



La valoración de mercado de inmuebles incluyendo criterios ESG

Laura Casillas Barragán y Leticia Pérez Galán, expertas en valoración de inmuebles, MRICS

Resumen

Valorar un activo inmobiliario considerando criterios de sostenibilidad (ESG: Environmental, Social, Governance) presenta desafíos significativos. Aunque generalmente invertir en mejorar los indicadores ESG aumenta el valor de mercado del inmueble a medio y largo plazo, la falta de información precisa y fiable dificulta la valoración. Para entender mejor el impacto de ESG en el valor de un inmueble, proponemos analizar su efecto en cada una de las variables de la valoración, tomando como ejemplo un activo terciario multi-arrendado como pueda ser un edificio de oficinas. En los próximos años, es probable que los factores ESG se integren progresivamente en las valoraciones inmobiliarias, convirtiéndose en una variable más a considerar.

Abstract

Valuing a real estate asset considering sustainability criteria (ESG: Environmental, Social, Governance) presents significant challenges. Although investing in improving ESG indicators generally increases the property's market value in the medium and long term, the lack of accurate and reliable information makes valuation difficult. To better understand the impact of ESG on a property's value, we propose analyzing its effect on each valuation variable, taking a multi-tenant commercial asset such as an office building. In the coming years, ESG factors are likely to be progressively integrated into real estate valuations, becoming another variable to consider.

JEL Classification: H23, Q53, R38

- 01 **Introducción**
- 02 **Criterios ESG en el mercado inmobiliario: ¿dónde estamos?**
- 03 **Normativa presente y futura a tener en cuenta**
- 04 **Reto actual: cálculo empírico del impacto de ESG**
- 05 **Conclusiones**

1. Introducción

RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors) es una organización global que establece estándares profesionales en los sectores inmobiliario, de construcción y de valoración. Es reconocida internacionalmente por promover la ética, la transparencia y la precisión en las valoraciones y asesorías relacionadas con inmuebles.

Las valoraciones RICS son realizadas por profesionales cualificados que siguen estrictos estándares internacionales, como los establecidos por el Consejo Internacional de Normas de Valoración (IVSC, por sus siglas en inglés). Estas valoraciones se utilizan ampliamente en transacciones inmobiliarias, auditorías, procesos legales y análisis de financiación, ya que garantizan imparcialidad y aportan credibilidad.

Las Normas Internacionales del Libro Rojo de RICS, cuya última versión se publicó en enero de 2025, recogen las normas y guías de gobernanza para los miembros de RICS que trabajan en el mercado inmobiliario. En relación con los criterios ESG y su impacto en la valoración, **RICS publicó en enero de 2024 "El futuro de las valoraciones: el impacto de ESG"**. Este documento concluye que *"unas normas más estrictas promueven mayores estándares de sostenibilidad y una mayor conciencia entre las partes interesadas está impulsando la demanda de propiedades respetuosas con el medio ambiente, lo que podría dar lugar a valores de mercado más elevados"*.

Los estándares de valoración del Libro Rojo no explican ni miden el impacto de ESG en las valoraciones, ni cómo ajustar el valor de mercado. Sin embargo, resaltan que **el valorador debe considerar el impacto de los factores ESG si estos son cuantificables y la información recibida es adecuada y suficiente**. En particular, la sección VPGA 8 del Libro Rojo enumera factores ESG relevantes que se deben tener en cuenta cuando existan pruebas de su impacto en el valor.

Dado que el Libro Rojo no responde directamente a la pregunta sobre cuánto incrementa el valor de un inmueble por cada euro gastado en ESG, abordaremos esta cuestión analizando los impactos en cada variable de valor.

2. Criterios ESG en el mercado inmobiliario: ¿dónde estamos?

El sector inmobiliario es uno de los mayores consumidores de recursos a nivel mundial y uno de los que más gases de efecto invernadero emiten durante todas las fases del ciclo de vida del edificio (entre el 25% y el 40% de las emisiones mundiales). Por ello, se enfrenta a **importantes retos para cumplir con el objetivo climático recomendado por la UE para 2040.**

La entrada en vigor del Reglamento de Taxonomía (Reglamento (UE) 2020/852) ha sido un hito importante para alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible. Entre sus propósitos destacan la reducción del consumo de energía y de los gases de efecto invernadero, lo que otorga al sector de la construcción un papel fundamental por su capacidad de consumo y las emisiones que genera.

El marco regulatorio vinculado con ESG evoluciona constantemente, resultando confuso y a veces abrumador adaptar los requisitos normativos al día a día del sector. En este contexto, diversas entidades (asociaciones, organismos públicos y privados, empresas, etc.), incluida RICS, están **desarrollando iniciativas para entender y aprovechar la legislación vigente, impulsando la inversión sostenible y aportando mayor transparencia y consistencia al reporte en materia de sostenibilidad.**

Estas iniciativas buscan alinear el mercado inmobiliario con los criterios de Sostenibilidad/ESG mediante una serie de indicadores que ayudan a identificar los posibles riesgos asociados. Este proceso podría dividirse en dos categorías:

- Identificar a los agentes que pueden evaluar, informar y adaptar la toma de

decisiones relacionadas con las emisiones de carbono.

- Adaptar y trasladar las normativas europeas a las condiciones locales, aplicando los códigos y estándares a los recursos y contextos específicos de cada proyecto de construcción.

Para alcanzar los objetivos climáticos y de descarbonización establecidos por la UE, es necesario **emplear un enfoque holístico que defina la cadena de valor de la construcción.** Los estudios publicados sugieren que el análisis debería realizarse en tres niveles principales: regulación, agentes y servicios.

Actualmente, existen alrededor de 15 regulaciones, normativas y estándares diferentes vinculados con sostenibilidad (Taxonomía, SFDR, EPBD, CSRD y TCFD), para los que están en marcha unas 25 iniciativas.

3. Normativa presente y futura a considerar

Simplificando las numerosas regulaciones aplicables al sector inmobiliario, podríamos centrarnos en las siguientes:

- Directiva europea de la eficiencia energética en edificios (EPBD)
- Reglamento de Taxonomía
- Información sobre sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (SFDR)

De estas regulaciones, se extraen los siguientes puntos que afectan directamente al sector inmobiliario y que deben implementarse lo antes posible:

- nZEB – Edificios de consumo de energía casi nulo
- ZEB – Edificios de cero emisiones
- Criterios en nueva construcción
- Criterios de adquisición y propiedad de los edificios
- Criterios de renovación en edificios existentes

- Exposición a combustibles fósiles a través de activos inmobiliarios
- Exposición a ineficiencia energética en activos inmobiliarios
- Emisiones de gases de efecto invernadero
- Intensidad de consumo de energía

La mayoría de estas regulaciones son de carácter técnico y deben ser consideradas por propietarios y compradores. Sin embargo, cabe destacar una que afecta también a inquilinos e inversores, así como al potencial de arrendamiento y venta de un inmueble: la Directiva sobre Eficiencia Energética (EPBD).

Esta directiva establece que los edificios deberán cumplir con estándares mínimos de eficiencia energética para poder ser alquilados o vendidos en el futuro. Específicamente, determina que:

- En 2030, los edificios residenciales deberán tener al menos una calificación energética "E" y, en 2033, subirá a "D".
- En 2030, los edificios no residenciales deberán superar el 16% de los peores rendimientos energéticos, y en 2033 el umbral aumentará al 26%. Esto significa que los edificios con peor comportamiento energético deberán ser renovados o adaptados para cumplir con los estándares mínimos para su alquiler o venta.

Su cumplimiento será obligatorio en 5-8 años, por lo que cualquier potencial comprador/inversor de inmuebles deberá estimar un Capex a lo largo de los años que le permita seguir alquilando y rentabilizando el inmueble en el futuro y, finalmente, poder venderlo a unos niveles de rentabilidad adecuados.

4. Reto actual: cálculo empírico del impacto de ESG

El principal desafío para los valoradores es analizar los activos desde un punto de vista holístico, incluyendo los aspectos ESG en sus conclusiones. Hasta que el mercado no disponga de datos suficientes, fiables y comparables, resulta muy difícil establecer tendencias de mercado en relación con el cumplimiento de los criterios ESG.

Para poder analizar e incorporar los aspectos ESG en las valoraciones, sería necesario acceder a información muy variada, relacionada con:

- La contribución al desarrollo sostenible general
- La contribución al desarrollo social
- La contribución a la protección ambiental: huella de carbono, recursos, impacto positivo/negativo, nivel/importe de sanciones, nivel de satisfacción de los usuarios y/o inquilinos, disponibilidad de certificado/sello energético, grado de cumplimiento de los requisitos operativos legales ESG, valor social/público, valor ambiental, valor cultural, valor imagen, factores de éxito económico y reputación, entre otros.

Además, una valoración que incluya criterios ESG basará sus conclusiones en la verificación de distintos riesgos: técnicos, ambientales / climáticos, económicos / financieros, reputacionales y otros de carácter cualitativo.

Actualmente, ni los propietarios/inversores, ni ocupantes/inquilinos, ni Administraciones, ni financiadores, ni otros actores del mercado disponen y/o publican toda la información ESG requerida. Dado que el proceso de compilación y análisis del parque inmobiliario se estima largo y que los valoradores deben trabajar con información fiable y actualizada, se prevé una asimilación gradual de los factores ESG en las valoraciones a lo largo de los próximos años.

Impacto ESG en las variables de valoración

Cuando un propietario/fondo/gestor tiene que tomar decisiones sobre la inversión en Capex ESG en una propiedad es necesario medir el impacto de la inversión en el valor del inmueble

y se encuentran, ellos y los valoradores, ante la dificultad de aislarlo.

Una forma de intentar medir el impacto de ESG en el valor de un inmueble consiste en desgranar en cada una de las variables su impacto individualizado. A continuación, vamos a ver los impactos de ESG en cada variable (5):

a) Ingresos brutos de arrendamiento (las rentas)

Tomando como ejemplo un edificio de oficinas, las rentas contratadas se negocian considerando los parámetros del inmueble demandados por los inquilinos. La ubicación suele ser clave para determinar los rangos de rentas, además de otros factores.

Los edificios de oficinas se clasifican en el mercado por grados (A+, A, B, C o D), según los criterios que habitualmente demandan los ocupantes: ubicación, accesibilidad, luminosidad, modernidad, planta optimizada, representatividad, sostenibilidad, etc. Un edificio puede percibirse como Prime o incluso "Super-Prime" aunque no sea 100% eficiente energéticamente, y viceversa.

En general, las empresas, cuando desean cambiar de edificio, buscan uno igual o mejor que en el que estaban y están dispuestas a pagar una mayor renta. Por lo tanto, dentro de una misma zona con igual intervalo de rentas, los edificios más modernos, reformados, atractivos, eficientes y certificados serán los que consigan atraer una mayor demanda.

Asimismo, hay inquilinos cuyas políticas internas (CSR) les obligan a alquilar espacios en edificios que cumplan determinados criterios ESG. Sin embargo, **aún es difícil distinguir qué porcentaje de la decisión de alquilar y pagar una renta ha venido por el cumplimiento de ESG versus otros factores.**

La pregunta que surge es: ¿una obra de rehabilitación/modernización se puede considerar 100% ESG o solo una parte? Y del Capex invertido, ¿cuánto corresponde a ESG y cuánto puede explicar el mayor ingreso vía rentas del activo al fin de la obra? Aunque sabemos que el impacto ESG en términos de ingresos es claramente positivo, es muy difícil

medir exactamente cuánto es atribuible a ESG y cuánto a otros factores.

b) Desocupación (vacancy)

Un edificio bien ubicado, moderno y atractivo tendrá más capacidad de atracción respecto a sus competidores y, por lo tanto, su tasa de desocupación y rotación será inferior. Esto se cumple la mayoría de las veces salvo en mercados muy tensionados en los que las tasas medias de desocupación son muy bajas y la demanda es tan fuerte que prácticamente todos los inmuebles de una zona se alquilan muy rápidamente. O bien es una zona (ubicación) que por algún motivo ha perdido atractivo y, aunque los activos sean nuevos y modernos, no hay empresas interesadas en esa zona.

Si obviamos los escenarios más extremos, está demostrado que los edificios A+, A y B tienen tasas de desocupación y rotación más bajas que los edificios de peor categoría en su zona. Esto afecta directamente a tres variables: pérdidas de rentas, pérdidas de gastos de comunidad y pérdidas de IBI (Impuesto de Bienes Inmuebles).

La inversión en Capex que aumente la calificación (A+, A, B, C o D) de un edificio supone un incremento de los ingresos netos vía disminución de las tasas de desocupación y rotación, cuando dicha inversión es percibida por el cliente y siempre que el mercado no esté distorsionado.

c) Gastos de comunidad

En la mayoría de los edificios terciarios, los gastos de comunidad se repercuten a los inquilinos. Si mediante inversión en Capex técnico (que suele estar en línea con ESG) se mejora la eficiencia, se consigue disminuir los consumos e incluso generar ingresos que reduzcan el presupuesto de gastos, ese inmueble podrá competir ofreciendo ratios €/m²/mes de gastos más bajos. Incluso se podrá subir la partida de rentas manteniendo el esfuerzo del inquilino en línea con la zona.

La reducción de gastos de comunidad incide en el valor del activo por varias vías: mejor atracción de inquilinos y mayor ocupación, potencial subida de rentas, y menores pérdidas por desocupación.

En este caso, el beneficio monetario de invertir en Capex técnico es cuantificable. Los equipos técnicos pueden informar exhaustivamente de los retornos de las inversiones, y el analista puede reflejar en diferentes líneas del flujo de caja el impacto de la inversión a lo largo del tiempo en los ingresos netos. Por esta vía, **podemos afirmar que el Capex ESG invertido incrementa los ingresos netos y se puede medir su impacto.**

d) Financiación

Cada vez más entidades financiadoras están enfocadas en préstamos verdes. Los activos que mejor cumplan con las directivas de Sostenibilidad y que dispongan de certificaciones y planes de contingencia ante la obsolescencia tendrán mejor acceso a financiación (en cantidad y en calidad de las condiciones).

Esto mejora directamente el flujo de caja apalancado e incluso variables como el yield. Un activo financiable se podrá vender mejor en el mercado que otro que no lo es y al que sólo pueden acceder ciertos tipos de capital más oportunistas (que suelen buscar yields más altos y, en consecuencia, valores más bajos).

Por lo tanto, **cada euro invertido en ESG tendrá una incidencia positiva en la financiación del inmueble y, con ello, en el precio que estén dispuestos a pagar los compradores interesados.**

e) Rentabilidades (yields)

Los inversores se clasifican generalmente como: Core, Core-plus, Value-add y Oportunistas, según su tolerancia al riesgo al invertir en un inmueble. Los inversores Core son los más adversos al riesgo, mientras que los Oportunistas son los que aceptan mayor riesgo. Esto implica que cuando están ante una oportunidad de compra harán una oferta con el mínimo *yield* que pueden aceptar para que la operación cumpla con su estrategia inversora. Ese *yield inicial* también está vinculado a un *yield de salida (de venta)* y a una TIR sin apalancar (y apalancada), y todas estas variables reflejan los riesgos implícitos del activo (riesgo país, riesgo sector, riesgo activo, riesgo contractual, riesgo obsolescencia, etc.).

Un activo ubicado en una zona Prime, reformado, atractivo, ocupado por inquilinos solventes y que cumple con criterios ESG, tendrá un riesgo menor. En consecuencia, es probable que un inversor ofrezca un yield lo más ajustado a la baja posible para ganar la compra. Por lo tanto, podemos decir que **invertir en Capex ESG puede reducir los riesgos y comprimir el yield.**

Sin embargo, es importante señalar que no siempre se cumple que invertir en ESG reduzca automáticamente el yield. Hay otros factores que pueden aumentar esta ratio, como el aumento de los tipos de interés, los bonos, la inflación, la prima de riesgo o la incertidumbre del mercado, que pueden contrarrestar las mejoras logradas con ESG.

Estudio de los comparables

En el caso de activos con múltiples arrendatarios, el estudio de transacciones en el mercado suele ser un indicador del yield inicial que se ha pagado por un activo. Este se calcula estimando un ingreso neto razonable y el precio de la transacción.

Sin embargo, en un mercado inmobiliario con limitaciones de transparencia, como el español, es difícil estar completamente seguros de que los datos de la transacción sean fiables o incluso existan. Es común que se desconozca el ingreso neto exacto, por lo que los valoradores deben estimarlo, al igual que el Capex futuro necesario y el precio pagado.

Con estos datos estimados, se calcula el yield y la repercusión en €/m², pero con muchas incertidumbres. Surge entonces la pregunta: ¿Cómo determinar si la inversión en ESG realizada por el vendedor de un inmueble ha impactado en el precio pagado por el comprador y en qué medida? Actualmente, esto es difícil de determinar.

Por lo tanto, ante transacciones en la misma zona de edificios con la misma categoría aparente, **no se puede desglosar el impacto ESG en las operaciones porque las características específicas de cada propiedad y cada negociación no son públicas.**

Desde nuestra perspectiva, los propietarios irán desarrollando herramientas para medir y monitorizar adecuadamente los parámetros

ESG. Con el tiempo, esta información se irá haciendo pública a través de financiaciones y transacciones, a menos que algún cambio legislativo obligue a los propietarios a desglosar y publicar toda la información referente a sus inmuebles y las transacciones.

Determinación del valor de mercado

De forma simplificada, podemos decir que el valor de mercado es una función de los ingresos netos y del yield. Por lo tanto, todo aquello que mejore los ingresos (incremento de ingresos y/o disminución de gastos) y todo lo que disminuya el yield (prima de riesgo, tipo de interés, inflación, riesgo del inmueble, alta demanda por parte de inversores, etc.), incrementará el valor de mercado del inmueble (ajustando la cifra con el Capex necesario).

En general, invertir en mejorar los indicadores ESG incrementa el valor de mercado del activo a medio y largo plazo. Sin embargo, hay situaciones que podrían afectar a los esfuerzos realizados en ESG, como, por ejemplo:

- En mercados muy activos, donde los inversores compiten intensamente para comprar activos, podrían ofertarse yields muy ajustados a pesar de que el inmueble no cumpla con criterios ESG.
- En mercados con poca actividad, donde no hay compradores interesados, podría ocurrir que los edificios con mejores características no despierten el interés esperado. Esta situación se agrava cuando tienen tasas de desocupación muy altas, sin perspectivas de mejora a corto plazo, incluso cuando son edificios nuevos.
- En edificios que requieren reforma y/o reconversión, la inversión en Capex es defensiva, para evitar la obsolescencia y mejorar su competitividad en el mercado. No será tanto una inversión que incremente el valor como una que evite una caída futura.

Por lo anterior, podemos afirmar que, en la gran mayoría de los casos, el impacto ESG en el valor es positivo a medio/largo plazo, aunque siempre dependerá de las circunstancias del mercado.

5. Conclusiones

En resumen, las empresas constructoras son cada vez más conscientes de su contribución a las emisiones mundiales y se enfrentan a la presión de inversores, bancos, aseguradoras, reguladores y consumidores para mitigar su riesgo climático y encontrar nuevas soluciones para reducir su huella de carbono. Como respuesta, la industria está impulsando avances para abordar estas preocupaciones.

Estamos en el camino correcto, pero para afrontarlo con profesionalidad **es imprescindible recopilar datos y así tener la capacidad de transformar la información cuantitativa y cualitativa en datos empíricos medibles.**

Todos somos conscientes de las ventajas que puede aportar la inversión en Sostenibilidad, sobre todo en las partes que los clientes/inquilinos pueden percibir y que mejoran su experiencia, y en las partes cuyo efecto se puede medir como ahorro de costes o generación de ingresos.

Actualmente, la sostenibilidad está entrando transversalmente en la forma en la que se diseñan, proyectan, construyen, alquilan y venden los activos inmobiliarios, junto con otros aspectos más sociales y de gobernanza, y su impacto está siendo positivo, de forma directa e indirecta.

Con el tiempo, **los criterios ESG estarán totalmente asimilados a los requisitos del mercado y se analizarán dentro del conjunto de información disponible.**

Referencias

The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) (2024), "RICS Valuation – Global Standards (Red Book)"

The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) (2023), "Whole life carbon assessment (WLCA) for the built environment"

The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) (2024), “The future of real estate valuations: The impact of ESG”

The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) (2024), “RICS Sustainability report”.

Directivas:

- ZEB – Edificios cero emisiones. Directiva 2024/2175 (EPBD)
- Criterios en nueva construcción – Regulación (EU) 2020/852
- Criterios de adquisición y propiedad de los edificios - Regulación (EU) 2020/852
- Criterios de renovación en edificios existentes - Regulación (EU) 2020/852
- Exposición a combustibles fósiles a través de activos inmobiliarios – Regulación (EU) 2019/2088
- Exposición a ineficiencia energética en activos inmobiliarios - Regulación (EU) 2019/2088
- Emisiones GHG - Regulación (EU) 2019/2088
- Intensidad de consumo de energía - Regulación (EU) 2019/2088

Nota biográfica

Laura Casillas Barragán, MRICS

Con más de dos décadas de experiencia en consultoría y valoración de propiedades, lidero el Grupo ESG de RICS en España y soy miembro del Consejo Asesor de RICS. Nuestra misión es comunicar e integrar las prácticas sostenibles publicadas por RICS en el sector inmobiliario español, reflejando mi compromiso con la innovación y la responsabilidad corporativa. En RICS, hemos establecido el estándar para la implementación de estrategias de sostenibilidad, promoviendo la transparencia y la ética en las valoraciones y operaciones inmobiliarias.

Mis habilidades en coordinación de proyectos y pedagogía me han permitido influir positivamente en la industria y en los equipos que he dirigido en mi anterior puesto como Socio de V&A en C&W España. Nos enfocamos en la valoración de activos bajo estándares RICS para la seguridad de préstamos bancarios, contabilidad y consultoría en adquisiciones y Due Diligence. A través de nuestro trabajo, hemos contribuido a la toma de decisiones estratégicas fundamentadas y al éxito de importantes proyectos inmobiliarios en España. Mi liderazgo se basa en la colaboración, el respeto mutuo, el intercambio de información, el conocimiento experto y una visión a largo plazo.

He dedicado años a equilibrar mis responsabilidades como consultor estratégico con la enseñanza en programas de máster especializados en el sector inmobiliario en instituciones prestigiosas como la Universidad Politécnica de Valencia (UPV) y IE Business School.

Leticia Pérez Galán, MRICS

Más de 15 años de experiencia en Valoraciones y Consultoría inmobiliaria, Soy miembro del Grupo ESG de RICS en España y EMEA. desde 2022. En 2020 colaboré en la redacción de “Guidance note 3rd Edition 2021: Sustainability and ESG in Commercial Property Valuation and Strategic Advice” de RICS y en 2019 tuve la oportunidad de asistir al Comité de Valoraciones organizado por EMF-ECBC (Energy Efficient Mortgages Initiative - European Covered Bond Council) en Bruselas.

Todo ello unido a mi participación junto con líderes visionarios en la implementación del análisis holístico de los activos, empleando estrategias que incrementan la productividad e impulsan el éxito organizacional, me ha permitido adquirir una perspectiva única y valiosa sobre el análisis del sector inmobiliario especializada en el impacto de la Sostenibilidad en el valor de los activos.