

LOS DERECHOS ECONOMICOS DE DOMINIO QUE SE DERIVAN DE UN CONTRATO DE ARRIENDO – SU INCIDENCIA EN EL VALOR

POR: *Ricardo Castrillón Restrepo - Ingeniero Civil - Especialista en Finanzas*
Cra. 38# 6Bsur - 25 Apto.2301 - Medellín – Colombia - Tel. (57-315)-503.55.34 - Colombia
ricardoc@indirco.com

RESUMEN

Al existir un contrato de arriendo se generan Derechos Económicos - DE¹, los cuales influyen en la valoración de un bien. En el medio Latinoamericano no ha sido común realizar la valoración de estos derechos dado que tradicionalmente se han manejado arriendos de corto plazo, sin embargo, la tendencia a ampliar los plazos de alquiler (a mediano y largo plazo), hace que el análisis de los DE tenga más relevancia pues puede afectar no sólo los intereses de las partes en mayor proporción (arrendador y arrendatario), sino también las condiciones de valoración y comercialización de un bien.

Este trabajo pretende ilustrar la importancia de los DE y los temas relacionados con los mismos.

INTRODUCCION

En la valoración de Propiedad Raíz² se pueden dar diferentes casos que involucran el avalúo de Intereses o Derechos Parciales, los cuales están claramente diferenciados en el Capítulo 6 de “The Appraisal of Real Estate”, 13va Edición.

Estos derechos se clasifican en Económicos, Legales, Físicos y Financieros; en la categoría de los legales se podrían citar los Derechos de Por vida, las Servidumbres y los Derechos Transferibles de Desarrollo entre otros; en la categoría de físicos están los que se crean con la subdivisión como la Propiedad Horizontal, los Derechos de Superficie y los Derechos Aéreos; en la categoría de derechos financieros están los Derechos de Capital y de Deuda. Aunque cada una de las

¹ Derechos Económicos = DE

² Propiedad Raíz es la traducción al español de “Real Estate”

tres últimas categorías requiere de amplia explicación y podría ser tema no sólo de uno, sino de varios libros o artículos, el propósito de este trabajo es profundizar en la primera categoría con los DE que son los que se crean cuando existe un contrato de arriendo, momento en el que el Derecho Pleno de Propiedad (DPP) se divide en dos nuevos derechos que describiremos más adelante, junto con su incidencia en la valoración.

LA FINALIDAD

Aunque el foco central de este trabajo es el análisis de los DE, no se quiere seguir adelante sin resaltar la importancia de aclarar la finalidad del avalúo. A través de la experiencia como evaluador, he aprendido que la finalidad del avalúo es la clave del trabajo por realizar y es el primer paso que debe quedar totalmente claro. Si se tiene clara la finalidad se puede establecer si lo que se requiere es un valor de mercado o rango de valores, un valor justo o razonable, un valor de uso, un valor de inversión, un valor asegurable o cualquier otro tipo de valor asociado al respectivo derecho que aplique. En muchas ocasiones el cliente solicita lo que no requiere y en otras el evaluador hace su tarea y suministra un valor o rango de valores, sobre lo que cree que el cliente está esperando, mientras éste espera algo diferente. Esta situación se puede aclarar si al momento del primer contacto con el cliente, se investiga bien cual es el fin del avalúo; de esta entrevista puede surgir que el cliente está totalmente claro en su necesidad o que por el contrario el cliente este perdido o confundido y esté solicitando algo diferente a lo que realmente necesita. Debemos recordar que la mayoría de nuestros clientes no son evaluadores y no tienen la obligación o necesidad de conocer muchos de los temas de nuestra actividad. A través de los años como evaluador, he aprendido que este primer contacto con el cliente es vital, más si se tiene en cuenta el tema con los derechos de propiedad (DP) sobre los que trata este trabajo. Hay casos en los que debido a la falta de claridad por parte del cliente, o del evaluador, sobre lo que realmente necesita, es mejor desistir de hacer la tarea de valoración.

CASO DEL AVALUO DE UN LOCAL COMERCIAL

Antes de entrar en materia, es apropiado citar un caso real de valoración del cual se desprende el tema de este artículo. El caso ha sido maquillado con la idea de proteger la identidad del cliente, pero la esencia de la situación y la finalidad del

mismo ha generado la inquietud del autor sobre la relevancia de los temas asociados con los derechos de propiedad en la valoración y sus limitantes e influencia en el valor o en las negociaciones que se puedan dar.

Hace varios años se recibió una solicitud de avalúo por parte de un cliente en la cual requería el avalúo con fines de venta de un local comercial, con todos los permisos de operación y funcionamiento que se encontraba arrendado. Desde la primera solicitud de avalúo se dejó constancia sobre la existencia del contrato de arriendo y que por solicitud expresa del solicitante no se tendría en cuenta el contrato de arriendo; también se le advirtió sobre las posibles incidencias del contrato de arriendo en la negociación. En lenguaje técnico de valoración se solicitó el avalúo del Derecho Pleno de Propiedad - DPP³ y se solicitó no considerar los Derechos del Arrendador - DIP⁴, ni del Arrendatario - DII⁵. En conclusión en varias ocasiones el cliente fue absolutamente claro en que no se requería el análisis del contrato de arriendo el cual no fue suministrado, ni conocido el canon del arriendo vigente. Se hizo el avalúo según la solicitud con un fin específico, con las consideraciones y limitantes propias del caso y se presentó un rango de valores sugeridos para la venta; después de varios intentos de negociación basados en el rango de valor sugerido, el cliente reclamó diciendo que probablemente el avalúo había quedado muy alto y que por esta razón no se vendía el local comercial. Afortunadamente en el momento del primer contacto se había profundizado en el tema y se le había explicado al cliente la importancia que tenía el hecho de que el inmueble se encontraría arrendado a un inquilino que en ese momento llevaba más de 10 años ocupando el inmueble; se le explicó que vender este inmueble a un tercero con un inquilino de tanto tiempo dependía de las condiciones del arriendo para ver si era una inversión atractiva para el potencial cliente inversionista si fuese el caso. Finalmente el cliente aceptó que la situación era diferente y aceptó un análisis más profundo de los DE para analizar su incidencia en el valor y la negociación. En este caso se terminó estimando no solo el DPP, sino también el DIP y el DII e incluso el valor del negocio en marcha que operaba en el local.

De ese trabajo y de varios similares surgió el interés del autor por el tema del avalúo de intereses parciales, en este caso los DE.

³ Derecho Pleno de Propiedad (DPP) es la traducción al español de “Fee Simple Interest”

⁴ Derecho del Arrendador (DIP) es la traducción al español de “Leased Fee Interest”

⁵ Derecho del Arrendatario (DII) es la traducción al español de “Leasehold Interest”

LOS DERECHOS DE PROPIEDAD EN LA VALORACION

En el medio latinoamericano es normal solicitar un avalúo de un inmueble, diciendo simplemente que se requiere el avalúo comercial de esta propiedad, sin aclarar el tipo de derecho por valorar, ni el propósito del avalúo. Al enfrentar una tarea de valuación, es vital que el evaluador identifique claramente los derechos por valorar y las limitaciones que se puedan generar sobre el valor, más si se tiene en cuenta que lo que realmente se avalúa son los derechos asociados al inmueble y la posibilidad de transferencia de los mismos, y no el inmueble como tal.

EL DERECHO DE DOMINIO O PROPIEDAD (DP)

Como establece “The Valuation of Real Estate” 13va edición, el derecho de propiedad implica no solo la identificación y valoración de estos derechos, sino también el análisis de las muchas limitaciones sobre estos derechos y el efecto que estas limitaciones tengan sobre el valor”.

En la legislación de todos los países se define el Dominio, término sobre el cual se conocen Leyes, Decretos o Normas sobre el particular. En el Código Civil Colombiano en su Artículo 669, sobre Dominio dice: “El Dominio (que se llama también propiedad) es el derecho real en una cosa corporal, para gozar y disponer de ella, no siendo contra ley o contra derecho ajeno”. Martín Wolff⁶ en su tratado de Derecho Civil Alemán, Bienes, dice “que la propiedad es el más amplio derecho de señorío que puede tenerse sobre una cosa”. La propiedad es el derecho más completo que se puede tener sobre un objeto y los demás derechos que se analizarán más adelante se deducen del DPP.

La forma más completa de propiedad es conocida como el Derecho Pleno de Propiedad – DPP. En general en la Constitución de cada país y en sus Leyes está definido claramente el derecho de Dominio y sus limitantes.

⁶ Jurista coautor del Tratado de Derecho Civil Alemán

Puede decirse en general que el DPP está limitado solo por:

1. El poder impositivo de los estados
2. La Expropiación Forzosa cuando se impone el interés general sobre el particular
3. La Constitución de cada país y la Normatividad en General

Cuando se habla del DPP se analizan tradicionalmente los siguientes conceptos: el carácter absoluto, el carácter exclusivo y el carácter perpetuo.

Puede decirse que en la mayoría de los países, sino en todos, no existe en el sentido pleno el carácter absoluto, pues normalmente existen limitaciones y la posibilidad de que el bien sea expropiado para dar paso a una obra pública o para un parque, para citar solo dos ejemplos basados en el principio de que el interés general está por encima del particular, siempre sujetos al pago de un valor justo al propietario del bien expropiado. Puede afirmarse, por lo tanto, que lo que normalmente existe es un derecho con carácter limitado.

En cuanto al carácter exclusivo, puede afirmarse que sólo el propietario de un bien es el facultado para “Usar, Gozar y Disponer” del mismo. El propietario del DPP es el poseedor de los tres atributos que son conocidos desde el derecho romano como:

1. el ***ius utendi*** o facultad de servirse de la cosa
2. el ***ius fruendi*** para obtener sus frutos o productos
3. el ***ius abutendi*** o facultad para disponer de ella

Cuando el propietario del DPP se desprende de uno de estos derechos, como en el caso del usufructo, la propiedad se denomina nuda o disminuida. En este caso el propietario renuncia a servirse de la cosa y a sus frutos, pudiendo sólo enajenarla. Cuando se presenta un contrato de arriendo, - cuya incidencia en el valor es tema central de este trabajo -, el propietario se desprende del derecho de servirse de la cosa pero conserva los derechos sobre sus frutos o productos y la facultad de disponer de la cosa, es decir venderla. Es por esta razón que cuando existe un contrato de arriendo, no existe el DPP pues se transfirió a un tercero el derecho de uso de la misma.

En cuanto a si el Derecho es perpetuo, “hay que entender la perpetuidad en dos sentidos: la propiedad dura tanto cuanto dure la cosa y no se extingue por el no uso”.

Es importante tener en cuenta que en la Legislación de cada país existen leyes claramente definidas en las cuales se faculta a la extinción del DPP cuando los bienes fueron adquiridos mediante actos ilícitos, casos en los cuales normalmente, el expropiado no tiene derecho a ningún tipo de indemnización. Este es un caso específico en el cual se aprecia que el derecho no es perpetuo.

Puede afirmarse por lo tanto, que en su forma exacta no existe el DPP en prácticamente ningún estado y que el mismo está limitado en la Legislación de cada país.

DERECHOS O INTERESES ECONOMICOS (DE)

Se dice que hay un interés o derecho parcial cuando mediante un contrato de arriendo se separa uno de los derechos del conjunto pleno de ellos, - en este caso el uso -, a un arrendador o inquilino. En este momento puede afirmarse que desaparece el DPP. La existencia de un contrato de arriendo genera dos nuevos derechos parciales conocidos como el Derecho del Arrendador - DIP y el Derecho del Arrendatario - DII.

DERECHO O INTERES PLENO DE PROPIEDAD (DPP)

Es el que existe en cabeza del propietario cuando no hay un contrato de arriendo.

DERECHO O INTERES DEL ARRENDADOR O PROPIETARIO (DIP)

Es el interés o derecho que mantiene el dueño o propietario que incluye el derecho a recibir la renta estipulada en el contrato más el derecho a recibir nuevamente el DPP cuando finalice el contrato (reversión).

DERECHO O INTERES DEL ARRENDATARIO O INQUILINO (DII)

Es el interés o derecho que tiene el arrendatario para usar y ocupar la propiedad durante un término de tiempo específico y bajo las condiciones pactadas en el contrato de arriendo entre las que se cuenta el pago de un canon al propietario. No tiene derecho a la reversión que está en cabeza del propietario.

Existen adicionalmente otros derechos económicos derivados del contrato de arriendo que son los asociados con los contratos de sub-arriendo

DERECHOS O INTERESES CUANDO SE PRESENTA EL SUB-ARRIENDO

Cuando el arrendatario arrienda todo o parte del inmueble a un tercero se da la situación del sub-arriendo. En esta situación cuya validez debe ser avalada por la legislación de cada país en donde se realice el avalúo, el inquilino que se encuentra en el medio de las dos partes adquiere un el derecho conocido como Derecho “Sánduche”⁷ – DSA y el sub-arrendatario adquiere un nuevo derecho conocido como Derecho o Interés del Sub-Arrendatario – DISU⁸.

Cuando el sub-arriendo es permitido el plazo del mismo no debe ser mayor que el término del contrato de arriendo original entre el propietario y el primer inquilino.

CONTRATO DE ARRIENDO

Un contrato de arriendo es un documento escrito mediante el cual el dueño-arrendador⁹ transfiere el derecho de uso y ocupación de la propiedad al inquilino-arrendatario¹⁰ por un periodo determinado a cambio de una cantidad monetaria acordada en el documento. Un contrato de arriendo es la base del método de la renta¹¹ pues puede decirse que es el insumo para poder utilizar esta metodología; es en este documento donde se conocen las expectativas de ingreso hacia el futuro, las cuales serán traídas a valor presente mediante un proceso de anticipación o descuento. El estudio de los DE parciales que se derivan del DPP al existir un contrato de arriendo, depende en todo del mismo contrato de arriendo; de ahí la importancia de conocerlo, estudiarlo y analizar sus bondades o deficiencias, limitantes y otros puntos que puedan derivarse del mismo y que puedan influir en el valor o comercialización de la propiedad o en el fin específico del avalúo requerido por el cliente. La importancia de un buen contrato de arriendo no se visualiza en su totalidad hasta que surgen los problemas que pudieran presentarse; en muchas

⁷ Derecho “Sánduche” (DISA) es la traducción al español de “Sandwich Leasehold Interest”

⁸ Derecho del Sub-Arrendatario (DISU) es la traducción al español de “Top Leasehold Interest”

⁹ Arrendador-Dueño es la traducción al español de “Landlord”

¹⁰ Arrendatario-Inquilino es la traducción al español de “Lessee or Tenant”

¹¹ Método de la Renta es la traducción al español de “Income Approach”

ocasiones se encuentran contratos de arriendo que fueron copiados en su forma de otros contratos de arriendo, trasladando los errores del primero al segundo, o incluso sin que el primero tuviera errores, tratando de acomodar un contrato de un inmueble residencial a uno de uso industrial.

Un contrato de arriendo no es un formalismo; es una garantía de seguridad. Un fondo de inversión inmobiliario seguramente tiene un staff de abogados o firmas de abogados contratadas especializadas en la redacción correcta de los contratos de arriendo de acuerdo con las políticas del país en que se desempeñen o donde se ubiquen los inmuebles objeto de arriendo debido a que las Leyes y en general la regulación varía de país a país. Un buen contrato de arriendo es fundamental en cualquier tipo de inmueble, de cualquier valor; de ahí la importancia que las partes involucradas estén debidamente asesoradas. Es importante resaltar que los contratos de arriendo deben ser claros y deben ajustarse a la Legislación existente en cada territorio y los mismos no pueden estar por encima de las Leyes de carácter general o de orden público que los regulan. Por ejemplo, en el caso colombiano, un contrato de arrendamiento en el cual se estipule mediante una cláusula, la prohibición de enajenar el bien arrendado durante la vigencia del contrato, no tendría efecto legal; el arrendatario podrá permanecer ocupando el inmueble, pero el propietario será libre de venderlo a un tercero, si así lo desea, en cualquier momento. Dado que el análisis de los DE derivados del contrato, el DIP y el DII se basan en el contrato y en las condiciones del mercado, es importante resaltar los puntos mínimos que éste debe incluir.

CARACTERISTICAS DE UN BUEN CONTRATO DE ARRIENDO

El propósito de un contrato de arriendo es que un dueño-arrendador coloque un inmueble en el mercado, el cual es arrendado por un arrendatario-inquilino que lo necesita; en el fondo el propósito es que ambas partes salgan beneficiadas desde el punto de vista de sus propios intereses. Si se supone que el mercado en que se ubica un inmueble dado, está en condiciones normales de oferta y demanda, tanto para compra-venta como para arriendo, se supone que ambas partes, conocedoras y debidamente asesoradas, y sin presiones indebidas, como establecen la mayoría de las definiciones de valor comercial, estarían llegando a un acuerdo que beneficia a ambas partes. Las bondades de un buen contrato de arriendo se visualizan cuando surgen las diferencias, las cuales por lo regular se dan debido a los

propósitos diferentes de las partes. La principal premisa del arrendador-dueño es obtener una buena rentabilidad, ojala la más alta posible en relación al mercado; para esta parte de la ecuación la cifra en cuestión es un ingreso; por el contrario, el arrendatario-inquilino espera tener un inmueble que se ajuste a sus condiciones ojala al valor más bajo en comparación con las condiciones del mercado - para este lado de la ecuación la cifra es un gasto. Por la diferencia de propósitos, los contratos deben estar bien redactados con la idea de que sean lo más justos y equitativos para las partes. La forma como se manejen las diferencias es punto importante del contrato, pues en algunas ocasiones acuerdan el nombramiento de árbitros para agilizar los procesos y en otros la vía judicial.

A continuación se relaciona una serie de puntos y características que recomendamos deba tener el contrato de arriendo¹²:

- Identificación del bien objeto de arriendo
- Fecha de Inicio del contrato
- Nombre e identificación del Arrendador-Propietario
- Nombre e identificación del Arrendatario-Inquilino
- Termino o duración del contrato
- Renta
- Tipo de Renta
- Incrementos pactados y la base para los mismos
- Concesiones especiales en caso de que existan
- Fechas de pago de la renta
- Aclaración del tipo de gastos asumidos por el arrendador-propietario
- Aclaración del tipo de gastos asumidos por el arrendatario-inquilino
- Opciones, bien sea de renovación del contrato o de compra
- Valores mínimos, máximos y/o variables basados en porcentajes de ventas o de cualquier otra unidad acordada entre las partes.
- Cláusulas de terminación
- Manejo de las mejoras
- Sub-Arriendos

¹² El autor recomienda siempre la asesoría de un abogado y/o firma de abogados especializada en el tema de arrendamientos o una empresa inmobiliaria que se encargue del contrato.

- Manejo de siniestros
- Manejo de conflictos o diferencias entre las partes
- Revisiones al contrato en el tiempo
- Seguros de la propiedad

Aunque pudiera pensarse que todos los anteriores puntos son obvios, al analizar contratos, no es raro encontrarlos sin fecha, caso en el que podrían ser declarados nulos o indefinidos en un tribunal. También sucede que por copiar proformas de otros contratos, quedan mal descritos los inmuebles con sus áreas y puede que se trasladen los datos de renta de un inmueble a otro por error. Cada contrato de arriendo, como cada avalúo, es único. De ahí la importancia de analizarlo con cuidado para poder entenderlo en relación con el mercado y así poder dar un juicio de valor según la finalidad específica. Si el evaluador conoce claramente el mercado y después del análisis del contrato puede concluir que las rentas están por encima de las de mercado y que además hay pactados unos incrementos razonables pero superiores a los normales del mercado, situación que se dio debido al interés del inquilino por ocupar ese inmueble que era estratégico para su operación, podrá concluirse que hay un DIP superior al DPP y un DII negativo. Por el contrario si el inmueble se encuentra arrendado por debajo de las rentas de mercado podrá decirse que hay un DII positivo. Hay casos en los cuales un contrato de arriendo no estipuló un valor mínimo de arriendo y solo quedó sujeto a un porcentaje de ventas del negocio que ocupa el local; puede ocurrir que después de varios años de buena operación el negocio tenga una situación difícil debido a algún tipo de crisis y sus ventas se reduzcan a la mitad, situación que se refleja directamente en la renta sobre el inmueble; esta situación no es fácil de manejar debido precisamente a los intereses antes citados de las partes.

En una situación conocida, existía un contrato de arriendo a largo plazo con una renta amarrada a un porcentaje de ventas sin un mínimo acordado. Debido a situaciones normales que ocurren con los negocios este inmueble paso a manos de un competidor del primer inquilino, pero con unas ventas estimadas en un 50% de las anteriores; este porcentaje se reflejó directamente en el canon de arriendo. Esta situación generó lo que se conoce como un DII positivo para el arrendatario. La solución a este caso desde el punto de vista de los intereses del propietario no es tarea fácil y puede terminar en instancias legales o en procesos de conciliación en el

mejor de los casos. En un caso como el citado es importante analizar la fortaleza de cada una de las partes en dicho proceso de negociación. La influencia del DII positivo para el inquilino, hace que el DIP sea menor y por lo tanto que este tipo de derecho no fuera atractivo para un posible inversionista; por el contrario otro local al frente en el cual al menos se hubiese estipulado una cláusula de arriendo con una base fija mínima podría resultar más atractivo desde el punto de vista de un potencial inversionista.

CLASES DE ARRIENDOS

Al analizar un contrato debe analizarse la clase de arriendo que se maneja. No es lo mismo un arriendo bruto que uno neto. En el medio colombiano al hacer avalúos que involucren inmuebles arrendados en la mayoría de los casos no se va más allá de preguntar cuánto es el canon, cuál el plazo y cuáles son los incrementos; esta investigación se queda incompleta. En los Estados Unidos es común encontrar una clasificación de los arriendos dependiendo de quien paga que.

En el Cuadro 1 tomado y traducido de “The Appraisal of Real Estate”, publicación del “Appraisal Institute”, 12va Edición, se muestra claramente las diferencias entre los unos y los otros. La diferencia básica recae en que en el arriendo bruto el propietario-arrendador paga los gastos asociados a la operación del inmueble, teniendo un menor Ingreso Neto Operativo (INO), mientras que en el Neto Absoluto se trasladan al inquilino todos los gastos e inversiones asociadas al mantenimiento del inmueble, haciendo que el INO sea mayor y por lo tanto una mejor inversión desde el punto de vista del análisis del DIP.

CLASE DE ARRIENDO	QUIEN PAGA POR:				
	Servicios Públicos	Impuestos Prediales	Seguros	Mantenimiento o a la Propiedad	Reparaciones Estructurales
Bruto	Propietario	Propietario	Propietario	Propietario	Propietario
Bruto Modificado	El Propietario y el Inquilino comparten los gastos				
Neto Simple	Inquilino	Propietario o Inquilino pagan el uno o el otro		Propietario	Propietario
Neto Doble	Inquilino	Inquilino	Inquilino	Propietario	Propietario
Neto Triple	Inquilino	Inquilino	Inquilino	Inquilino	Propietario
Neto Absoluto	Inquilino	Inquilino	Inquilino	Inquilino	Inquilino

Cuadro 1

EL PRINCIPIO DE ANTICIPACION DE BENEFICIOS FUTUROS

Todos los métodos de la renta, necesarios para estimar los DE derivados del contrato de arriendo, se basan en el principio de anticipación de beneficios futuros que establece que el valor de un bien se basa en la capacidad de generar ingresos en el futuro, los cuales se traen a valor presente. Del estudio del contrato surgirán las condiciones claras para poder estimar en forma apropiada estos DE, pues estas condiciones varían de contrato a contrato.

INGRESO NETO OPERATIVO (INO), PROYECCIONES Y TASAS

De la misma manera que se resaltó la importancia de la finalidad de la asignación, se quiere resaltar la importancia del concepto del Ingreso Neto Operativo¹³ y de las tasas de capitalización o descuento, siendo conscientes que este solo tema podría abarcar varias páginas. La importancia de estos dos conceptos surge del hecho de que las metodologías de renta se basan en la fórmula fundamental del valor ($\text{Valor} = \text{INO} / \text{Tasa}$). Una de las claves de cualquier metodología de valoración de renta es una correcta estimación del INO - el numerador en la ecuación fundamental -, el cual después es capitalizado en forma directa, o descontado a valor presente con tasas adecuadas, que son la segunda clave, para obtener el valor presente necesario. Sin extender el tema por no ser el núcleo central de este trabajo, sobre el INO podemos decir que no es más que el Estado de Resultados del Inmueble visto como una empresa productora, cuya materia prima es el mismo bien inmueble y sus productos son los arriendos o ingresos vía renta; puede decirse en forma simple que no es más que una suma de ingresos a los cuales se les restan los gastos de operación asociados entre los que están los fijos, los variables y las reservas para reemplazo. Del estudio del contrato y su interpretación en relación con el mercado se hacen las proyecciones, se considera el riesgo cliente, se consideran posibles vacancias en el tiempo y se proyecta el INO en el tiempo cuando se trate de una propiedad en proceso de maduración o simplemente se estima el INO estabilizado

¹³ Ingreso Neto Operativo = INO

para los inmuebles maduros, para finalmente aplicar la técnica de renta apropiada y así obtener el valor presente del respectivo derecho avaluado.

Luego se capitaliza el INO estabilizado o se descuentan los INOs proyectadas mediante tasas apropiadas – denominador en la ecuación fundamental, - que idealmente deberían salir del estudio del mercado para propiedades con riesgos similares.

LOS DEMAS PRINCIPIOS VALUATORIOS

Aunque el principio básico en que se basan las metodologías de renta es el de anticipación de beneficios futuros, los demás principios siempre deben considerarse. Las rentas siempre se estudian basados en función del principio de oferta y demanda; las condiciones del contrato de arriendo están sujetas a la posibilidad de variaciones, situación basada en el principio de cambio que establece que todas las condiciones pueden variar en el tiempo; de la misma manera el principio de sustitución se tiene en cuenta al comparar con inmuebles y rentas “comparables”; el principio de balance o equilibrio permite al evaluador formarse un criterio sobre la realidad del contrato de arriendo analizado en comparación con las condiciones del mercado.

LAS FUENTES DE INFORMACION E IMPERFECCIONES DEL MERCADO

Al hacer las investigación para establecer rentas de mercado, debe tenerse cuidado con la fuente; en ocasiones se citan como fuente de comparación arriendos que no son arriendos inmobiliarios, sino “arrendamientos” financieros, situación que puede inducir errores graves. De la misma manera hay ocasiones en las que se citan arriendos de propiedades construidas con fin específico en las cuales un inversionista las construyó para un cliente según sus requerimientos propios y se acordó un arriendo por su operación; normalmente este tipo de inmuebles no deberían ser considerados como típicos en el mercado para la comparación.

De la misma manera hay mercados en los que se presentan imperfecciones debido a que no ha sido tradición realizar arriendos a mediano o largo plazo, a diferencia de como ocurre en países desarrollados con economías estables. La llegada a economías emergentes de empresas multinacionales ha ocasionado que se den

este tipo de contratos nuevos para el medio, los cuales son susceptibles de irse perfeccionando en el tiempo de acuerdo a las condiciones de la economía.

EL CONCEPTO DEL RIESGO ASOCIADO AL CLIENTE

En el caso del DPP podría decirse que si se está valorando el inmueble como tal pues estamos ante una situación que depende del mercado directamente y de su reflejo. Por el contrario cuando se analizan los DE derivados del arriendo, el DIP, el DII, el DISA y el DISU, lo que finalmente se está calificando el inmueble vía el cliente arrendatario y las condiciones pactadas de arriendo entre las partes. El análisis del cliente es por lo tanto fundamental, pues es acá donde entra a formar parte el factor riesgo, palabra clave en la economía mundial. Así como existe el riesgo país, indicador con el cual las calificadoras de riesgo califican a cada una de las economías del mundo, puede decirse que existe el riesgo cliente. Definitivamente el interés de cualquier inversionista en propiedad raíz es tener arrendados sus inmuebles a las mejores rentas posibles, pero es cierto también que a unas rentas que puedan ser pagadas por el inquilino; esta capacidad de pago la tiene el cliente de acuerdo a su situación económica, capacidad de pago y políticas generales. No es lo mismo arrendar a una empresa sólida que recientemente entró al país y cuyas políticas de inversión son la apertura de 30 almacenes por año durante los próximos 5 años, que arrendar a otra cuya política sea la de abandono de operaciones y de cierre de almacenes en el corto plazo; tampoco es lo mismo arrendar a una empresa multinacional, que está comprando mercado y que es normal que paguen valores más altos de arriendo que otras empresas con menor capacidad de flujo de caja pero que podrían pagar el local según valores normales de mercado. Es responsabilidad del evaluador visualizar de alguna manera si en el análisis del contrato y de su cliente, existe algún tipo de riesgo que pueda afectar los análisis citados.

Una de las maneras de calificar al cliente sería de manera indirecta a través del seguro de arrendatario en caso de que exista. Las aseguradoras son las que califican al cliente porque antes de otorgar este seguro cada inquilino es analizado como sí estuviese adquiriendo un crédito bancario. El hecho de que no exista podría ser un mal indicador; el problema es que aún muchas inmobiliarias no usan el seguro porque lo consideran un costo. Otra forma sería, sobre todo en el caso de

grandes empresas, entrar a analizar las publicaciones económicas con la información de éstas; en este caso la limitante será que las empresas analizadas y reportadas por lo regular son las empresas inscritas en bolsa cuya información es pública; sobre las demás no se tiene fácil acceso. Finalmente hay que decir que en muchos arriendos entre empresas menores o particulares la calificación del cliente no es tarea fácil debido a los problemas con la consecución de la información.

PASOS A SEGUIR EN LA VALORACION DE DERECHOS ECONOMICOS (DE)

1. Estimar el DPP

Haciendo uso de cualquier técnica de valoración asumiendo que el inmueble se encuentra sin arrendar. Este valor es muy importante pues representa el valor del “todo”. La sumatoria de los derechos parciales que se estimarán en los próximos pasos deben coincidir con este valor.

2. Estudiar el contrato de arriendo

Del estudio del contrato de arriendo surgen todos los supuestos y realidades tenidos en cuenta.

3. Estimar el DIP

Estimar el DIP estimando el valor presente del INO resultante más el valor presente de la reversión. Este valor puede dar más, menos o lo mismo que el valor de mercado del DPP estimado en el paso 1. En este paso siempre se tienen en cuenta las rentas y condiciones de mercado y las condiciones del contrato. La diferencia entre las unas y las otras es la que crea este derecho para las partes.

4. Estimar el DII

Estimar el DII. Esto se puede hacer restando del DPP el DIP o estimándolo directamente como herramienta de chequeo. Cuando el inmueble está arrendado a valores de mercado no debería haber DII. Por el contrario cuando el inmueble se encuentra arrendado por debajo de mercado, se dice que hay un DII positivo, en cabeza del inquilino.

5. En caso de Sub-Arriendo estimar los derechos derivados

En el caso de que existan sub-arriendos sobre el todo o parte del inmueble, estimarlos. La idea básica es que la diferencia entre la renta del primer nivel de arriendo entre el dueño y el inquilino 1 y la renta entre el inquilino 1 y el

sub-arrendatario o inquilino 2 es la que genera estos derechos. Cuando esta situación se presenta se estiman tres derechos: el DIP que resulta del contrato entre el dueño y el inquilino 1, el DISA que resulta del diferencial de rentas entre el contrato original y el del sub-arriendo, y el DISU que es el derecho que adquiere el sub-arrendatario.

ANALISIS DE LOS “DE” - CASOS

CASO # 1

Un inmueble tipo centro comercial cuyo valor del DPP se estimó en 12.000.000¹⁴. El inmueble está compuesto por 50 locales comerciales con inquilinos que en promedio tienen más de 10 años ocupando sendos locales. Del estudio de los contratos de arriendo pudo concluirse que en su gran mayoría estos se encontraban por debajo de las rentas de mercado, que tenían la posibilidad de permanecer al menos entre 5 y 10 años más y que con la rentabilidad actual el DII en cabeza de todos los inquilinos era de 4.000.000; los inquilinos tenían lo que se llama un DII positivo. Para poder vender el inmueble a un inversionista en los 12.000.000 equivalentes al DPP, el dueño debería mejorar la rentabilidad de la mayoría de los 50 arriendos asociados a cada local, situación que en su momento estimó arriesgada ante la posibilidad de una desocupación masiva. Además este proceso de regulación de canon podría haber durado varios años. En este caso el dueño decidió vender la totalidad del centro comercial a un tercero por el valor de su DIP que se estimó en 8.000.000, dejando al nuevo comprador la responsabilidad de asumir el manejo de los clientes-inquilinos y el incremento de sus cánones.

CASO # 2

Se deben analizar los DE asociados a un local comercial arrendado a largo plazo (30 años), con opciones renovación y revisión de contrato cada 10 años. En el momento del avalúo faltan 7 años para la terminación del contrato entre el propietario y el inquilino, que a su vez sub-arrendó el mismo inmueble a un tercero hace varios años. Los pagos se realizan cada año por anticipado en ambos contratos. Pudo establecerse que el valor actual del DPP es de 90.000; además se espera que el valor del inmueble al final del contrato sea de \$ 115.000. Las tasas

¹⁴ En el desarrollo de los casos no se especifica ningún tipo de moneda. Los casos se desarrollaron basados en unidades monetarias

de descuento encontradas en el mercado son del 10%, 11% y 11,75% respectivamente para cada nivel, siendo la más baja la del primer nivel de contrato por considerarse la que menos riesgo tiene; por el contrario la tasa del sub-arriendo que es la más alta considera un mayor riesgo ante una mayor probabilidad de cesación de pagos por tratarse de un canon mayor y porque el sub-arrendatario pertenece a un sector con mayor riesgo en el sector comercial.

Los datos y cálculos se muestran en el cuadro # 2 siguen los pasos recomendados antes.

1. Estimar el DPP								
Este se estimó mediante el método comparativo de mercado debido a que había suficiente información para soportar el valor								
Valor DPP actual: 90,000								
2. Estudiar el Contrato de Arriendo								
Del estudio del contrato de arriendo se pudieron establecer los flujos de caja e INOs de los pasos 3, 4 y 5. Adicionalmente se establecieron las tasas de descuento para cada nivel, según su riesgo.								
Años remanentes del contrato de arriendo							Reversión	
Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 7	
3. Calcular el DIP								
Valor de venta del DPP al final del contrato o reversión esperada: 115,000								
Ingreso Neto Operativo (INO) a favor del propietario	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	115,000
Valor Presente	3,636	3,306	3,005	2,732	2,484	2,258		
V. Presente de las Rentas Futuras más renta anticipada	21,421							
V. Presente del Valor de venta al final o reversión:	59,013							
Valor total del DIP - (Propietario)	80,434							
Tasa Descuento del DIP (menor riesgo)	10.00%							
4. Calcular el DISA								
INO sub-arriendo	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	
INO arriendo original	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	
INO neto a favor del inquilino # 1	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	
Valor Presente de Rentas Netas a favor del Inquilino # 1	901	812	731	659	593	535	482	
Valor total del DISA - Inquilino # 1 (Sánduche)	5,231							
Tasa Descuento del DISA (mayor riesgo)	11.00%							
5. Calcular el DISU - MEDIANTE RESIDUO								
Valor Total actual del inmueble - DPP	90,000							
Valor total del DIP - (Propietario)	80,434							
Valor total del DISA - Inquilino # 1 (Sánduche)	5,231							
Valor Total del DISU - Inquilino # 2 o Sub-Arrendatario	4,335							
5. Calcular el DISU - MEDIANTE CALCULO FINANCIERO								
Rentas Mercado	5,850	5,850	5,850	5,850	5,850	5,850	5,850	
INO sub-arriendo	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	
INO a favor del Inquilino # 2 en relación al mercado	850	850	850	850	850	850	850	
Valor Presente de Rentas Netas a favor del Inquilino # 2	761	681	609	545	488	436		
Valor Total del DISU - Inquilino # 2 o Sub-Arrendatario	4,370							
Tasa Descuento del DISU (mayor riesgo)	11.75%							

Cuadro 2

En el cálculo se estimó la diferencia de rentas entre el propietario y el inquilino # 1 y entre el inquilino # 2 y el mercado para analizar si este tenía alguna posición positiva. En el cuadro # 3 se presentan los valores obtenidos; nótese que el DISU se estimó mediante residuo y mediante cálculo directo con una tasa de mayor riesgo lo cual es lógico debido a la posición del sub-arrendatario y al monto del canon. Hacer este doble cálculo sirve de herramienta de chequeo.

RESUMEN DE DERECHOS ECONOMICOS						
	Valor de cada derecho con DISU por Residuo	% del DPP	Valor de cada derecho con DISU calculado con tasa	% del DPP	Valores Redondeados	% del DPP
DIP- Propietario	80,434	89.37%	80,434	89.34%	80,400	89.33%
DISA - Inquilino # 1	5,231	5.81%	5,231	5.81%	5,200	5.78%
DISU - Sub-Arendatario	4,335	4.82%	4,370	4.85%	4,400	4.89%
				-		
DPP	90,000	100.00%	90,034	100.00%	90,000	100.00%

Cuadro 3

En el extremo derecho del cuadro # 3 se presentan los valores redondeados; nótese que el DIP representa el 89,33% del DPP, el DISA el 5,78% y el DISU el 4,89% para esta situación supuesta. Si las condiciones del contrato son diferentes los porcentajes de cada DE deberían variar.

CONCLUSION

El análisis de los DE asociados cuando existe un contrato de arriendo será una tarea cada vez más frecuente en el medio, más si se tiene en cuenta que lo que se avalúan son derechos transferibles y no inmuebles como tal. Esto se debe a que cada vez se presentarán más contratos de arriendo a mediano y largo plazo, los cuales antes no eran comunes en el medio latinoamericano. Las condiciones del contrato son las que generan que el valor del DPP o todo, se divida en los DE parciales citados a lo largo de este trabajo. Para la estimación de estos derechos es fundamental tener pleno conocimiento del fin del avalúo, tener claridad de los principios valuatorios, conocer el mercado tanto de venta como de renta y tener manejo de las herramientas financieras. En el análisis de los DE es muy importante tener una asesoría legal, más si se tiene en cuenta que la legislación asociada con

los contratos de arriendo puede variar de un país a otro, o incluso en regiones dentro del mismo.

Los intereses de cada parte involucrada son diferentes y tienen fines distintos.

La suma de los DE parciales debe coincidir con el DPP. El porcentaje de cada DE dependerá de las condiciones del contrato y de la duración del mismo y de las fortalezas o debilidades de cada parte frente a la otra; en un contrato a largo plazo acordado según rentas de mercado, en teoría el inquilino no debería tener DII; por el contrario si la renta está muy por debajo del mercado, el DII en cabeza del inquilino sería positivo.

La calificación del cliente inquilino y el riesgo asociado al mismo es fundamental pues es éste el que genera el “producto” objeto del arriendo, el ingreso vía renta; la fortaleza de este cliente será la que en gran parte pueda avalar o no el análisis de los derechos antes citados.

BIBLIOGRAFIA

Libros

Appraisal Institute, *The Appraisal of Real Estate*, 13va ed. (Chicago: Appraisal Institute, 2008), 35, 111-128, 445-467, 469-497, 633-639.

Appraisal Institute, *The Student Handbook to The Appraisal of Real Estate*, 13va ed. (Chicago: Appraisal Institute, 2009), 71-81, 399-407.

Charles B.Akerson Edited by David C.Lennhoff, *Capitalization Theory and Techniques Study Guide*, 3ra ed. (Chicago: Appraisal Institute, 2009), 71-77.

Appraisal Institute, *El Avalúo de Bienes Raíces*, edición en español. 12va ed. (Chicago: Appraisal Institute, 2002), 293-322.

Appraisal Institute, *The Appraisal of Real Estate*, 12va ed. (Chicago: Appraisal Institute, 2001), 471-495.

James H.Boykin, Alfred A.Ring. *The Valuation of Real Estate*, 4ta ed. (Englewood Cliffs, NJ. Regents Prentice Hall, 1993), 377-392.

Luis Guillermo Velásquez Jaramillo. *Bienes* 11va ed, (Colombia: Librería Jurídica. Comlibros, 2008), 207-228.

Artículos

Richard L.Parli and Jeffrey D.Fisher, “Risk and Reasonableness for Nonmarket Occupancy – A second Look During a Recession,” *The Appraisal Journal* (Winter 2010): 94-103.

David C.Lennhoff, “You Can’t Get the Value Right If You Get the Rights Wrong,” *The Appraisal Journal* (Winter 2009): 60-65.

Richard O.Duvall and David S.Black, “Dividing the Pie: Compensating Landlords and Tenants in Takings of Leased Real Property,” *The Appraisal Journal – Law and the appraiser* (January 2001): 1-10.

William Weaver and Stuart Michelson, “A Practical Tool to Assist in Analyzing Risk Associated with Income Capitalization Approach Valuation or Investment Analysis,” *The Appraisal Journal* (October 2003): 335-344.

Thomas Rodgers, “Valuation of a Leased Fee Interest,” *The Appraisal Journal* (January 1989): 36-50.

William M.Shenkel, “The Effect of Leasehold Interests On Property Value,” *The Real Estate Appraiser* (March – April 1972): 5 – 12.

Robert I.Free, “The Appraisal of Sandwich Leases,” *The Appraisal Journal* (July 1958): 354 – 359.

Normas Valuatorias

The International Valuation Standards Committe (IVSC), *International Valuation Standards*, 8va ed. (London: The International Valuation Standards Committe, 2007), 185-192.

Icontec – R.N.A (Registro Nacional de Avaluadores). *Valuación de Derechos de Arrendamiento*, Guía Técnica Sectorial Colombiana GTS E 02, 1ra ed (Bogotá; Icontec: 2009), 1-7.

Nota: Deberán tenerse en cuenta Las Leyes y Normas asociadas a los contratos de arriendo vigentes en el país en que se desarrolle cada valoración.

RICARDO CASTRILLON RESTREPO (ricardoc@indirco.com)

Ingeniero Civil de la Universidad EAFIT de Medellín - Colombia, especializado en Finanzas del mismo centro. Avaluador desde 1990, profesor de varias materias de valoración en diferentes centros educativos. Conferencista en el Encuentro Internacional de Avaluadores 2003 realizado en Bogotá - Sociedad Colombiana de Avaluadores - y en el Encuentro Internacional de Avalúos de la Aepa - Asociación Ecuatoriana de Peritos Avaluadores - en Quito - Ecuador en Julio de 2007.

Gerente Técnico encargado de los avalúos de inmuebles y de empresas en Indirco S.A. – Diter R.Castrillón e Hijos, en donde se ha especializado en la valoración de inmuebles generadores de renta.

Participó en la elaboración de tres avalúos ganadores del primer puesto en el Premio Nacional de Avaluadores, en las categorías urbana, rural y especial respectivamente, otorgado por Fedelonjas a la firma Diter R. Castrillón e Hijos Ltda, hoy INDIRCO S.A. Actualmente es miembro del Consejo Regional de Antioquia del Registro Nacional de Avaluadores – Capítulo de Antioquia.

Participó en la revisión de la traducción al español del libro “The Appraisal of Real Estate” del “Appraisal Institute de Estados Unidos” publicado bajo el nombre “El Avalúo de Bienes Raíces”.

Coautor del Libro – Avalúo de Bienes Inmuebles, Conceptos, Técnicas y Vivencias.