

Los proyectos público-privados de vivienda asequible con vocación infraestructural necesitan de un marco jurídico y fiscal estatal que no acaba de llegar. ¿Habrá desborde foral?

Affordable public/private housing projects with an infrastructure vocation require an as-yet undeveloped state legal and fiscal framework. Can provincial authorities cope?

Javier Burón Cuadrado

*Gerente de Nasuvinsa
(Gobierno de Navarra)*

DOI: <https://doi.org/10.69810/ekz.1539>

Fecha de entrada: 15/02/2026 Fecha de aceptación: 10/03/2026

Si el acceso a la vivienda es uno de los mayores problemas sociales del país, si existe un amplio consenso sobre la necesidad de disponer de un parque público y público-privado de alquiler asequible que sea permanentemente arrendado a precios moderados y si es indudable que una parte del mismo surgirá por obra nueva, ¿por qué es casi imposible encontrar capital verdaderamente “core” o capital infraestructural (“infra”) para proyectos público-privados con este fin?¹

En principio, Euskadi y España disponen de un tejido de empresas promotoras, constructoras, rehabilitadoras y gestoras capaces de hacerse cargo de su parte de esta tarea. De la misma manera, aunque no abundan las empresas públicas de vivienda profesionales, potentes y con experiencia dilatada, estas cada día son más

¹ Nota aclaratoria del editor: En la clasificación habitual de la inversión inmobiliaria, el capital “core” se dirige a activos estabilizados, con baja volatilidad, contratos de larga duración y flujos de caja pre-visibles. El capital “core plus” asume un nivel moderado de riesgo adicional, generalmente asociado a mejoras operativas o reposicionamiento de activos. Por su parte, el capital “infraestructural” (“infra”) opera con horizontes de inversión muy largos, retornos estables y una fuerte dependencia de marcos regulatorios predecibles, como ocurre en concesiones de infraestructuras físicas o sociales.

numerosas, y las vascas y navarras son señeras. Tanto las *family offices* locales como los fondos estatales y extranjeros disponen de una liquidez amplia. Por su parte, las Administraciones Públicas están relativamente saneadas en comparación con décadas anteriores y existe un flujo relevante de medios económicos estatales y comunitarios puesto a disposición de este fin. Parece que disponemos de las principales herramientas necesarias. Pero algo sucede, pues no superamos la fase de los pilotos de futuro incierto.

Recientemente, el diario *Cinco Días* cifraba en 440.000 millones de euros los fondos levantados por la inversión inmobiliaria en España, siendo un 20 % de ese total dinero no oportunista, “core” o “core plus”, el más susceptible de ser capital “infra” (Simón, 2026). Como es evidente, el residencial es solo uno de los posibles destinos de estos fondos inmobiliarios. Y dentro de este rubro, la vivienda protegida de alquiler, a día de hoy, solo juega un papel menor. Sea como fuere, del potencial de más de 80.000 millones de capital inmobiliario “core” y “core plus”, hoy solo una mínima parte se está dedicando al alquiler asequible por colaboración público-privada.

Estamos muy lejos de configurar lo que necesitamos: una infraestructura pública y público-privada de vivienda permanentemente social y asequible. Describiré los diferentes marcos mentales y los juegos de intereses (legítimos) que he observado en el sector privado a lo largo de más de veinte años de gestión, en tres comunidades autónomas, al frente de empresas públicas que aspiraban a una colaboración público-privada verdaderamente simbiótica —y no parasitaria, en el sentido señalado por Mazzucato (2013)—. Prestaré especial atención a la situación actual, a inicios de 2026.

En primer lugar, el sector promotor privado, con excepciones, considera la existencia tanto de empresas públicas como de programas públicos de vivienda prácticamente como una distorsión a la libre competencia. Preferirían que no existieran. No creen que aporten valor, salvo el de atender de forma pretendidamente ineficiente a población en riesgo de pobreza. Aspiran a un planeamiento urbanístico ágil, a licencias rápidas, a suelos privados abundantes y a solares públicos gratuitos que les permitan diseñar operaciones puramente de mercado. Es decir, enfocados al *Build To Sell* y a un *Build To Rent* caro y temporal. En ocasiones, acompañado todo ello de elementos sociales simbólicos y de corto recorrido.

Obviamente no todo el mundo de la promoción privada opera bajo estos parámetros. Hay promotores altamente profesionales, realistas y dispuestos a cooperar con la Administración en proyectos conjuntos, mezclando capital, decisión estratégica y operativa táctica.

Por su parte, la mayor parte de las empresas de construcción, aún más locales que las promotoras, están centradas en su especialidad: construir y rehabilitar. Pero

ni tienen la experiencia ni la vocación de gestores a largo plazo de activos inmobiliarios y de las personas que los habitan.

En muchas CC. AA., entre ellas Euskadi y Navarra, existe una tipología híbrida de empresa relevante: las promotoras-constructoras. En unos proyectos asumen el riesgo promotor; en otros actúan como constructoras para terceros o para sus propios desarrollos. Integran saberes y compactan, en uno solo, los márgenes de dos negocios distintos. Siendo muchas de ellas extraordinariamente profesionales y conocedoras del mercado local son, sin embargo, entidades poco adecuadas para la tarea que se requiere: construir o rehabilitar edificios destinados al alquiler a largo plazo, lo que implica gestionar durante décadas tanto activos como personas.

Nuestros promotores, constructores y promotores-constructores no están estructuralmente equipados para la gestión a largo plazo de amplios parques de vivienda protegida de alquiler. No disponen del capital necesario para ello, ni de la tecnología ni de la experiencia específica. Y, en este punto radica el núcleo del problema: unos no pueden, y otros que afirman poder en muchos casos no responden realmente al perfil de capital de largo plazo que el proyecto exige.

Los fondos extranjeros que han desembarcado en nuestros mercados locales de vivienda, así como las *family offices* domésticas que operan en ellos, tienden a invertir con horizontes relativamente cortos (3, 5 o, a lo sumo, 7 años). Además, buscan que el riesgo promotor —y con mayor motivo el riesgo rehabilitador— sea asumido por otros operadores. Y aspiran a tasas de beneficio próximas a las de la vivienda de mercado en las operaciones con la Administración.

De este modo surgen operadores oportunistas que, frente a la Administración licitante, se presentan como inversores de largo plazo y, ante los verdaderos fondos institucionales, actúan como intermediarios oportunistas y caros que, una vez ganada la licitación, se dan prisa para construir como sea los lotes de vivienda licitada y transferir estos activos tras la construcción a otro operador. Se producen así sucesivos “pases” entre empresas, anticipando beneficios mediante dividendos, honorarios y comisiones, o comprometiendo la calidad y viabilidad estructural de las operaciones.

Todo sea dicho, las licitaciones públicas tampoco suelen ayudar mucho. Algunas creen estar contratando obra cuando la clave es la gestión. Otras suponen que licitar suelo con un canon simbólico equivale a permitir un negocio extraordinario, cuando alquilando a precios de VPO solo se pueden obtener retornos modestos. Y casi todas se esfuerzan en buscar empresas promotoras y constructoras, cuando, en realidad, lo que limita verdaderamente el desarrollo de estos proyectos es la disponibilidad de capital ‘core’ o ‘infra’.

El cuello de botella y recurso difícil de seducir es, por tanto, el capital ‘core’ o ‘infra’. Se me dirá que esto no es más que el devenir lógico de los acontecimientos, donde unas empresas ganan las licitaciones y otras compran después los paquetes de VPO ya contruidos para gestionarlos a largo plazo. Se me dirá también que la figura del promotor con ánimo de lucro que vende edificios recién contruidos a un proveedor tenedor final con ánimo de lucro limitado es utilizada en Europa sin complejos. Y todo ello es correcto y sería aplicable a nuestra realidad si los fondos que compran estos paquetes fuesen fondos “core” o “infra” verdaderos. Pero en no pocos casos asistimos a sucesivos “pases” entre empresas, apropiándose de los beneficios futuros de las operaciones, a fuerza de absorber anticipadamente dividendos, *fees* y comisiones. O simplemente haciendo colapsar las operaciones prematuramente en forma de viviendas de mala calidad y alto precio, con porcentajes de renuncias altas entre las personas que figuran ante las Administraciones como demandantes de vivienda protegida de alquiler. Y que deberían de ser el foco de todos estos esfuerzos. El cliente siempre en el centro... Se dispone de fondos suficientes, pero son también necesarios operadores actuando como vehículos capitalizados para el largo plazo en los que el capital “core” e “infra” pueda salir y permanecer. Sin embargo, como operadores intervienen vendedores y revendedores que, lejos de ayudar a solucionar el problema, hacen los alquileres más caros por el carrusel de *fees* muchas veces más basados en la proximidad al BOE que en el aporte de valor mercantil real. El resultado es una cadena de intermediación que encarece los proyectos y erosiona su sostenibilidad económica.

Todo lo anterior no impide reconocer que muchos problemas se produzcan también por motivos ajenos a los mercados: por el inmenso desorden de los incentivos públicos y las reglas de juego fijadas por las Administraciones para este tipo de proyectos. En primer lugar, las cesiones de suelo público en derecho de superficie a varias décadas a las empresas privadas que ganan las licitaciones a los ojos de Hacienda son prestaciones de servicios y tributan en el Impuesto sobre Valor Añadido (IVA) de forma altamente onerosa. Una mano del Estado facilita suelo gratis y subvenciones para generar vivienda protegida de alquiler asequible y otra mano del mismo Estado recauda. En muchas ocasiones esta carga fiscal es superior a las subvenciones a fondo perdido que las administraciones europea, estatal, autonómicas y locales destinan a estos proyectos. En mis años en el sector público me ha tocado trabajar con las cinco haciendas públicas y, hasta la fecha, no hemos conseguido ningún avance: los proyectos de vivienda protegida de alquiler por colaboración público-privada, que no se pueden hacer si no hay suelo público, tributan por encima de las subvenciones que pudieran recibir. Y, por supuesto, tributan muy por encima de otros proyectos inmobiliarios privados, muchos de ellos altamente lucrativos y de corto plazo.

No es tampoco un problema menor que en la fijación de precios oficiales de los alquileres a cobrar en estos proyectos, así como en sus índices de actualización

anual, algunas administraciones desconozcan que los guarismos excesivamente sociales impiden que cuadren los números. En el caso de iniciativas financiadas mediante proyectos de colaboración público-privada no estamos ante proyectos de vivienda social, sino de vivienda protegida de alquiler asequible, y sus inquilinos deben ser capaces de pagar con sus salarios los precios. Y estos, a su vez, cubrir los costes. Desgraciadamente, muchas veces se produce el conocido fenómeno en el sector público de que “el 100 % de 0 es 0”. Nadie arriesga su dinero privado si lo fundamental del negocio (costes vs. ingresos típicos) está desequilibrado. Ni siquiera las empresas públicas (al menos voluntariamente), pues si pierden dinero dos años seguidos, corren el riesgo de ser primero intervenidas y, después, liquidadas.

Por si lo anterior no fuera poco, en un momento en el que, por fin, después de décadas de penurias, tenemos suelos públicos a disposición, subvenciones a fondo perdido de diverso tipo e incluso financiación pública (ICO, BEI, Institut Català de Finances, etc.) a largo plazo (aunque aún demasiado cara), los requisitos de acceso a los tres recursos no coinciden, e incluso pueden ser incompatibles entre sí. La lógica económica dice que, si una empresa, o un conjunto de diversos licitadores, han ganado un concurso público para usar durante 50, 75 o 90 años un suelo público, eso, por sí mismo, debería dar acceso automático a las subvenciones públicas disponibles y pre-cualificar para financiación de la banca pública. La realidad es que son tres procesos separados y el cumplimiento de un requisito en uno de los tres puede dificultar o impedir el acceso a alguno de los otros dos recursos. Y, además, volvamos a la madre de todos los problemas, sigue siendo muy complicado acceder a capital adecuado para este tipo de proyectos de varias décadas de duración.

Tan es así que el ICO, a través de AXIS, y el BEI a través del Fondo de Resiliencia Autonómica (FRA), están intentando inyectar cientos de millones de capital a empresas privadas que tengan o puedan llegar a tener cartera de proyectos de *permanent affordable rental housing*. Capital público tranquilo para empresas privadas no ansiosas. Es un paso de sumo interés y, obviamente de ayuda que, a través de instrumentos de capital de riesgo público se intente reforzar la capitalización de vehículos privados que sean capaces de construir y gestionar a largo plazo paquetes relevantes de vivienda protegida de alquiler asequible.

Cuadrar el puzle de “suelos, precios alquileres (y sistema de actualización), requisitos de renta de los futuros inquilinos, subvenciones y financiación pública” requiere tozudez, creatividad y, a veces, hasta contorsionismo por parte de los gestores públicos y empresas privadas que están queriendo llevar a cabo un proyecto conjunto y colaborativo. Pero los marcos mentales de muchos actores privados y el rosario de impedimentos creados involuntariamente por las administraciones siguen impidiendo que despeguemos.

En el sector privado hay negocios inmobiliarios mucho más seguros y con tasas de beneficios más altos, con lo que en el sector del *Build-to-Rent* mediante proyectos de colaboración público-privada vemos más oportunistas que jugadores de largo plazo, con todas las distorsiones que ello supone. Y en el sector público, visto lo visto, cada día más personas con responsabilidad de gerencia se refugian en los proyectos de promoción pública directa, sin duda necesarios, pero insuficientes, dado el reto que enfrentamos.

¿Cómo cortar el nudo gordiano? En primer lugar, necesitamos una norma con rango de ley estatal que regule el marco legal y fiscal de las inversiones privadas en vivienda protegida de alquiler a largo plazo, todo ello con una visión de atraer con realismo y pragmatismo inversión privada infraestructural. Anhelamos las *Housing Associations* a la española. Buscamos las REITs y EDAVs especializadas en vivienda protegida de alquiler asequible. Se hace en otros países de la UE y no hay excusa para que no lo estemos haciendo en Euskadi y España. Obviamente en nada ayuda la actual “bantustanización” del Congreso de los Diputados, que quizás podría ser parcialmente superada por una actitud proactiva de las Haciendas Forales vascas y navarra (¿EDAVs forales especializadas en alquiler a largo plazo de VPO?) y/o por una regulación reglamentaria ministerial creativa de las Sociedades de Beneficio e Interés Común (conocidas como SBIC), reguladas en Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas.

Y, en segundo lugar, el conjunto de recursos y decisiones públicas que afectan a estos proyectos (derecho de superficie de los suelos, subvenciones, precios y niveles de renta de las personas inquilinas, financiación y capital públicos) deben estar alineados y se deben poder solicitar en bloque y resolver sincrónica y conjuntamente, sin tener que sufrir un descorazonador viacrucis por diversas administraciones autistas.

¿Veremos alguna de estas cosas en los meses y años futuros? Con toda seguridad. Son necesarias. Y la presión social y mercantil será cada día que pasa más fuerte.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Mazzucato, M. (2013). The entrepreneurial state: debunking public vs. private sector myths. *Anthem Press*.

Simón, A. (2026). Los inversores se refugian en el inmobiliario y acumulan 440.000 millones para

compras a nivel global. *Cinco Días* (5 de febrero de 2026) <https://cincodias.elpais.com/companias/2026-02-05/los-inversores-se-refugian-en-el-inmobiliario-y-acumulan-440000-millones-para-compras-a-nivel-global.html>

GLOSARIO DE TÉRMINOS

Affordable rental housing (alquiler asequible)

Vivienda de alquiler con precios por debajo del mercado libre, pero no necesariamente dirigida a situaciones de exclusión social.

AXIS Participaciones Empresariales

Sociedad gestora de capital riesgo del Instituto de Crédito Oficial (ICO).

BEI (Banco Europeo de Inversiones)

Institución financiera de la Unión Europea que financia proyectos de interés estratégico.

Build-to-Rent (BTR)

Modelo de promoción inmobiliaria concebido desde su origen para explotación en alquiler, no para venta inmediata.

Build-to-Sell (BTS)

Modelo de promoción residencial orientado a la venta de las viviendas una vez finalizada la construcción.

Capital “core”

Inversión inmobiliaria orientada a activos estabilizados, con bajo perfil de riesgo, rentas recurrentes y horizontes de mantenimiento prolongados.

Capital “core plus”

Inversión con riesgo moderado que combina estabilidad con potencial de mejora operativa o de rentabilidad.

Capital infraestructural (“infra”)

Capital invertido en activos estratégicos con horizontes de muy largo plazo, retornos relativamente estables y fuerte dependencia de estabilidad regulatoria.

Derecho de superficie

Figura jurídica que permite a un tercero construir o explotar un inmueble sobre suelo público o privado durante un plazo determinado, sin adquirir la propiedad del suelo.

Family office

Estructura privada que gestiona el patrimonio de una familia o grupo reducido de inversores.

Housing Associations

Entidades sin ánimo de lucro muy habituales en países como el Reino Unido o Países Bajos que construyen, gestionan y mantienen vivienda social o asequible en alquiler a largo plazo, con fuerte regulación pública y vocación permanente.

ICO (Instituto de Crédito Oficial)

Entidad pública empresarial española que canaliza financiación pública hacia empresas y proyectos estratégicos.

REIT / EDAV

Vehículos societarios especializados en inversión inmobiliaria con ventajas fiscales. En España, las SOCIMI son su equivalente más conocido.

SOCIMI / REIT (vehículos inmobiliarios cotizados)

Sociedades de inversión inmobiliaria con régimen fiscal específico, orientadas a la tenencia y gestión profesionalizada de activos en alquiler.

VPO (Vivienda de Protección Oficial)

Vivienda sujeta a regulación pública en cuanto a precio, destinatarios y condiciones de acceso.