<p>Si se trabajó con fondos de inversión en todo, era Southern Bridge Capital de Panamá</p> <p>No, hasta donde yo supe nunca.</p>

	Carlos	Manuel	Juan	Karen	Rafael	Jorge	Maria
<b>Estructura de costos</b>	La primera es la más parecida, somos más altos en marketing y ventas respecto al promedio de empresas, pero esa es nuestra mayor fuerza.	Bueno ninguna es muy parecida, pero la segunda es la que se podría acercar por los costos de marketing más bajos. Pero veo que tienes alto la construcción. Tenemos ahí menos, casi un 50% pero en terrenos un poco más	El principal es la construcción que dependiendo de la zona llega a ser 59% a 69% del total de costos, los terrenos es el segundo gastos entre el 15% y 27%	Nos acercamos a la segunda, pero con menor costo de obra. Nos enfocamos más en temas técnicos y financieros que en marketing y ventas. Los productos se venden por precio en los sectores bajos y por confianza en la marca y exclusividad en el de lujo.		Una característica que siempre hemos discutido es que a los accionistas de JIC les gusta ver la utilidad por la constructora que para ellos es su Core de negocio. Fue imposible bajar los márgenes de la constructora y mucho peor solo proponer que los proyectos inmobiliarios los construya otra empresa	Entre la primera y la segunda. La inversión en marketing y ventas era muy fuerte pero también hubo muchísimos sobre costos de obra.
<b>Indicadores financieros</b>	No nos guiamos por este indicador pero claramente sería el mayor posible	El máximo posible sin duda	En inmobiliari no se fijaban en estos indicadores, en Craña dependía de cada proyecto	No trabajamos con un VAN mínimo, es por TIR todo	Ni los accionistas ni los fondos veían el VAN	El mayor posible	El mayor posible siempre, pero directorio pedía TIR como referente.
11. ¿En números generales cómo es la distribución de costos de sus proyectos?							
12. ¿En cuanto a los indicadores financieros de sus proyectos que VAN manejan para los proyectos y los accionistas aproximadamente?							

	Carlos	Manuel	Juan	Karen	Rafael	Jorge	Maria
13. ¿En cuánto a buenas prácticas para la gestión de sus proyectos podría comentar ejemplos que considere adecuados?	<p>Mi vivienda es muy importante poder ubicaciones donde las avenidas principales sean cercanas y a su vez brindar espacios de esparcimiento para las familias. Por el lado del manejo de los proyectos poder mantener una velocidad de ventas constante es super importante. La velocidad de desembolsos es clave para no caer en gastos financieros excesivos</p>	<p>el poder tener una visión en conjunto de todas las áreas y como se articula permite manejar de forma eficiente la holding. A nivel financiero que es lo que te interesa más, poder apalancar salidas en el flujo es determinante. Calzar los flujos para evitar picos y valles, dar continuidad como un just in time. El compartir con el dueño del suelo el éxito del proyecto permite compras muy interesantes. En muchos casos tu puedes ver que pagamos más por el terreno como valor absoluto que el precio de mercado, pero diluimos el pago en cuotas o mediante permutas con departamentos, esto nos da facilidad de trabajar con menos capital.</p>	<p>Tuvimos un marketing y planteamiento de los proyectos que permitió vender a precios muy por encima de la competencia. Esto no solo permitía ventas altas si no ventas muy rápidas además.</p>	<p>Como te dije tratamos de apalancar las compras de los terrenos mucho porque esto te levanta la TIR muchísimo. Para esto fraccionamos los pagos al propietario, a veces pagando más como precio total pero muy diferido. En Pezet se canjeó como permuta una buena parte del precio por metros cuadrados. Siempre buscamos financiar así los terrenos que son el primer flujo negativo más fuerte.</p>	<p>Cuando se tiene caja, no se optimiza mucho en nada, y cuando se es tan optimista que crees que la bonanza no terminará, se pierde la cautela que siempre debes tener en los proyectos. Inmobiliari creció de forma desordenada y no orgánica, se contrataba gente por necesidad del momento, llegamos a tener una planilla de más de \$1 MM de dólares al mes que es una locura, sin ningún tipo de eficiencia operativa</p>	<p>Las típicas, endédate en la moneda en la que ganas, aunque a veces hemos temido que cambiar las listas de precios de soles a dólares, no ahorcar a los proveedores, pagarles lo justo por su trabajo, para tenerlos como aliados a largo plazo,</p>	<p>Supo posicionarse como referente en el mercado sobre todo con un marketing recontra agresivo. por todos lados te vendían algo sofisticado, distinto y mejor, claro todo esto cuesta, pero si comparas los precios que se manejaban y las velocidades de ventas hasta el 2013 fueron altas a comparación del mercado. Éramos los más caros, pero igual vendíamos más rápido, se justificó durante un tiempo hasta que todo se fue desacelerando</p>
14. ¿Cómo acotan las posibles variaciones en costos de obra?	<p>subcontratamos la construcción a terceros mediante licitaciones. Una práctica que tenemos es al momento de evaluar un nuevo proyecto pedir a una de las empresas constructoras amigas, un ratio para el costo de la obra en función al tipo de proyecto. Si ellos luego del desarrollo de las especialidades logran cumplir este ratio, no licitamos si no que la adjudicamos de modo automático</p>	<p>El gerente de la constructora trata de cerrar precios con sus proveedores por volumen y de forma anual. A su vez nosotros cerramos con el los precios de la construcción del caso con lo que es buena la protección que tenemos.</p>	<p>En Inmobiliari la constructora era una empresa que siempre reportaba ganancias y generaba sobre costos a la inmobiliaria al principio no importaba por que los precios de venta de los departamentos aumentaban, y las rentabilidades eran mayores a las proyectadas</p>	<p>Igual se busca pactar un ratio para el costo de obra y que se respete. De todos modos el casco en los proyectos de lujo se pacta como suma alzada y los acabados por administración, para Clasem todo es a suma alzada.</p>	<p>Todo la variación en el costo de obra se absorbia en Inmobiliari, nunca pusieron ningún tipo de controles para la constructora, por más que se llevaba casi el 70% del costo del proyecto</p>	<p>se contrataba a JJC constructores a suma alzada en soles y solamente se reconocían el reajuste en el costo de mano de obra del año.</p>	<p>Aquí hubo un tema que da mucho para conversar, no se tuvo control, la constructora era parte del grupo, pero nadie la controlaba y por eso los costos cada vez fueron mayores, esto fue uno de los principales errores que se cometieron.</p>

	Carlos	Manuel	Juan	Karen	Rafael	Jorge	Maria
15. ¿Qué atributos consideran son los más importantes en sus edificios?	La ubicación en vías de acceso y alta exposición, la distribución de los departamentos de forma eficiente, la gran cantidad de zonas comunes para diversas amenidades y la forma de financiamiento.	ESPARQ definitivamente ubicación, luego la personalización de todo, ya sabes que trabajamos diseños exclusivos a gusto del cliente. En Clasm te diría que el beneficio que le damos a los clientes, son atributos del producto respecto a un precio sumamente competitivo	Sin duda, ubicación y diseño, Inmobiliari era genial en estos dos aspectos, tomaba decisión de compra muy rápido sin mayor análisis, solo por olfato, Graña era un poco más conservadora y austera.	yo creo que la ubicación es super importante en los de lujo, o sea son zonas muy exclusivas de San Isidro con salida a parques privados o frente a ellos. En Clasm se busca mucho tener una relación precio producto competitiva sobre la competencia, dar más al mismo precio.	el diseño y la ubicación, eran importantísimos	Para los proyectos no Mivivienda, se potenciaba todo lo que se pueda el confort de la persona que pagaba el departamento. Para los Mivivienda, donde no se puede crecer e departamento, todo va fuera, el cuarto de juegos de los hijos esta fuera del departamento, y tiene que ser lo más parecido a un club	Una imagen y ubicación diferenciada. La gente debe poder hallar una zona de fácil acceso, segura y además un producto que se distinga del resto
16. ¿Además de estos, que atributos les parecen determinantes para el éxito del proyecto?	una ubicación estratégica es una gran diferencia. Es importante tener claro el tema de los plazos de obra ya que en un proyecto de varias etapas si no trabajas bien esto, vas a tener viviendas entregadas con una construcción al lado y esto afecta tus ventas futuras cuando tienes stock. Nadie quiere mudarse a un proyecto y tener un año de obra al lado.	este es un negocio de muchas relaciones en un mercado pequeño, si la atención es buena siempre tendrás clientes que paguen bien porque hay una confianza ganada. En el sector masivo el poder dar un producto que cubra más expectativas, las zonas de recreación y esparcimiento aportan mucho, esto en un precio competitivo es muy potente.	Definitivamente el orden y control son todo en el manejo de un proyecto. Tener la mayor cantidad de variables acotadas, siempre algo falla como lo planeado, no hay plan que soporte el primer golpe es lo que dice y es así. Pero si no tienes ni siquiera un plan estas en nada. El orden de como realizar las tareas y planes de contingencia permite ahorros en todo momento.	como financiera definitivamente yo creo que el éxito se da por varios lados de como amarrar los flujos para que el proyecto siempre camine sin caer en gastos innecesarios. Tenemos una marca super reconocida en el mercado top.	El marketing, se invirtió mucho dinero en campañas y en medios aun cuando la quiebra era inminente la gente no lo entendía y te miraba extrañada, en su cabeza estaba estampada la imagen de la mejor inmobiliaria del Perú.	Yo me fijaría mucho en las factibilidades de servicios de agua desagüe y electricidad, tenemos detenidas 3 etapas de un proyecto en Carabayllo por que setapal no nos permite el acceso al alcantarillado, por otro lado lo mismo sucedió con la compañía de electricidad, indico que el proyecto se abastecería de energía de una subestación contigua y luego nos obligaron a invertir en una sub estación eléctrica propia	Por el volumen de proyectos se comenzó a buscar importar de china muchos insumos que permitieron ofrecer más que el resto. Además, por ejemplo se tenían diseñadores muy de moda o firmas extranjeras para las fachadas y todo esto se vendía en medios haciendo un concepto de algo muy exclusivo.

	Carlos	Manuel	Juan	Karen	Rafael	Jorge	Maria
17. ¿en su opinión cuáles son las variables de mayor impacto en los resultados de un proyecto inmobiliario de departamentos?	costo de obra claramente, te puede hundir todo por su peso. Luego te diría la velocidad de ventas que para nosotros es muy importante. Cuando tienes promociones de cientos de viviendas el plazo del proyecto puede estirarse rápidamente y con esto tener sobrecostos en varios frentes. El precio del suelo sería otro importante, pero conforme el mercado ha madurado hay bandas de precios por zonas.	Tienes que ponderar varias condicionantes, por costos sin duda la construcción es la que más importancia tiene. Pero como atributo diferenciador el trato personalizado en viviendas de lujo y la relación costo beneficio en vivienda masiva. Para un tema financiero la velocidad con que agotes tu stock es muy importante, vender rápido te da facilidad de circular el capital más vueltas, liberas utilidad en un proyecto y estas comenzando el próximo.	Costos de la construcción, buen ritmo de ventas, una relación precio producto que permita esto.	De hecho son costo de obra, costo de terreno, velocidad de ventas y precio de ventas. Esas cuatro arman todo el negocio. Las demás afectan muy poco si lo ves en los análisis de escenarios.	Tienes varias, capacidad de gestión, control de costos, planeamiento de caja, ver como manejas los flujos en toda la empresa. Control en las ventas a nivel de cobros y desembolsos y como negociar la estructuración financiera con los bancos.	Costos y ventas, al final son sumas y restas. Si tienes los costos controlados y las ventas bien encaminadas deberías poder tener buenos resultados. El tema es que esto es fácil de decir pero lograrlo es un arte que se logra con mucha experiencia. Si ves ahora hay muchas empresas que nacieron en el boom pero se fueron con el mismo.	el costo del terreno es importante, pero mas el de la obra, es casi el doble del terreno y eso por que en los proyectos que yo maneje, tenias que llegar hasta el 60% del total mas o menos. Eso nos perjudicó mucho, no había como subir el precio de ventas para cubrir esas diferencias. En todos los proyectos hubo sobrecostos y los precios subían pero en un momento esto ya no se aguantaba, éramos los más caros y la gente no compraba más. Si hablas con la gente que veía Recrea lo que más los afecto son los tamaños que tenían, sus etapas eran de 200 depas mas o menos, así que si tu velocidad baja en uno al mes te corría todo el flujo varios meses
18. ¿Por favor podría comentarnos sobre qué medios de ventas son los que más usan?	Trabajamos con todos los medios, prensa, radio, eventos y ferias, ahora de forma agresiva en redes sociales y página web, portales inmobiliarios y sobre todo con un equipo de ventas que hace un seguimiento muy constante de todo el proceso. La venta va más allá de explicar los atributos del proyecto, es mucho más importante guiar al cliente a obtener el financiamiento ya que sin esto no hay venta.	En provincias tenemos un equipo de ventas en cada proyecto, con un personal muy bien capacitado para orientar a los clientes. En Lima siempre comenzamos a vender en un círculo de Friends and family, usamos corredoras también, dependiendo el tamaño del proyecto con exclusividad o no	Inmobiliari realmente invertía grandes sumas de dinero en marketing y publicidad, ellos lograron posicionarse como la mejor inmobiliaria del Perú, en parte por la calidad del diseño de sus edificios y en parte porque gastaban plata en todos los medios, en todos los que se podía. Graña no necesitaba hacer proyectos se publicitaban de manera austera, con los medios tradicionales.	Las ventas en Esparq se dan principalmente porque Kike y Julio (dos de los principales accionistas y directores) conocen mucha gente en esos círculos, además contratamos corredoras y ahora por redes sociales se suman también para publicitarlos. En Clasem si tenemos un equipo permanente de ventas con casetas en cada proyecto.	Todos, estábamos en todos los paneles LED urbanos, en todas las revistas de sectores altos, periódicos, web y demás	Los canales siempre han sido una buena caseta de ventas, publicaciones en diarios y ahora sobre todo medios digitales. Tener una buena posición en los resultados de búsquedas influye mucho para que te compren a ti.	Bueno se usaba de todo, mucha publicidad en revistas, urbana, paneles en avenidas, web, y prensa. Los puntos de venta eran a todo dar, las casetas realmente eran muy potentes en su implementación, amplias y con acabados e iluminación de lujo



	Carlos	Manuel	Juan	Karen	Rafael	Jorge	Maria
19. ¿En cuanto al uso de sistemas de software para control interno, ventas, cobranzas y en general soporte, utilizan alguno?	Toda la gestión de ventas se da a través del Plan OK, este software nos permite acceder a una base de datos de cada unidad y poder hacer un seguimiento a su estado, también ver el legajo del cliente donde esta toda la documentación que se ha ido generando en este proceso.	Hemos invertido mucho en la creación de un software para manejo de todo lo relacionado a ventas. Es super potente en control de stock, cobros, desembolsos, seguimiento, para ver si se caen o no las ventas y las aprobaciones en bancos o cajas.	En Inmobiliari no se usaba un ERP para controlar ventas, se reportaba en Excel	Tenemos un software propio para gestión de ventas que ayuda a ver cobros desembolsos y colocaciones.	Estuvimos cerca de cerrar con Oracle, pero nunca se cerro	Nosotros trabajamos con el Evolta como programa de control de ventas y Oracle como sistema integrado de contabilidad	No se trabajaba con nada en especial, quizás esto también fue parte del desorden
20. ¿En cuanto al diseño de sus proyectos, lo tercerizan o es diseño municipal es tercerizado?	Todo es tercerizado, a nivel interno se hacen ajustes pero el diseño y aprobación municipal es tercerizado.	Bueno tu sabes bien que es in house. Nos permite un mejor control del desarrollo en todo momento. Desde la definición del producto hasta posibles cambios.	Parte era tercerizado, se llegaron a contratar arquitectos extranjeros para el diseño de la sala de ventas del proyecto el Derby y algunas fachadas, el interior de los edificios se diseñaba in house por las restricciones que da el Reglamento Nacional de la Construcción	Todo es interno, esto creo que es más por que les da más flexibilidad y rapidez en los cambios de diseño.	Algunas partes si, recuerdo haber pagado arquitectos de fuera y teníamos una planilla frande arquitectos in house, no podría decirte si funcionaba o no.	Todo es tercerizado	Se tenían las dos cosas, un área de arquitectura interna y estudios externos dependiendo la conveniencia. Muchas veces los estudios externos te permiten flexibilidad en los municipios.
21. ¿Considera que les da algún beneficio el diseño in house?	Es muy discutible ya que gran parte de la velocidad de una aprobación de proyecto se da en base al dominio de la normativa para su correcta interpretación y sustentación, también pega el hecho de tener conocidos en la comisión y esto es mayormente una característica de estudios independientes.	Control y eficiencia. Personalizar las viviendas sería una locura si fuera tercerizado y para los proyectos masivos, hay un conocimiento de construcción que es muy importante por la experiencia.	Si, se diseña rápido y se optimiza el producto	Como te dije, velocidad de trabajo y flexibilidad	Mi función era netamente financiera, no podría decirte si funcionaba, imagino que si, por que en en Imagina también los teníamos	Depende algunas cosas las diseñamos in house, como la sala de ventas o cosas pequeñas únicamente por la rapidez, pero después de eso, es mucho mejor contratar un buen arquitecto, al mejor que puedas pagar	Ayudaba para analizar alternativas pero realmente no lo considero que aportó algo importante.

	<b>Carlos</b>	<b>Manuel</b>	<b>Juan</b>	<b>Karen</b>	<b>Rafael</b>	<b>Jorge</b>	<b>María</b>
<b>Buenas prácticas</b>	Subcontratada, nuestro expertice es la promoción	Interna, Julio maneja esa parte desde el inicio	Tanto en Inmobiliari como en Graña se trabajaba con la constructora del grupo, en GyM funcionaba por los controles que tenía la organización, en Inmobiliari era un desorden, no tenía estructura cada gerente de proyecto podía hacer lo que quería, no tenían controles	Es interna, Esparq Construcción y Clasem son todas de la holding.	Es interna	Subcontratada, no te metas en cosas que no sabes, deja al experto trabajar, en un principio en JIC nos dieron el personal y la maquinaria para que nosotros mismos nos construyéramos pero fue un fracaso, el desarrollo inmobiliario es metamente comercial, no te puedes preocupar de vender departamentos y de que 600 obreros hagan bien su trabajo.	Era interna, pero In Constructora era del mismo grupo.
22. ¿La construcción la subcontratan o es interna?	Subcontratada, nuestro expertice es la promoción	Interna, Julio maneja esa parte desde el inicio	Tanto en Inmobiliari como en Graña se trabajaba con la constructora del grupo, en GyM funcionaba por los controles que tenía la organización, en Inmobiliari era un desorden, no tenía estructura cada gerente de proyecto podía hacer lo que quería, no tenían controles	Es interna, Esparq Construcción y Clasem son todas de la holding.	Es interna	Subcontratada, no te metas en cosas que no sabes, deja al experto trabajar, en un principio en JIC nos dieron el personal y la maquinaria para que nosotros mismos nos construyéramos pero fue un fracaso, el desarrollo inmobiliario es metamente comercial, no te puedes preocupar de vender departamentos y de que 600 obreros hagan bien su trabajo.	Era interna, pero In Constructora era del mismo grupo.
23. ¿Considera que les da algún beneficio la construcción in house?	Teóricamente se reducen costos pero implica una logística e infraestructura distinta, es otro negocio.	Permite trabajar en conjunto las dos partes del negocio. Cierra todo el ciclo.	No, es mejor subcontratar, la constructora se cuelga de la inmobiliaria y no se esfuerza por ser eficiente porque no tiene que competir para conseguir clientes.	El manejo de sinergias y flexibilidad en trabajo.	La verdad no, me parece súper ineficiente, tener que cargar ese costo operativo	No, nunca lo haría, los costos operativos son muy altos	Daba el beneficio de precios por volumen en buenas importaciones, debió haber sido una ventaja pero la falta de control en adicionales fue muy grande.

	<b>Carlos</b>	<b>Manuel</b>	<b>Juan</b>	<b>Karen</b>	<b>Rafael</b>	<b>Jorge</b>	<b>Maria</b>
<p>2.4. ¿Realizan estudios de mercado para sus proyectos inmobiliarios para proyectar sus velocidades de venta?</p> <p><b>Buenas prácticas</b></p>	<p>En mi experiencia lamentablemente no existen empresas especializadas para el estudio del mercado inmobiliario, es algo aún que le falta mucho por madurar. Hemos trabajado con algunas muy reconocidas pero su enfoque es mas de retail. Al final lo que tenemos mucho en cuenta son las bases de datos de las empresas que trabajan con análisis de data como Tinsa, Galería Inmobiliaria, Información Inmobiliaria y Nexo inmobiliario. En base a esto y trabajo de campo propio podemos evaluar que se esta moviendo más, a que ritmo y precios y por donde va la tendencia. En provincias no hay casi nada de oferta así que es más fácil revisarlo.</p>	<p>Para nuevas plazas si, básicamente provincias.</p>	<p>En Inmobiliari nunca se contrató este servicio, en CyM, solo recuerdo que se haya hecho para el proyecto parques del Agustino, hecho en el cuartel la pólvora en el agustino.</p>	<p>En proyectos de provincia se qué si se hacen estudios de mercado, en Lima no porque es un producto muy demandado en el nicho de lujo.</p>	<p>Nunca se hizo un estudio, es gracioso pero solamente se seguía el instinto y el olfato inmobiliario del Gerente General</p>	<p>Se contratan, pero ayudan a dar sustento a los flujos la velocidad proyectada en los flujos</p>	<p>En los proyectos masivos de Recrea y Trujillo se usaron estudios de mercado, pero la información nunca fue muy confiable, había datos super sensibles como la velocidad de ventas que nadie te los puede proyectar seriamente. Incluso las tipologías de viviendas son algo relativas porque la gente acaba comprando lo que puede pagar, no lo que le gusta más.</p>

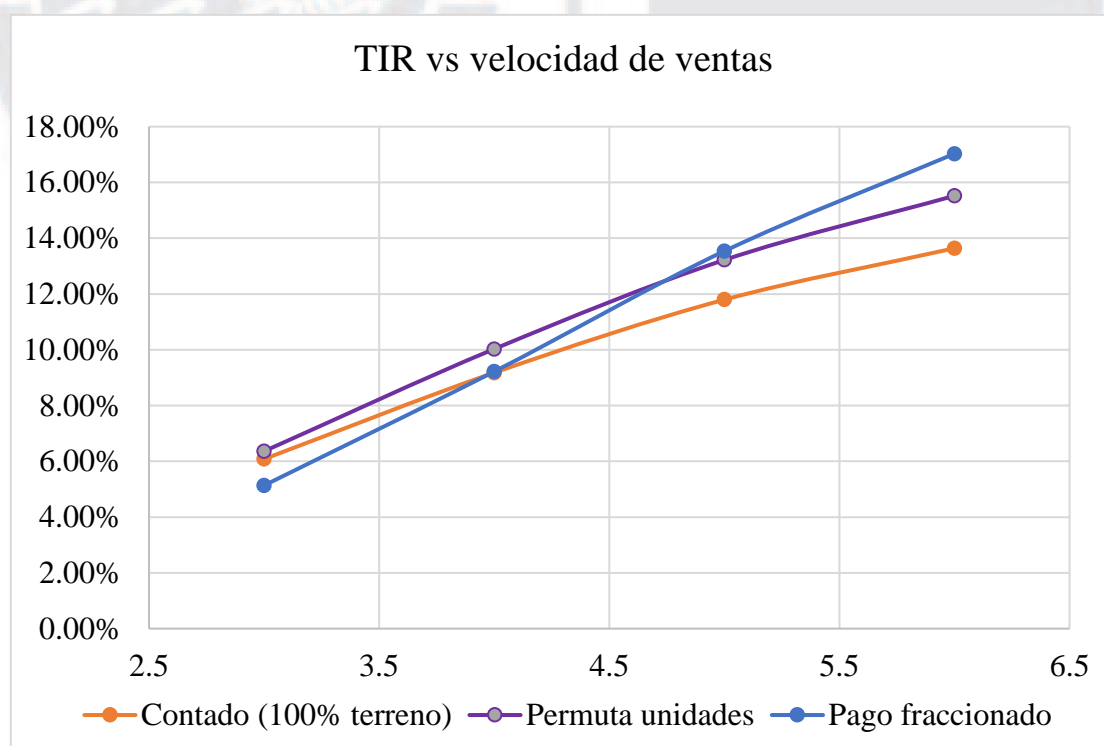
	Carlos	Manuel	Juan	Karen	Rafael	Jorge	María
<p>25. ¿En sus proyecciones consideran algún tipo de fondo de maniobra en caso las ventas no sean las esperadas?</p>	<p>En general todos los precios de lista tienen un margen de descuento del 5%, además para mantener la velocidad de ventas proyectada se manejan diversas estrategias como eventos o ferias que buscan concentrar en pocos días un gran número de ventas. También tenemos incentivos como la entrega de equipamiento para los departamentos, vales por pagos de cuotas de mantenimiento de la administración del condominio y financiamiento de la cuota inicial.</p>	<p>Siempre hay variaciones entre lo proyectado y lo contable, sería ingenuo no tener un margen de maniobra. Si me pides un número no existe, tratamos de estimar acorde cada proyecto, porque son situaciones particulares siempre</p>	<p>NS/NO</p>	<p>El tener costos de obra acotados y costos financieros bajos permite poder absorber algunos imprevistos de mercado. En general se busca siempre tener muy poco stock.</p>	<p>No era necesario, como te dije anteriormente, cuando sobra caja, nadie se preocupa de nada.</p>	<p>Siempre se debe tener un plan B, llega un punto en que se tiene que iniciar la obra para poder llegar a la fecha de entrega pactada, no hacerlo es perjudicial para la credibilidad de la empresa, tiene un costo financiero, pero se tiene que asumir</p>	<p>Estas hablando de cuatro o cinco años de horizonte final en un escenario conservador, cuando el sector se desaceleró o ividate, te íbas a diez años por lo menos. Esto no aguantaba ningún ajuste. Además se sumaron dos efectos tenías un flujo con velocidad de ventas muy optimista de modo constante y con una subida de precios en lista de forma trimestral. Las proyecciones eran de locura, si a esto le bajas la velocidad de ventas y para colmo un mercado que no paga más, no hay nada que hacer para nivelarlo.</p>
<p>26. ¿Cómo se protegen contra variaciones de tipo de cambio?</p>	<p>Nosotros reportamos a Chile todo en dólares pero al tipo de cambio del día de la operación. Si ellos nos prestan un día determinado se respeta el tipo de cambio de ese día para el pago futuro.</p>	<p>En nuestras empresas se vende en soles lo que es vivienda económica y en dólares la de lujo. En cuanto a costos en constructora si pactan precios para acero, concreto, ladrillos, sanitarios y hasta griferías por año, como tenemos volúmenes fuertes nos permite esto con proveedores.</p>	<p>NS/NO</p>	<p>En el caso de las viviendas de lujo vendemos en dólares, ya que son clientes que trabajan básicamente en esa moneda. Los proyectos Mivivienda a su vez se venden en soles por el mismo motivo.</p>	<p>Alguna vez quisimos hacer forwards para no estar expuestos al tipo de cambio, pero resultaba de una operatividad compleja y se dejó de lado</p>	<p>JJC trabaja todo el negocio inmobiliario en soles</p>	<p>Hasta donde yo vi no había una forma de hacerlo, se vendía en soles lo que era mivivienda y de forma interna en dólares los de lujo. Igual en cada lista de precios había una compensación pero esto solo sirvió hasta que el mercado lo aguantaba. Llega un punto en que no puedes absorber todo con el precio.</p>

	Carlos	Manuel	Juan	Karen	Rafael	Jorge	Maria
Regimen tributario	27.¿La empresa se ve muy afectada por el régimen tributario aplicado en el sector?	Manuel NS/NO	Juan NS/NO	Karen No se los detalles pero se que contabilidad tiene problemas en los resultados muchas veces hay que cuadrarlos	Rafael NS/NO	Jorge El que las inmobiliarias tengan que adecuar sus estados financieros a las Normas internacionales de información financiera complica, y que la Unidad de Inteligencia Financiera te obligue a tener oficiales de cumplimiento y reportar operaciones sospechosas, pero es normal porque antes hubo mucho lavado de dinero por medio de compras de inmuebles	Maria NS/NO
	28.¿Cómo gestor financiero, que beneficios tributarios plantearía para el sector?	Manuel NS/NO	Juan NS/NO	Karen NS/NO	Rafael NS/NO	Jorge NS/NO	Maria NS/NO

### Apéndice B

Análisis de escenarios en función del financiamiento del terreno y velocidad de ventas en un proyecto de vivienda masiva

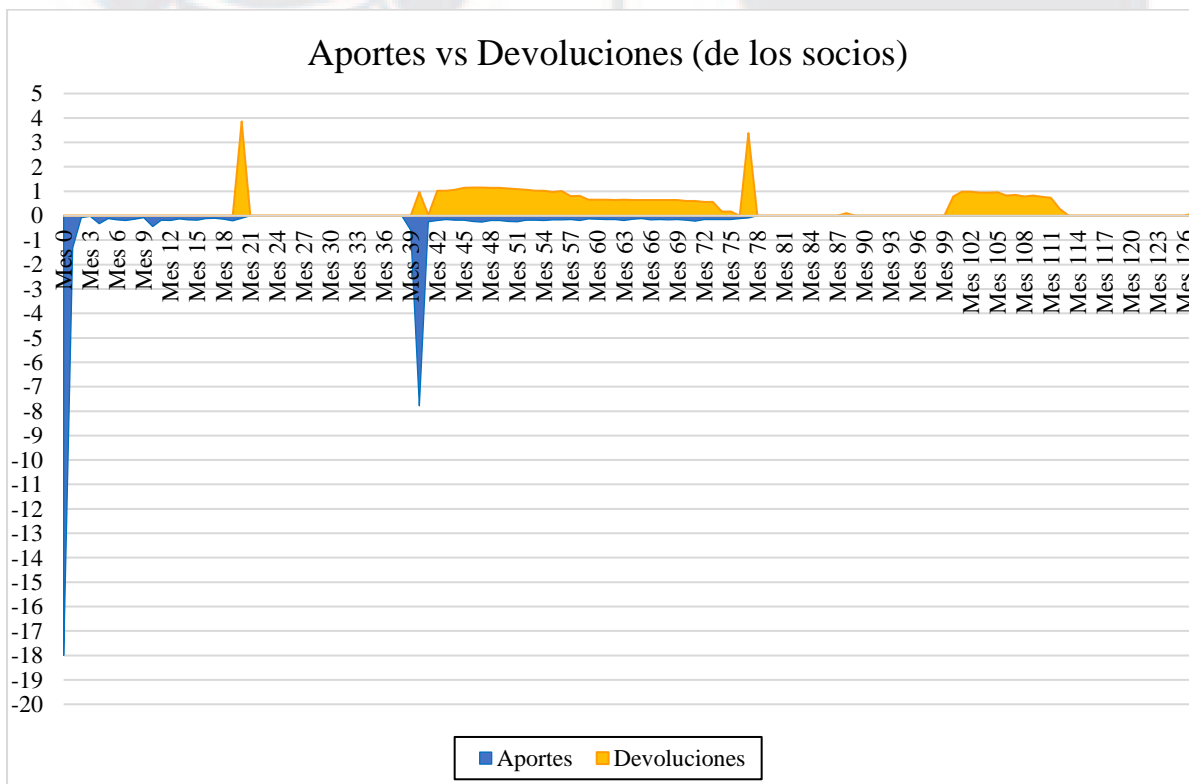
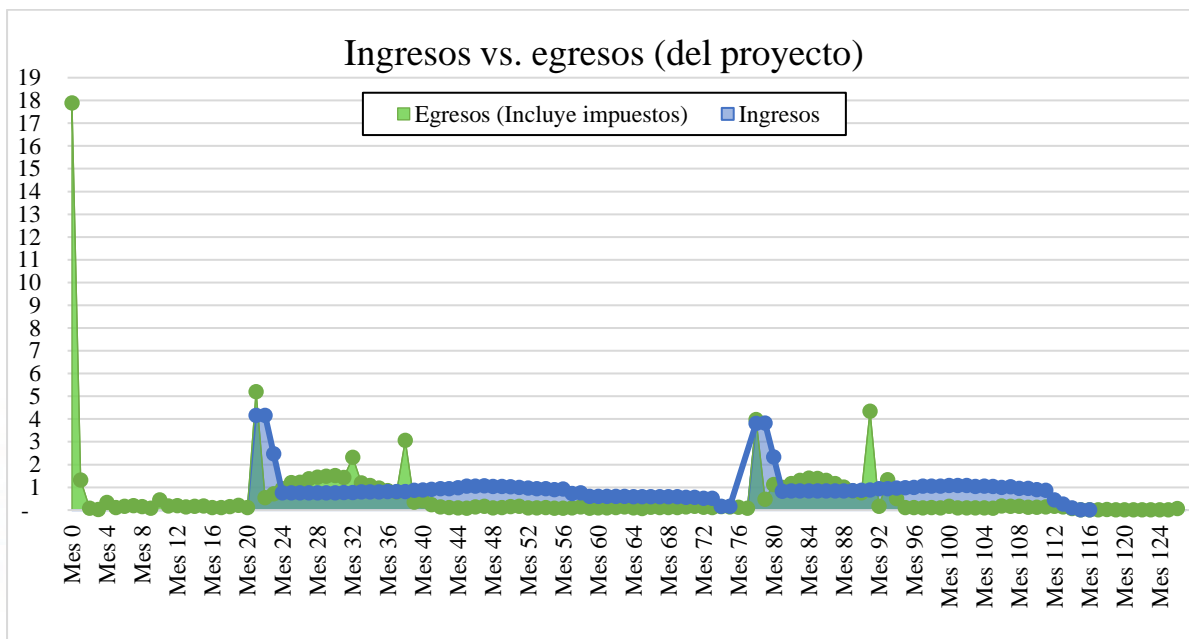
Escenario	Velocidad de ventas	TIR Proyecto	ROS D/I	ROS A/I	Gastos Financieros
Compra de terreno 100%	3	6.08%	10.27%	14.65%	S/808,744
	4	9.18%	12.14%	17.32%	S/372,398
	5	11.80%	13.25%	18.92%	S/72,962
	6	13.64%	13.61%	19.50%	S/61,080
Permuta por unidades del proyecto	3	6.36%	9.80%	13.98%	S/852,759
	4	10.03%	11.82%	16.86%	S/403,720
	5	13.22%	13.03%	18.61%	S/70,946
	6	15.52%	13.43%	19.25%	S/59,913
Pago Fraccionado del Terreno	3	5.13%	7.24%	10.35%	S/1,163,046
	4	9.22%	9.21%	13.17%	S/584,932
	5	13.54%	10.45%	14.96%	S/121,754
	6	17.03%	10.82%	15.56%	S/99,462



*Escenario 1 – Compra del Terreno al 100%*

*Velocidad de ventas: 03 departamentos al mes*

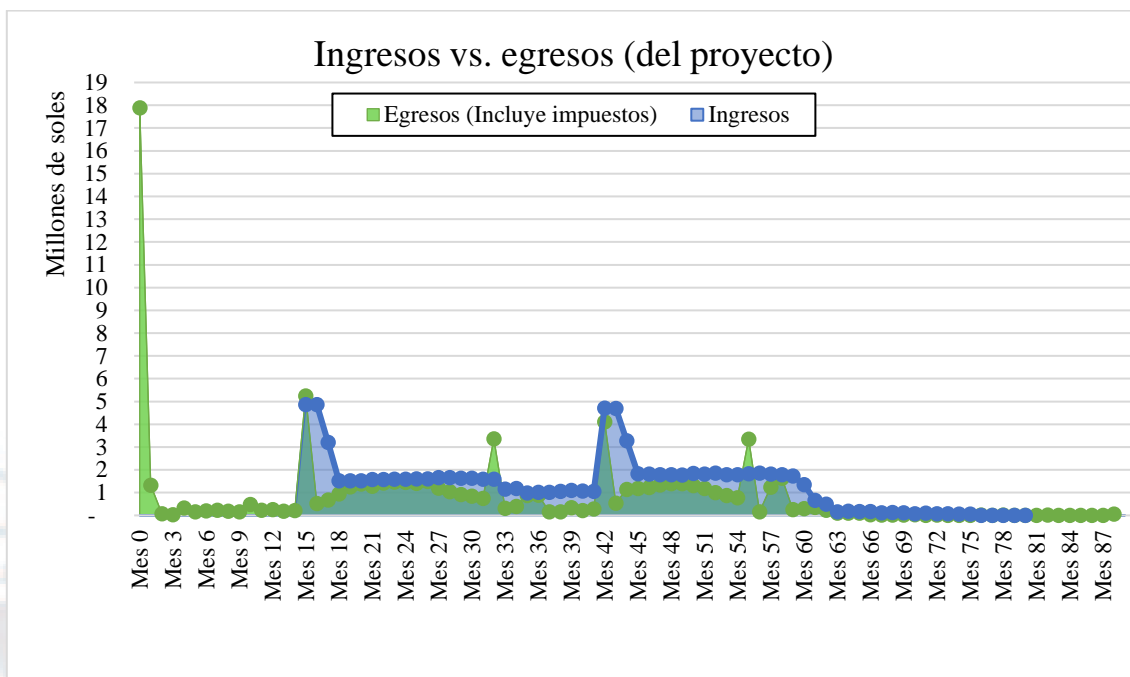
Aporte de inversionistas	Preventas	Financiamiento Bancario
25%	21%	54%



Escenario 1 – Compra del Terreno al 100%

Velocidad de ventas: 04 departamentos al mes

Aporte de inversionistas	Preventas	Financiamiento Bancario
25%	21%	54%

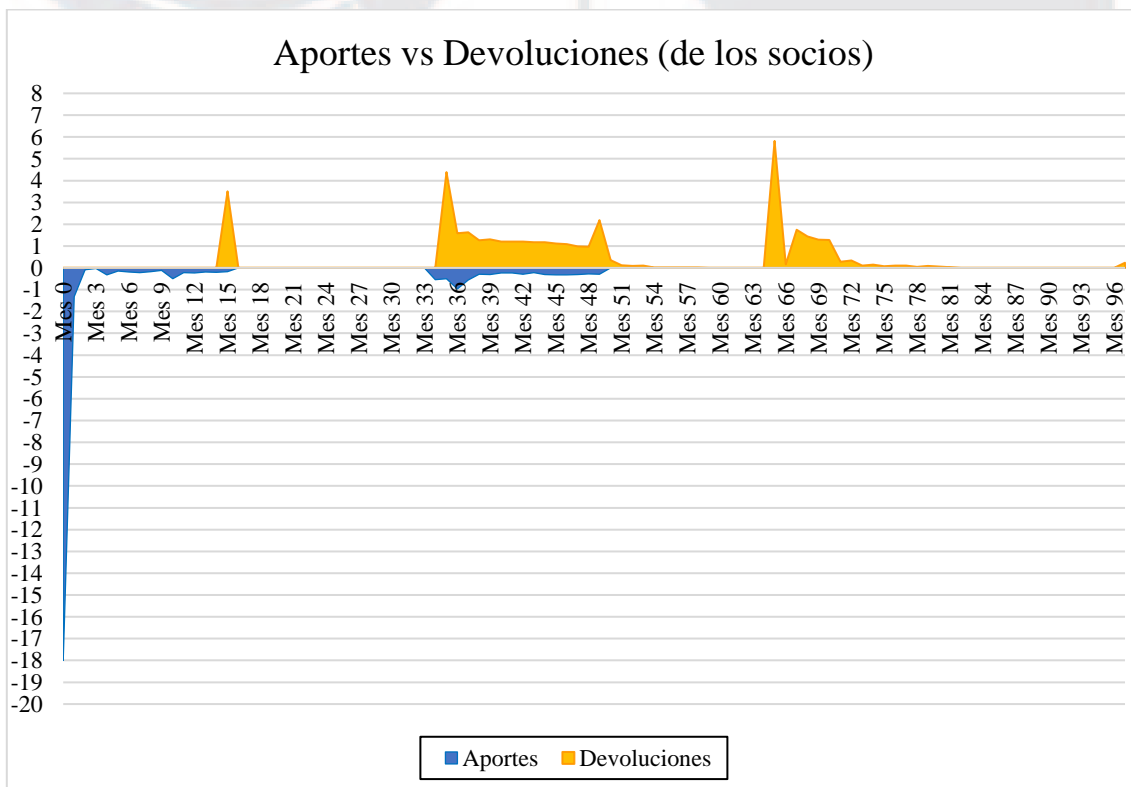
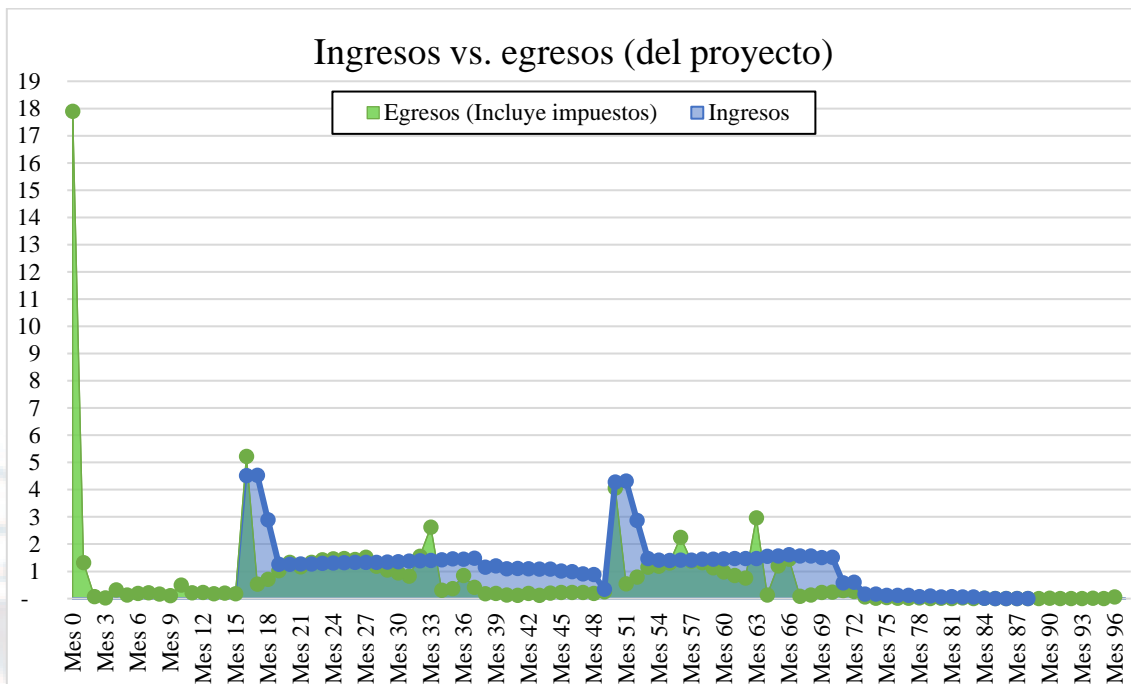




Escenario 1 – Compra del Terreno al 100%

Velocidad de ventas: 05 departamentos al mes

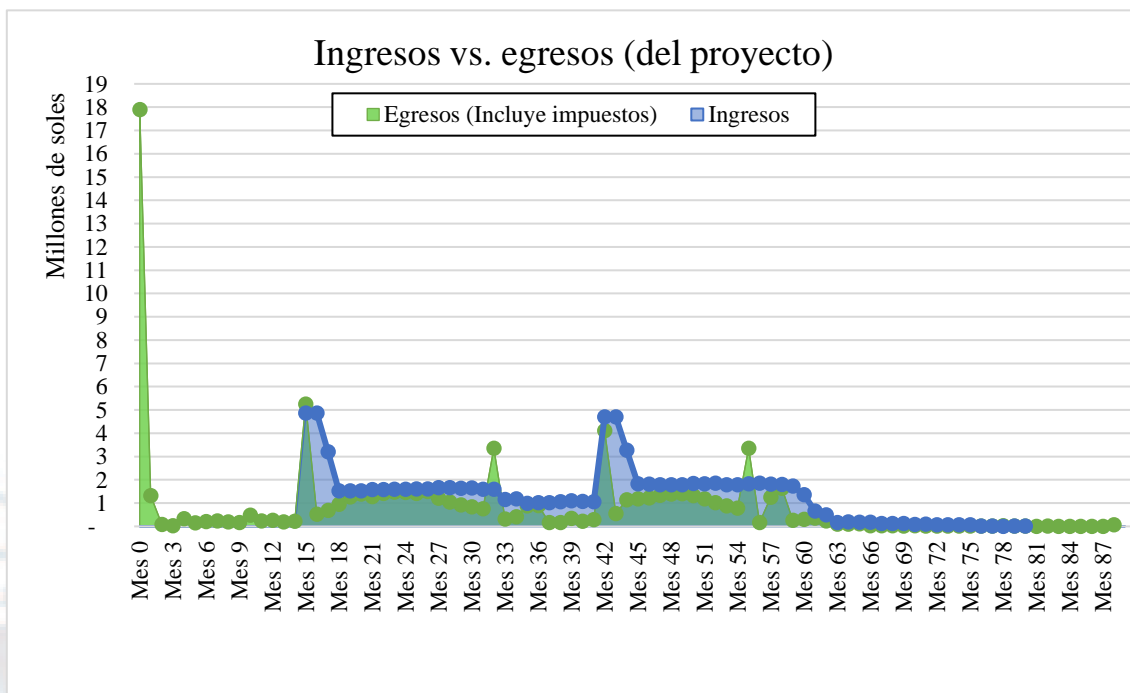
Aporte de inversionistas	Preventas	Financiamiento Bancario
25%	21%	54%



Escenario 1 – Compra del Terreno al 100%

Velocidad de ventas: 06 departamentos al mes

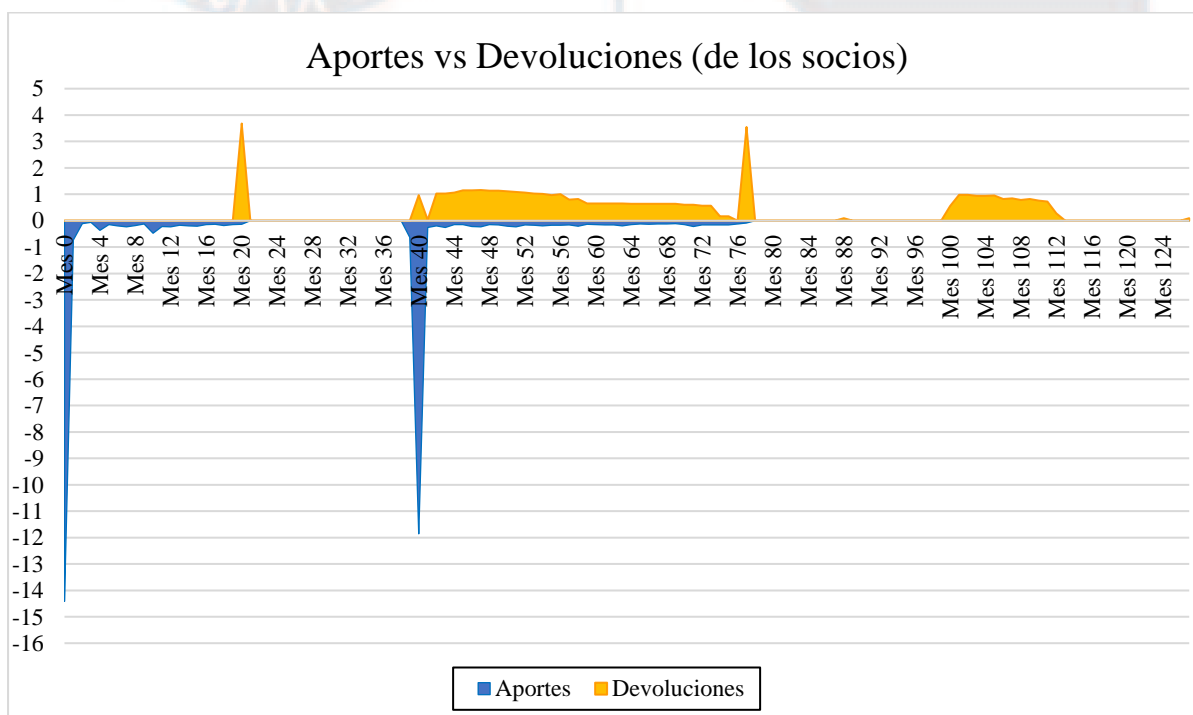
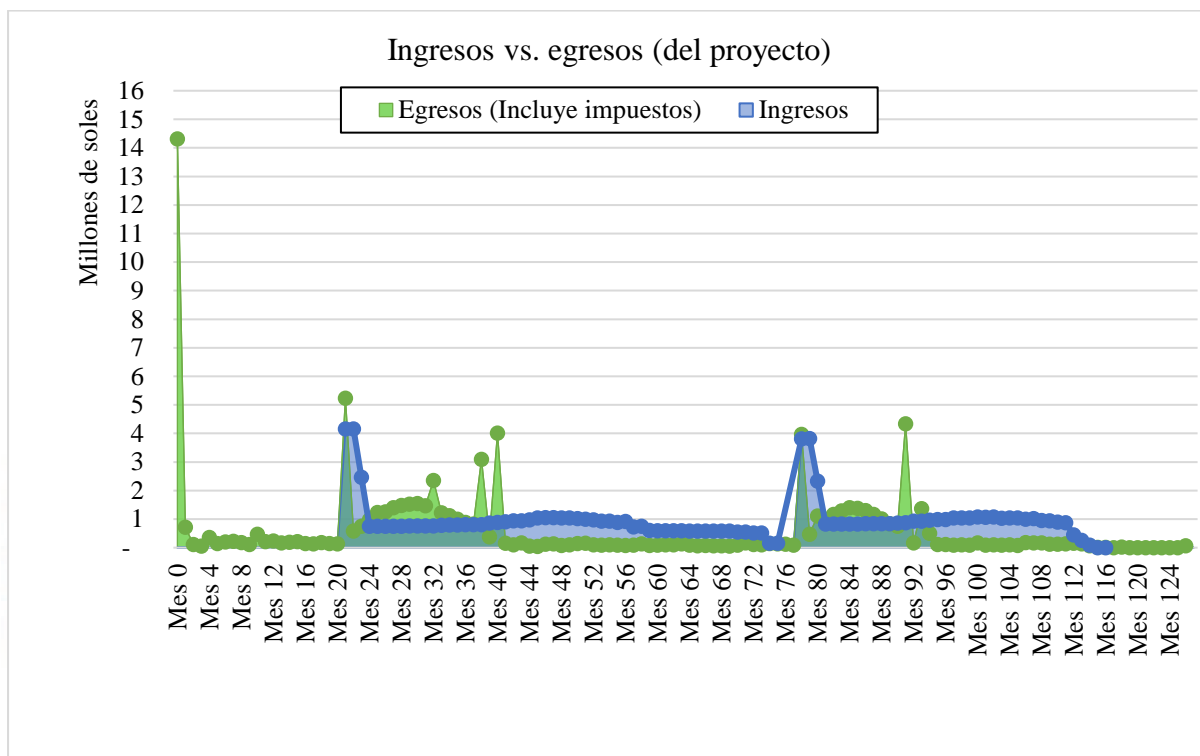
Aporte de inversionistas	Preventas	Financiamiento Bancario
25%	21%	54%



Escenario 2 – Permuta por unidades del proyecto

Velocidad de ventas: 03 departamentos al mes

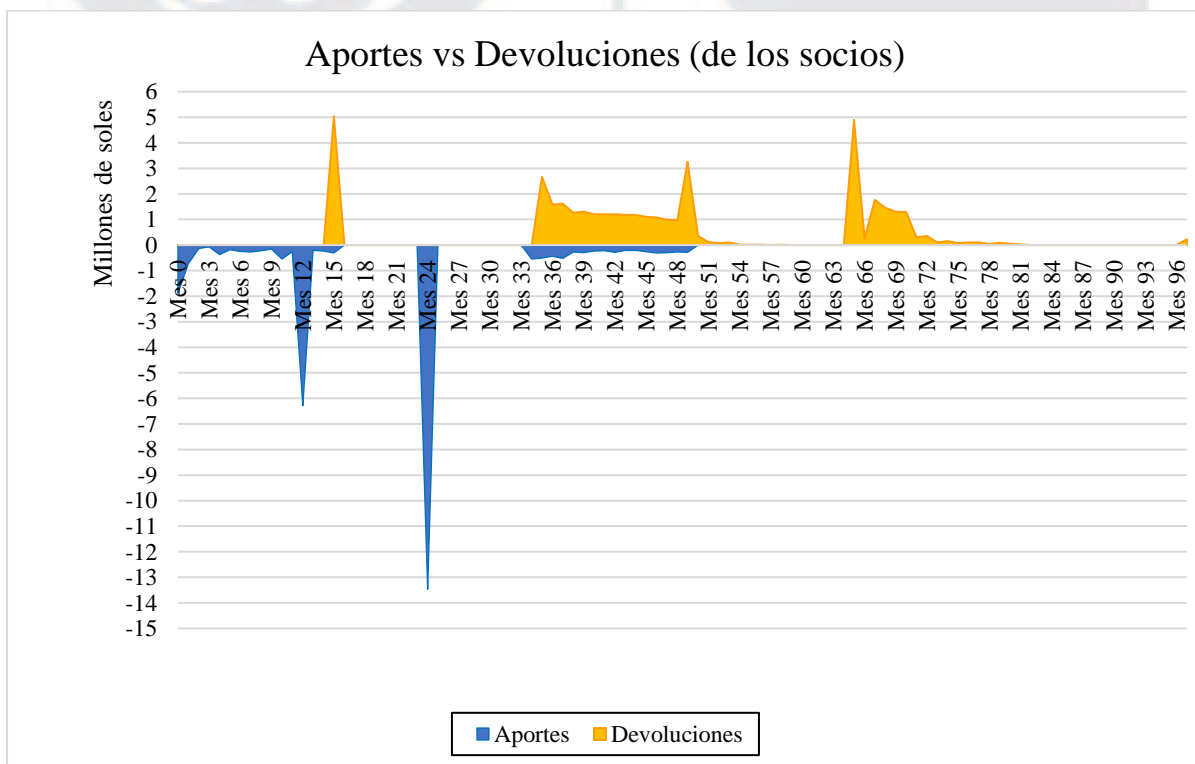
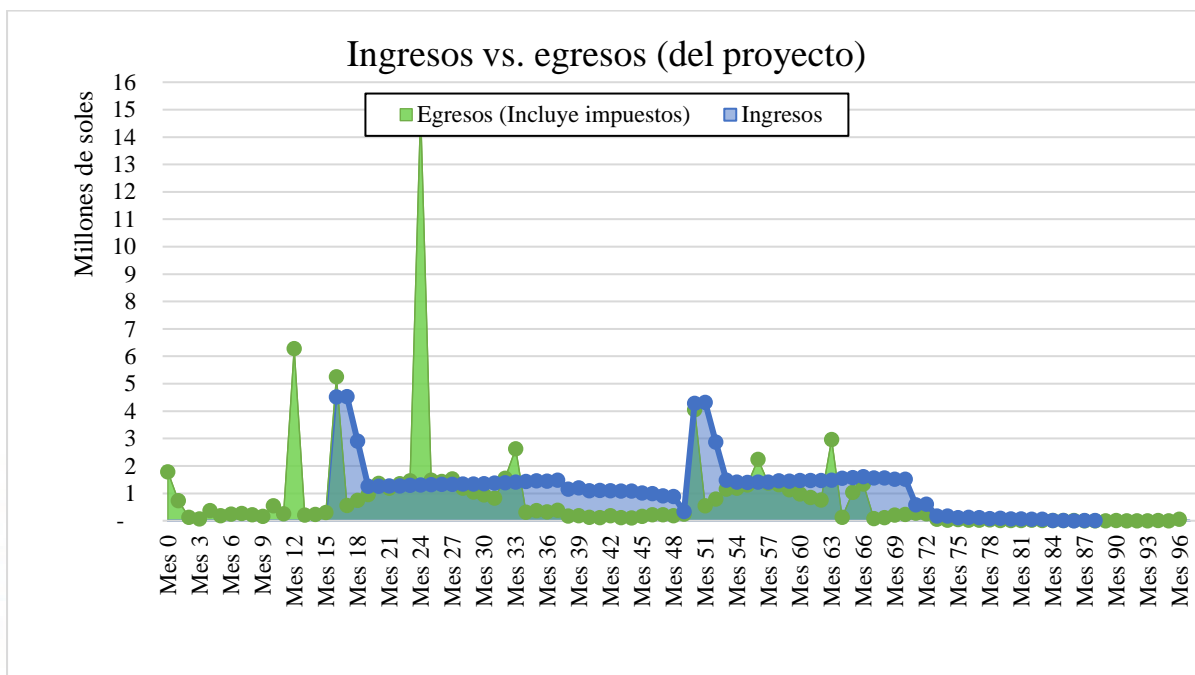
Aporte de inversionistas	Preventas	Financiamiento Bancario
25%	21%	54%



Escenario 2 – Permuta por unidades del proyecto

Velocidad de ventas: 04 departamentos al mes

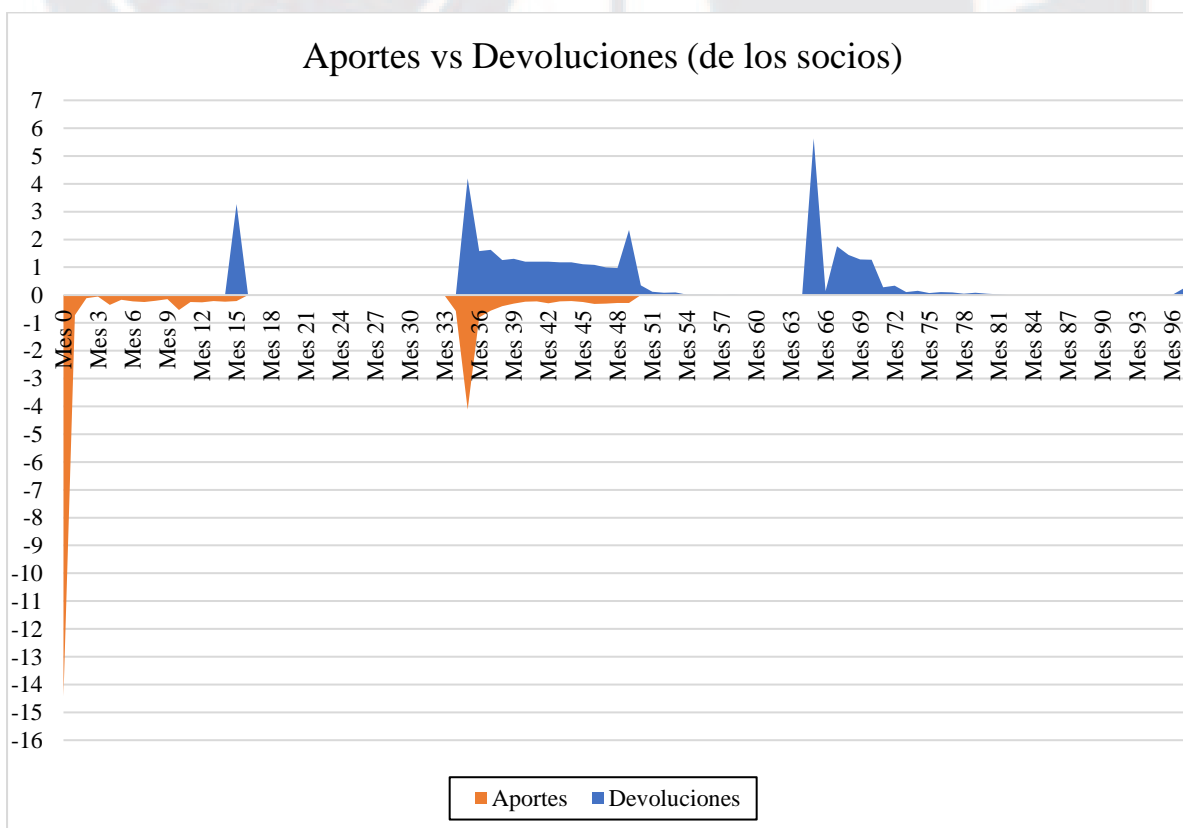
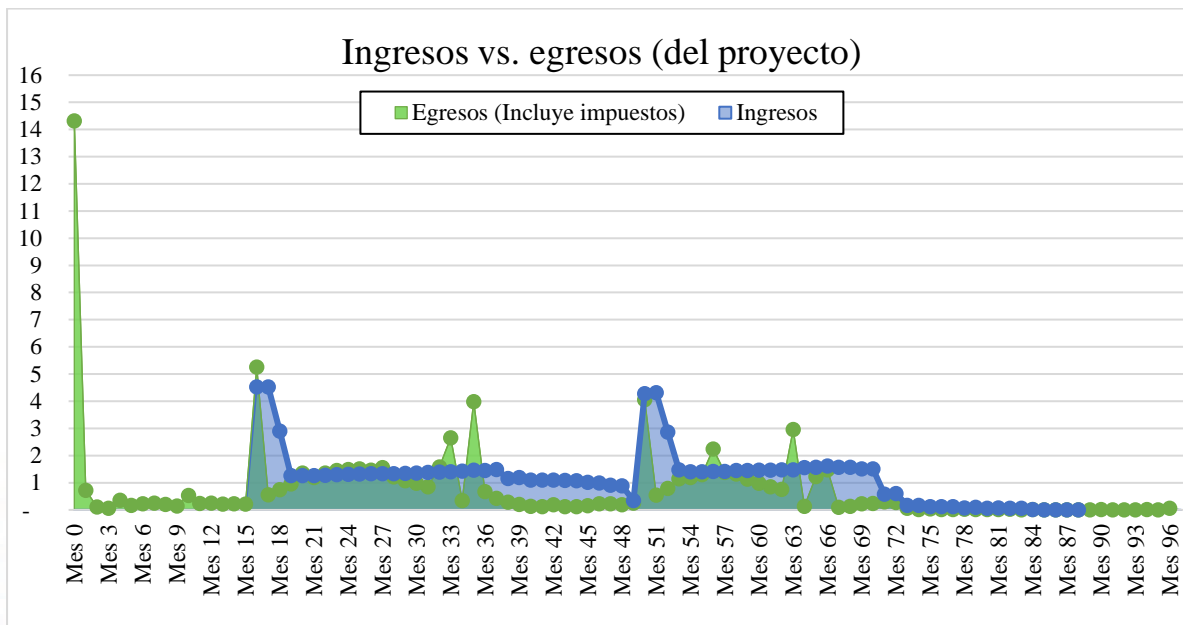
Aporte de inversionistas	Preventas	Financiamiento Bancario
25%	21%	54%



Escenario 2 – Permuta por unidades del proyecto

Velocidad de ventas: 05 departamentos al mes

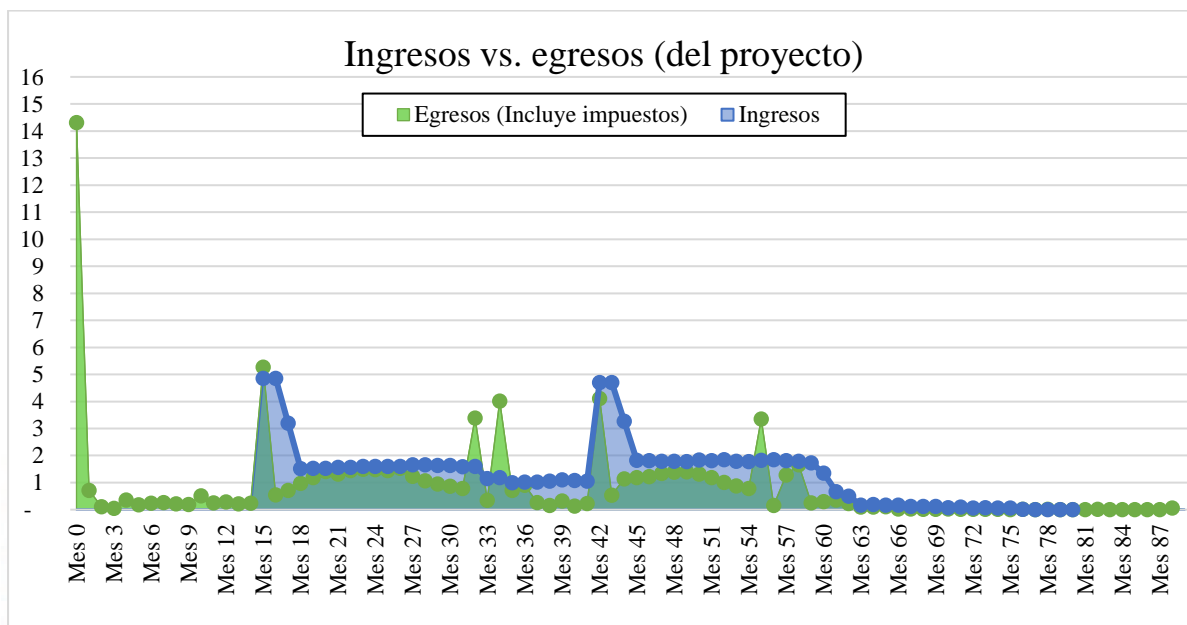
Aporte de inversionistas	Preventas	Financiamiento Bancario
25%	21%	54%



*Escenario 2 – Permuta por unidades del proyecto*

Velocidad de ventas: 06 departamentos al mes

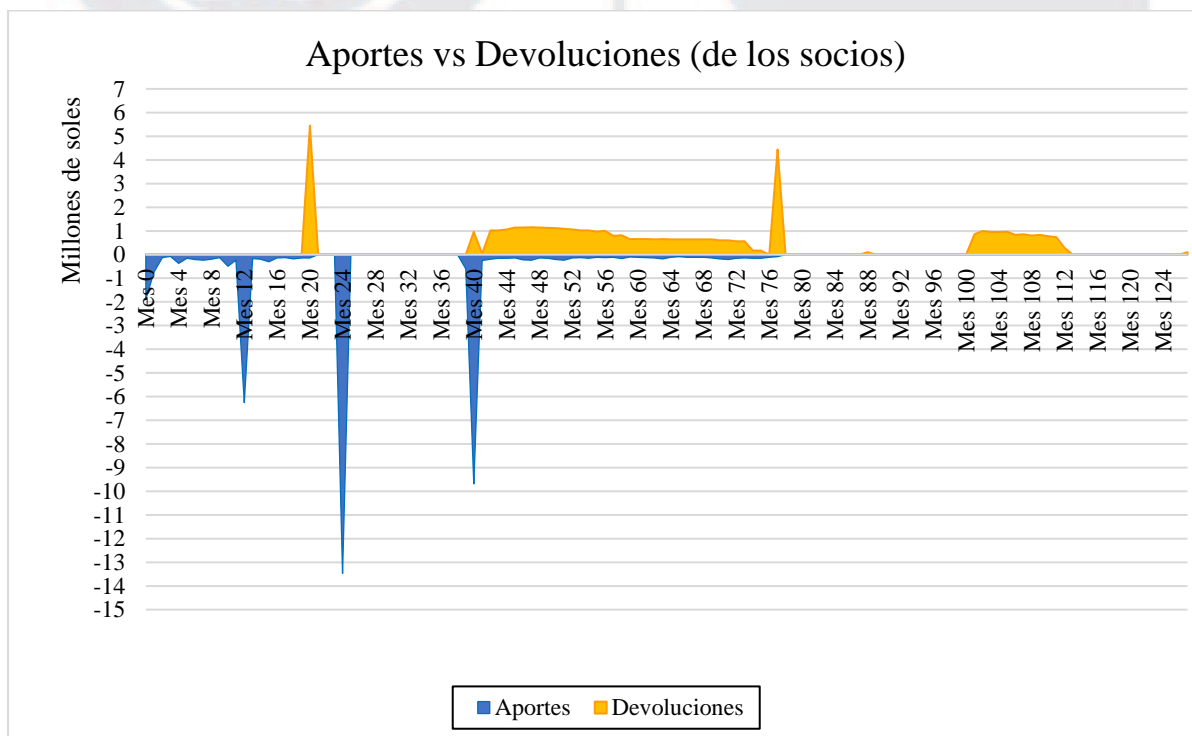
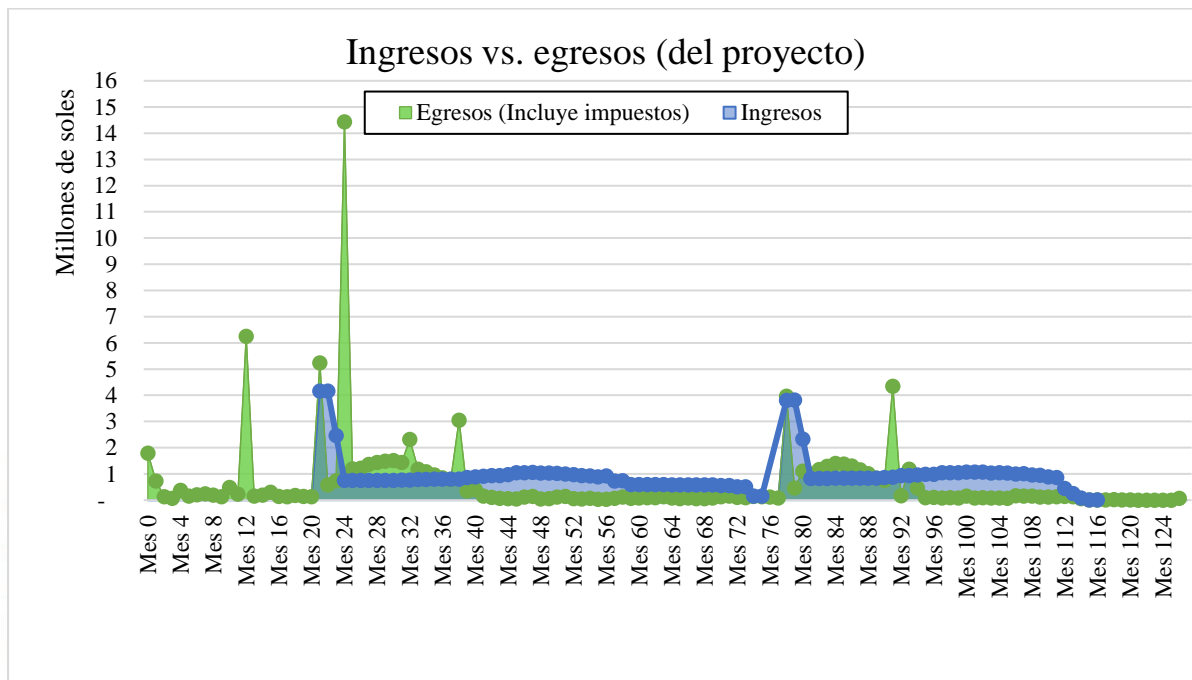
Aporte de inversionistas	Preventas	Financiamiento Bancario
25%	21%	54%



*Escenario 3 – Pago fraccionado del terreno*

*Velocidad de ventas: 03 departamentos al mes*

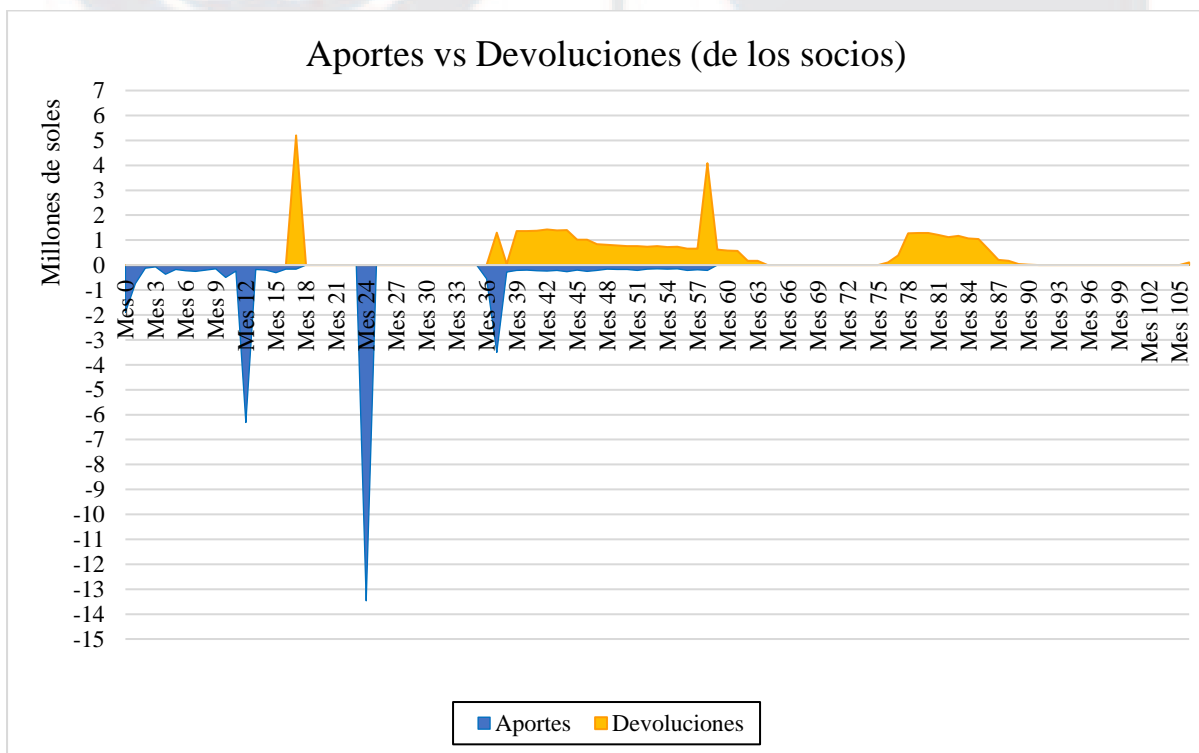
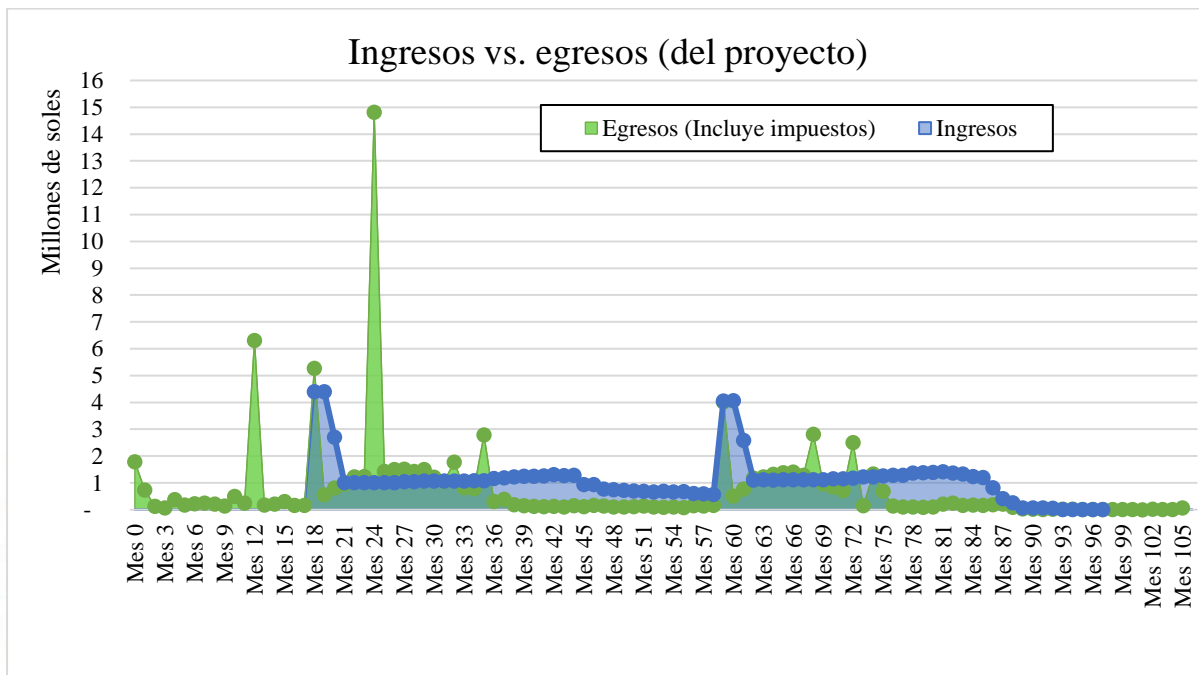
Aporte de inversionistas	Preventas	Financiamiento Bancario
33.3%	33.3%	33.3%



Escenario 3 – Pago fraccionado del terreno

Velocidad de ventas: 04 departamentos al mes

Aporte de inversionistas	Preventas	Financiamiento Bancario
33.3%	33.3%	33.3%

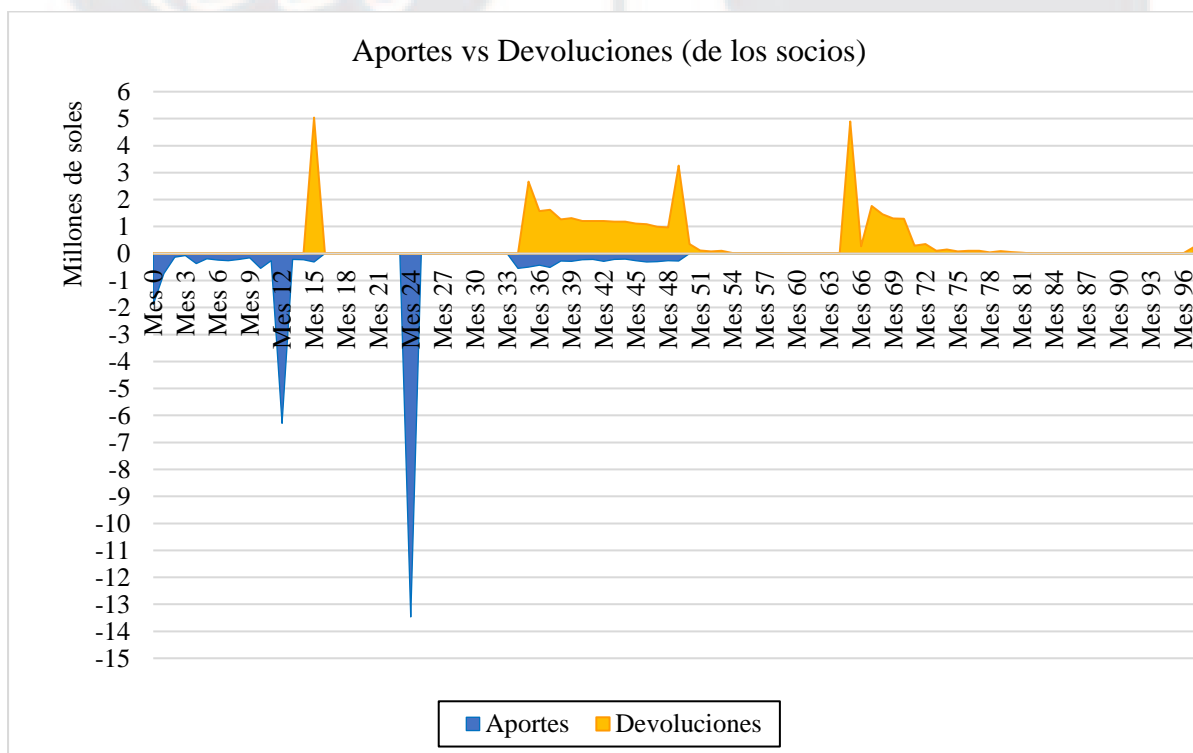
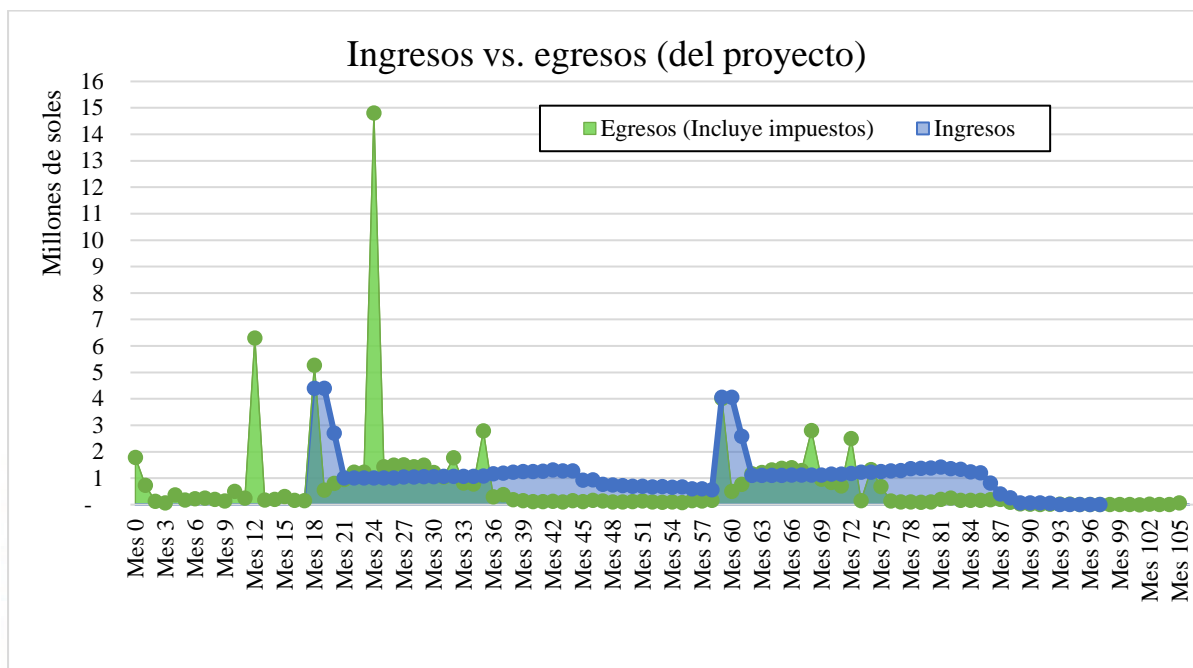




*Escenario 3 – Pago fraccionado del terreno*

*Velocidad de ventas: 05 departamentos al mes*

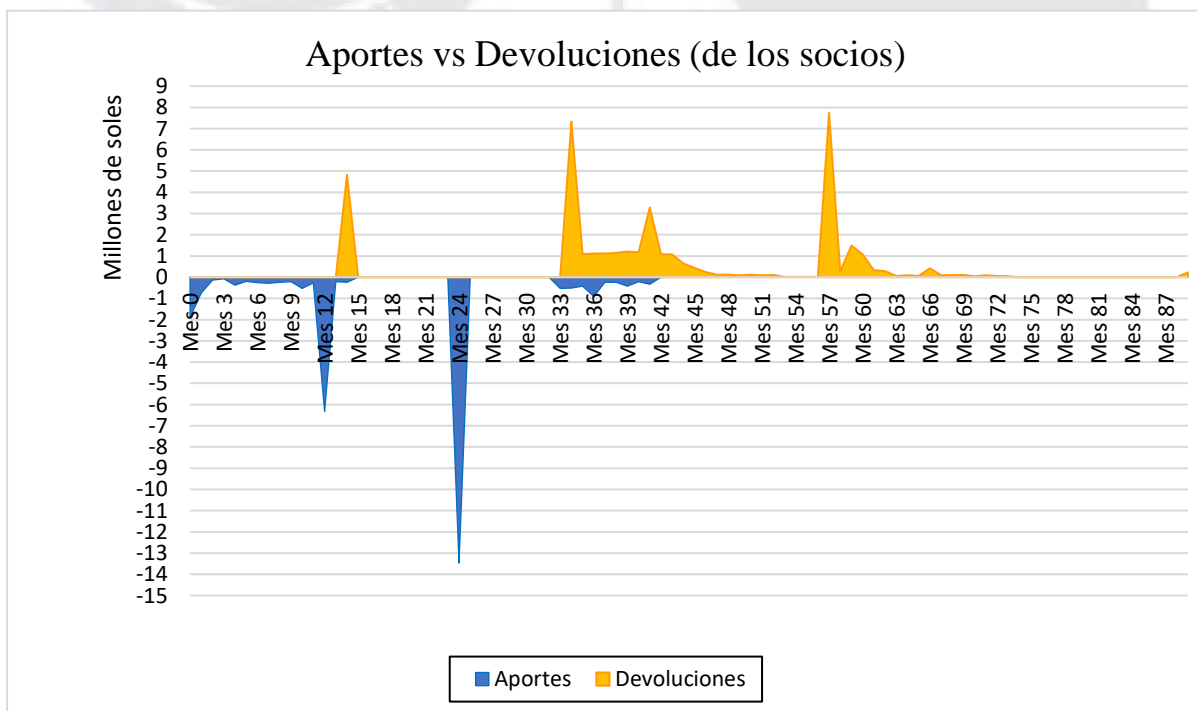
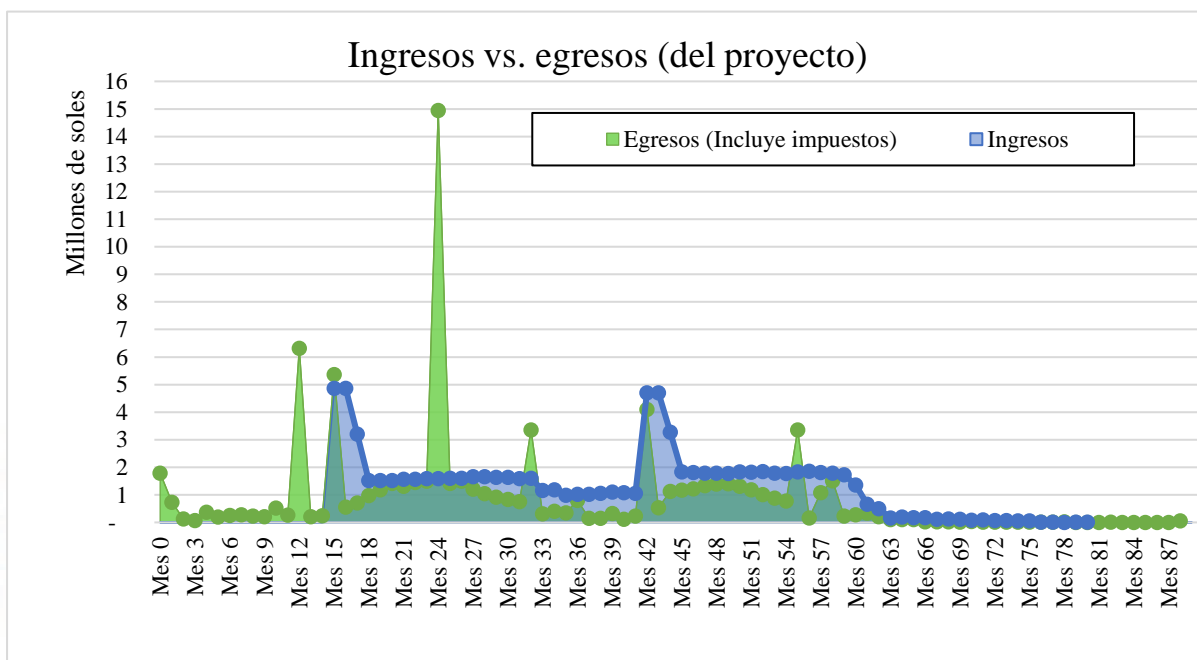
Aporte de inversionistas	Preventas	Financiamiento Bancario
33.3%	33.3%	33.3%



Escenario 3 – Pago fraccionado del terreno

Velocidad de ventas:06 departamentos al mes

Aporte de inversionistas	Preventas	Financiamiento Bancario
33.3%	33.3%	33.3%



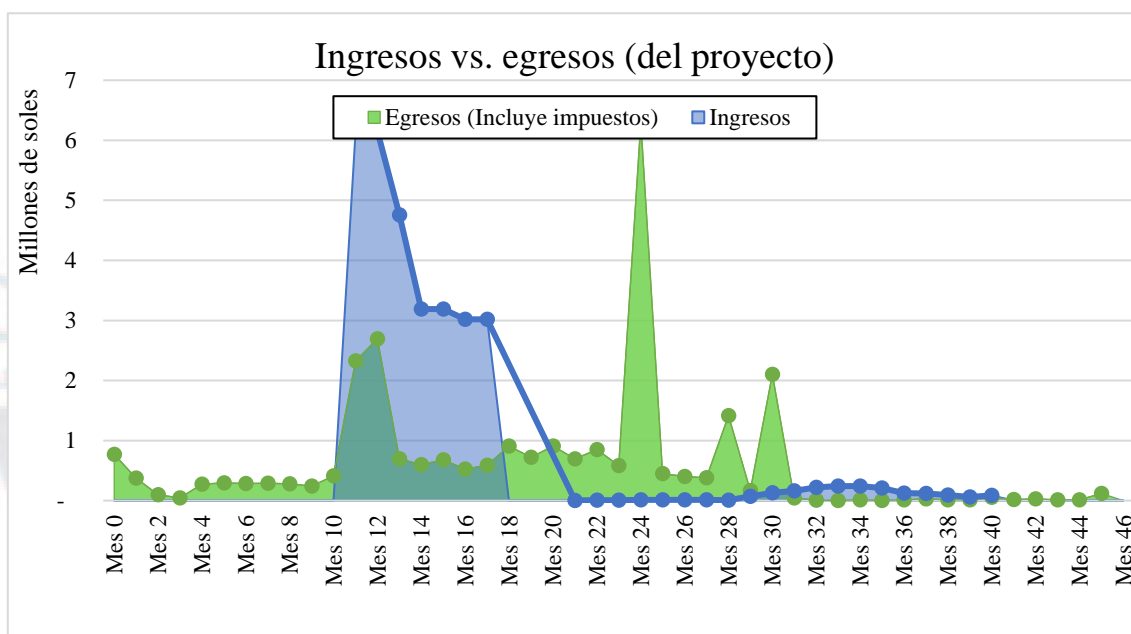
### Apéndice C

Análisis de escenarios en función del financiamiento del terreno y velocidad de ventas en un proyecto de lujo

#### Escenario 1 – Compra del terreno fraccionado en partes

Velocidad de ventas: 02 departamentos al mes

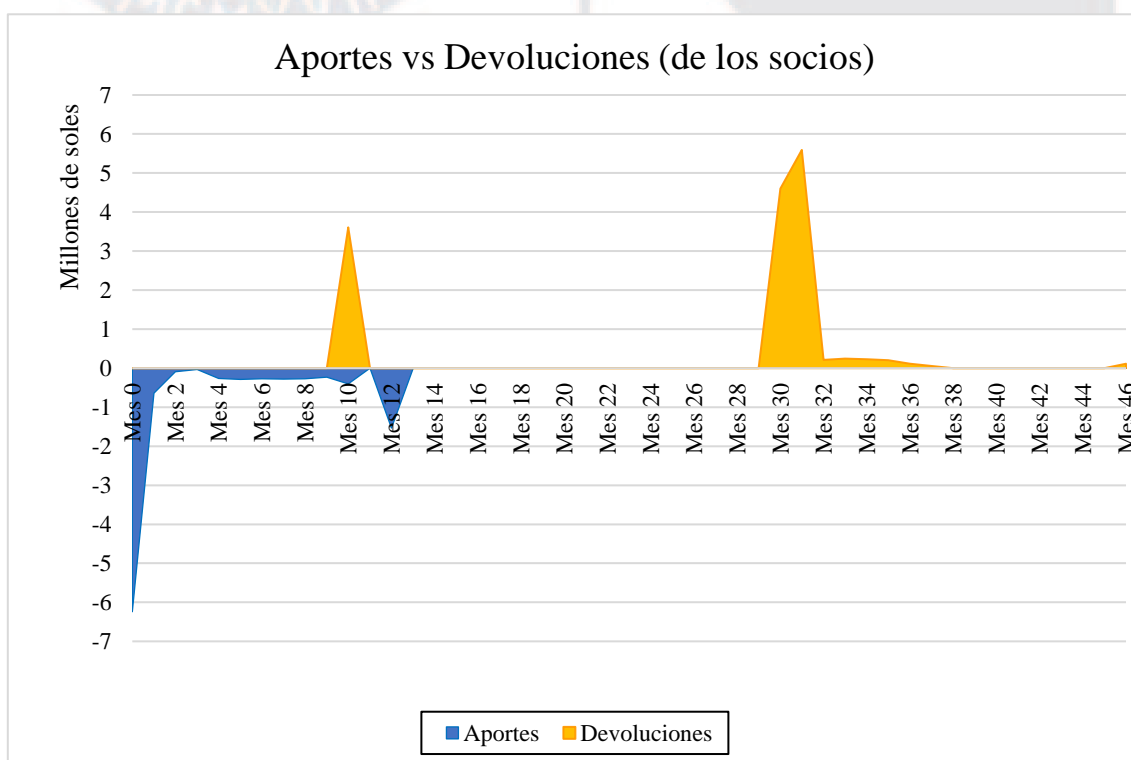
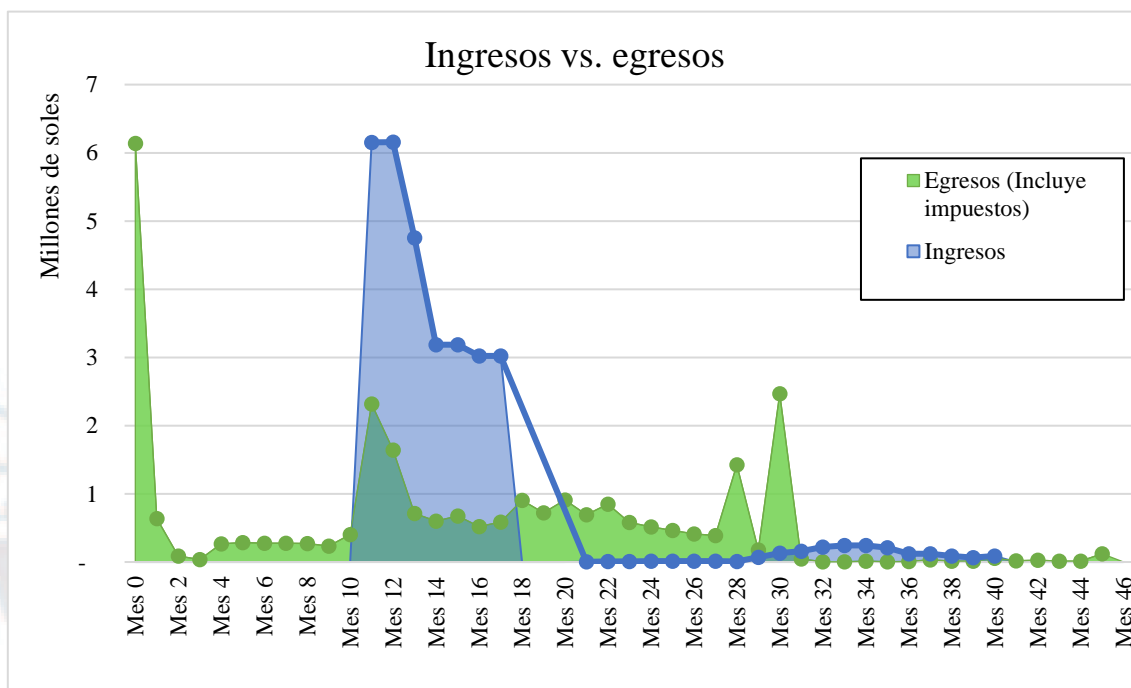
Aporte de inversionistas	Preventas	Financiamiento Bancario
25%	24%	51%



*Escenario 2 – Pago de terreno en cash y permuta de unidades*

*Velocidad de ventas: 02 departamentos al mes*

Aporte de inversionistas	Preventas	Financiamiento Bancario
25%	24%	51%



Escenario 3 – Pago de terreno al inicio, 100% aporte de accionistas

Velocidad de ventas: 02 departamentos al mes

Aporte de inversionistas	Preventas	Financiamiento Bancario
25%	24%	51%

