

TABLA DE CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN	13
2. CARACTERIZACIÓN DEL SECTOR INMOBILIARIO	15
2.1 Características de los bienes inmobiliarios.....	15
2.1.1 Definición.....	15
2.1.2 Importancia de los activos inmobiliarios	15
2.1.3 Tipos de activos inmobiliarios	16
2.1.3.1 Tierra virgen.....	16
2.1.3.2 Construcciones residenciales.....	17
2.1.3.3 Construcciones para albergar oficinas.....	17
2.1.3.4 Construcciones para depósitos	18
2.1.3.5 Centros comerciales	19
2.1.3.6 Hoteles.....	20
2.1.4 Mercados inmobiliarios.....	20
2.1.5 Diferenciación de los bienes inmobiliarios.....	21
2.2 Los bienes inmobiliarios como inversión.....	21
2.2.1 ¿Por qué invertir o no invertir en bienes inmobiliarios?	21
2.2.2 Rentabilidad de los activos inmobiliarios	24
2.2.2.1 Rentabilidad pasada de los activos inmobiliarios	24
2.2.2.2 Rentabilidad esperada de los activos inmobiliarios	26
2.2.3 Características de inversión	27
2.2.4 Como invertir en activos inmobiliarios	28
2.2.5 Cómo elegir los activos inmobiliarios para invertir.....	30
3. ASPECTOS RELEVANTES	33
3.1 Derecho inmobiliario	33
3.1.1 Derecho público vs. derecho privado	33
3.1.2 Derecho civil como parte del derecho privado.....	33
3.1.3 Derecho de propiedad.....	34
3.1.4 Contratos	36
3.1.5 Arrendamientos.....	37
3.2 Control del lavado de activos y financiamiento del terrorismo.....	40

3.2.1	Definiciones	40
3.2.2	Importancia del control del lavado de activos y del financiamiento del terrorismo	41
3.2.3	Procedimiento estilizado para el lavado de activos	42
3.2.4	Institucionalidad para combatir las actividades financieras criminales	43
3.2.4.1	Institucionalidad internacional	43
3.2.4.2	Institucionalidad doméstica	43
3.2.5	Recomendaciones FATF/GAFI	44
3.2.6	Normativa en Uruguay	45
3.2.6.1	Legislación relevante en Uruguay	45
3.2.6.2	Normativa y obligaciones relevantes para agentes del sector inmobiliario en Uruguay	47
3.3	Económicos	53
3.3.1	Ley de la demanda	53
3.3.2	Ley de la oferta	54
3.3.3	Concepto de mercado y precio de equilibrio	55
3.3.4	Equilibrio de mercado	55
3.3.5	Aplicación al mercado inmobiliario	56
3.3.6	Especificidades del mercado inmobiliario uruguayo	58
3.4	Estadísticos	60
3.4.1	Histograma	61
3.4.2	Media, varianza y desvío	61
3.4.3	Covarianza y correlación	62
3.4.4	Teorema central del límite	63
3.4.5	Función de distribución normal	64
3.4.6	Intervalo de confianza	64
3.5	Financieros	65
3.5.1	Mercado financiero	65
3.5.2	Riesgo y beneficio	66
3.5.2.1	Riesgo sistemático y riesgo específico	66
3.5.3	Tasa de interés	67
3.5.4	Valor tiempo del dinero	67
3.5.4.1	Perpetuidades	69
3.5.5	Retornos y la rentabilidad	70
3.5.5.1	Tasa de rentabilidad	70
3.5.5.2	Tasa interna de retorno (TIR)	70
3.5.5.3	Anualización de retornos	70
3.5.5.4	Anualización de desvíos	71
3.5.6	Tasa de costo del capital	71
3.5.6.1	Modelo de fijación de precios de activos de capital (CAPM)	72

3.5.7 Tasa de capitalización	74
3.5.7.1 Ingreso operativo neto	75
3.5.8 Medición del riesgo: VaR.....	76
 4. CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO INMOBILIARIO EN URUGUAY	 79
4.1 Evolución histórica de los precios del m2.....	79
4.1.1 ¿Cómo es que opera este mecanismo en la realidad?	80
4.1.1.1 Impactos sobre la oferta.....	80
4.1.1.2 Impactos sobre la demanda	81
4.1.1.3 Impactos sobre el mercado.....	84
4.1.1.3.1 ¿Qué sucede en otros países?	84
4.1.1.4 Resultado y conclusiones	84
4.1.1.5 Análisis de lo sucedido en el mercado	85
4.1.1.5.1 Ejemplo 1: año 2002	85
4.1.1.5.2 Ejemplo 2: año 2013	86
4.2 Cálculo de la tasa de rendimiento esperada	87
4.2.1 Rentabilidad por barrio.....	89
 5. INTRODUCCIÓN A LA VALUACIÓN	 93
 6. VALUACIÓN DE ACTIVOS INMOBILIARIOS	 95
6.1 Fundamentos del valor.....	95
6.2 Factores valuatorios	97
6.2.1 Objeto	98
6.2.2 Derecho	98
6.2.3 Mercado.....	99
6.2.4 Moneda.....	99
6.3 Antecedentes o comparables	99
6.4 Caracterización de los predios	100
6.5 Construcción de variables subjetivas	102
6.5.1 Ejemplo	103
6.6 Métodos valuatorios	103
6.6.1 Costo de reemplazo.....	105
6.6.1.1 Tasación del valor de la tierra sin mejoras.....	105
6.6.1.2 Estimación del costo de las construcciones.....	106
6.6.1.3 Estimación de la depreciación	106
6.6.1.4 Ventajas y desventajas	107
6.6.1.5 Aplicación práctica	108

6.6.1.5.1	Ejemplo	108
6.6.2	Comparativo	109
6.6.2.1	Métodos utilizados históricamente.....	110
6.6.2.1.1	Método directo comparativo	111
6.6.2.2	Métodos hedónicos	115
6.6.2.2.1	Regresión lineal	116
6.6.2.2.2	Ejemplo práctico	117
6.6.2.2.3	Regresión poligonal	118
6.6.2.2.4	Ejemplo práctico	121
6.6.3	Ingreso	123
6.6.3.1	Variables a considerar para el cálculo de los flujos de fondos	124
6.6.3.2	Descuento de flujos de caja	124
6.6.3.2.1	Tasa de descuento.....	124
6.6.3.2.2	Flujos de Fondos	125
6.6.3.2.3	Valor Terminal.....	125
6.6.3.3	Aplicación del método	126
6.6.3.3.1	Aplicabilidad del modelo	126
6.6.3.4	Tasa de capitalización.....	127
6.6.3.5	Ejemplo práctico.....	128
6.6.4	Tratamiento del riesgo valuatorio	129
6.6.4.1	Método del costo de reemplazo	129
6.6.4.2	Método comparativo	130
6.6.4.2.1	Regresión lineal	130
6.6.4.2.2	Regresión poligonal	130
6.6.4.3	Método del ingreso	131
6.6.5	Elección del método de valuación	131
6.7	Documentos para la valuación de activos: tasaciones	132
6.7.1	¿Qué es tasar?.....	132
6.7.2	¿Qué es una tasación?.....	132
6.7.3	¿Qué podemos tasar?.....	133
6.7.4	¿Quién puede tasar?	133
6.7.5	Fuentes de información.....	135
6.7.6	Normalización de tasaciones	136
6.7.7	Ejemplo de Tasación.....	137
7.	VALUACIÓN DE PROYECTOS INMOBILIARIOS	141
7.1	Valuación intrínseca.....	141
7.2	De la historia a los números	142
7.3	Elementos del flujo de fondos	142
7.4	Efectos del financiamiento.....	142
7.5	Convenciones y definiciones.....	144

7.5.1	Convenciones	144
7.5.2	Horizonte de planeamiento	144
7.5.3	Criterio de decisión.....	144
7.6	¿Cómo valorar un proyecto?	145
7.6.1	Moneda de valuación.....	145
7.6.2	Tasa de descuento	146
7.6.2.1	Costo de la deuda	147
7.6.2.2	Costo del capital propio.....	147
7.6.2.2.1	Arbitraje del mercado financiero global	148
7.6.2.2.2	Datos del mercado doméstico	157
7.6.2.2.3	Especificidades de la economía uruguaya	160
7.6.3	Inversiones.....	162
7.6.4	Ingresos del proyecto.....	163
7.6.5	Egresos corrientes del proyecto	163
7.6.6	Valor residual	164
7.6.7	Criterio de selección de un proyecto de inversión.....	165
7.6.7.1	Primera excepción: diferencias de tamaño de proyectos	166
7.6.7.2	Segunda excepción: pueden existir varias TIR.....	166
7.6.7.3	Tercera excepción: reinversión de flujos de fondos.....	167
7.6.7.4	Cuarta excepción: comparación de proyectos con distinta vida útil.....	168
7.6.8	Ejemplo de proyecto de inversión	169
7.6.8.1	Acerca de la compra de los apartamentos.....	170
7.6.8.2	Acerca de la reforma de los apartamentos.....	170
7.6.8.3	Acerca de la venta de uno de los apartamentos	172
7.6.8.4	Costos de mantenimiento de los apartamentos.....	172
7.6.8.5	Definiciones previas	172
7.6.8.6	Tasa de descuento	172
7.6.8.7	Inversión inicial.....	173
7.6.8.8	Egresos del proyecto.....	173
7.6.8.9	Ingresos del proyecto.....	174
7.6.8.10	Valor terminal del proyecto	175
7.6.8.11	Impuestos	176
7.6.8.12	Análisis del proyecto	176
7.6.8.12.1	Desde el punto de vista del proyecto en su conjunto	177
7.6.8.12.2	Desde el punto de vista del inversor.....	179
7.7	Introducción al análisis de riesgo	180
7.7.1	Método determinístico.....	181
7.7.2	Método probabilístico	182
8.	BIBLIOGRAFÍA.....	183