



Máster en Dirección de EMPRESAS CONSTRUCTORAS E INMOBILIARIAS (MDI)

TESIS

Emprendimiento Inmobiliario BRISAMAR

Ciudad de MAR DEL PLATA

Pcia de Buenos Aires

Argentina



Cámara
Inmobiliaria
Argentina



UNIVERSIDAD POLITÉCNICA DE MADRID
ESCUELA TÉCNICA SUPERIOR DE ARQUITECTURA
DEPARTAMENTO DE CONSTRUCCIÓN Y TECNOLOGÍA ARQUITECTÓNICAS

Un agradecimiento especial quiero dedicarle a todos los que de alguna u otro forma interactuaron en este último periodo próximo pasado de tres años y medio que fueron una luz en el largo camino recorrido para “tratar” de encontrar respuestas que durante mucho tiempo fueron esquivas.

Las mismas que en muchas ocasiones no fueron brindadas pero si me permitieron aprender las herramientas necesarias para tomar una decisión y elegir un curso de acción.

La idea de escribir siempre estuvo latente. Hoy puedo plasmar ese deseo y hacerlo realidad con un tema integral como es esta tesis. Esto hace redoblar el esfuerzo para que a través de su lectura sea el puntapié inicial para encontrar las respuestas que muchas veces se me hizo dificultoso encontrar.

Gracias a Sergio, Alejandra, Sol, Mónica y mi mamá... que sin ellos hubiera sido imposible alcanzar las metas planteadas

Gracias a todos los que de alguna manera me permitieron aprender algo que me transforme en mejor persona no solo para mi entorno próximo sino para la mayoría en general

ÍNDICE de CONTENIDO	Página
1 PROLOGO	8
2 RESUMEN	9
2.1. Introducción	9
2.2. Definiciones centrales	9
3 FORMULACIÓN del PROBLEMA y PLANTEO de HIPÓTESIS	11
3.1. Objetivos primarios y secundarios	11
3.2. Resultados esperados	12
4 ANÁLISIS del NEGOCIO	12
4.1. Introducción	12
4.2. Análisis económico "argentino"	12
4.2.1. Conclusiones	21
4.3. Situación del sector y expectativas	22
4.4. Ciclo económico	29
5 MACROECONOMÍA	31
5.1. Importancia de su análisis	31
5.2. Desempleo	31
5.3. Inflación y tipo de cambio	32
5.4. Déficit Fiscal	35
5.5. Balanza Comercial	36
5.6. Demanda y Oferta	38
5.6.1. Variables exógenas instrumentadas	38
5.6.1.1. Política fiscal	39
5.6.1.2. Política monetaria	41
5.6.1.2.1. Demanda de dinero	42
5.6.1.2.2. Oferta de dinero	42
5.6.1.2.3. Mercado de dinero y tipo de cambio	45
5.6.1.3. Política económica y la industria de la construcción	46
5.6.1.4. Reflexiones	48
5.6.2. Variables exógenas no instrumentadas	48
5.6.2.1. Crisis europea	48
5.6.2.2. Brasil	49
5.6.2.3. Resto de América latina	49
5.6.2.4. Como afecta el contexto a la Argentina y en especial a la construcción	51
6 MICROECONOMÍA	52
6.1. Introducción	52
6.2. Análisis MACROECONÓMICO del sector en particular	52
6.3. Análisis MACROECONÓMICO del entorno. Factores de impacto	54
6.3.1. Ciudad de emplazamiento del proyecto	54
6.3.2. Entorno propiamente dicho	55
6.3.3. Nuevas inversiones	56
6.3.3.1. Autovía Mar del Plata - Balcarce	56
6.3.3.2. Emisario submarino	57
6.4. Expectativas: Ciudad de Mar del Plata	58
6.5. Consideraciones finales	59
7 CICLO INMOBILIARIO	61
7.1. Introducción	61
7.2. Duración del ciclo inmobiliario 1981/2012-2013	62
7.3. PIB Construcción vs. PIB Inmobiliario	63
7.4. Cuando es conveniente lanzar un producto inmobiliario	69
7.5. Emprendimiento Brisamar y el ciclo	69
8 ESTUDIO de MERCADO	72
8.1. Introducción	72
8.2. Información previa	73
8.3. Análisis de la Oferta	73
8.3.1. Introducción	73
8.3.2. Evolución	74
8.3.3. Descripción	75
8.3.3.1. Oferta de productos en construcción	76
8.3.3.1.1. Competencia primaria	76
8.3.3.1.2. Competencia secundaria	77
8.3.3.1.3. Tipologías relevadas	78

8.3.3.1.4.	Market share	80
8.3.3.1.5.	Estudio de atributos	81
8.3.3.2.	Oferta de productos terminados	82
8.3.3.3.	Análisis de precios	83
8.3.3.4.	Oferta futura	84
8.3.3.5.	Oferta sustituta	86
8.4.	Análisis de la Demanda	87
8.4.1.	Introducción	87
8.4.2.	Factores influyentes	87
8.4.2.1.	Disparadores primarios	88
8.4.2.1.1.	Análisis comparativo	89
8.4.2.2.	Disparadores secundarios	93
8.4.3.	Análisis cuantitativo	93
8.4.3.1.	Demanda efectiva de productos terminados	93
8.4.3.2.	Demanda efectiva de productos en construcción	96
8.4.3.3.	Demanda futura	97
8.4.3.3.1.	Potencial	97
8.4.3.3.2.	Efectiva futura	97
8.4.3.4.	Métodos proyectivos del mercado	98
8.4.3.4.1.	Método de la razón en cadena	99
8.4.3.4.2.	Proyecciones de mercado	99
8.4.3.4.3.	Análisis de regresión simple	99
8.4.3.4.4.	Análisis de regresión múltiple	100
8.4.3.4.5.	Comentario sobre los resultados finales	103
8.4.4.	Análisis cualitativo de la demanda	103
8.4.4.1.	Segmentación de mercado	104
8.4.4.1.1.	Geográfica y por cuota de poder adquisitivo	104
8.4.4.1.2.	Demográfica	104
8.4.5.	Metodologías de análisis de mercado	112
8.4.6.	Teoría sobre la evolución del mercado inmobiliario aplicado al emprendimiento	114
9	ESTUDIO TÉCNICO	114
9.1.	Posibilidades constructivas del terreno	115
9.2.	El producto y su potencialidad	116
9.3.	Aspectos diferenciadores	117
9.4.	Anteproyecto arquitectónico	119
9.4.1.	Plantas tipo, renders 3D y url videos	119
9.4.2.	Diseño de materiales y aspectos técnicos	129
9.4.3.	Calendario de obra y presupuesto	130
10	COSTOS	131
10.1.	Breve análisis	131
10.2.	Clasificación	131
10.2.1.	Por Función	132
10.2.2.	Por Naturaleza	133
10.2.3.	Por Variabilidad	133
10.3.	Análisis del punto de equilibrio	134
10.4.	Conclusiones	137
11	MARKETING INMOBILIARIO	138
11.1.	Introducción	138
11.2.	Conceptos de marketing aplicados al emprendimiento	139
11.3.	Brief comercial	142
12	ORGANIZACIÓN LEGAL e IMPOSITIVA	143
12.1.	Introducción	143
12.2.	Análisis del negocio	144
12.3.	Ventajas del fideicomiso	147
12.3.1.	Herramienta dócil para instrumentar negocios complejos	147
12.3.2.	Separación patrimonial	147
12.3.3.	Financiabilidad	147
12.3.4.	Financiación del proyecto	148
12.3.5.	Identificación de riesgos	148
12.4.	Compra de la tierra	149
12.5.	Esquema de análisis aplicado al proyecto	149
12.6.	Cuestiones jurídicas que afectan al tratamiento tributario	151

12.6.1.	Naturaleza legal del fideicomiso en la Argentina	151
12.6.2.	Breve comentario sobre su aplicación	152
12.6.3.	Nueva clasificación en función al análisis tributario	153
12.6.3.1.	Clasificación desde la realidad económica	154
12.6.3.2.	Implicancias tributarias	154
12.6.3.3.	Encuadre tributario de un fideicomiso	155
12.7.	Aspectos impositivos	156
12.7.1.	Impuesto al valor agregado	156
12.7.2.	Impuesto a las ganancias	157
12.7.2.1.	Fideicomiso mixto	157
12.7.2.2.	Principio de transparencia y neutralidad de la imposición	159
12.7.2.3.	Efectos en el impuesto a las ganancias en cada etapa durante la vigencia del contrato del fideicomiso	159
12.7.2.4.	Impuesto a las ganancias y el proyecto Brisamar	163
12.8.	Planificación fiscal	166
12.8.1.	Fideicomiso puro e impuro	167
12.9.	Aspectos contractuales	168
12.9.1.	Boleto de compra - venta y adhesiones fiduciarios inversores	168
12.9.2.	Estructura jurídica del producto	168
12.9.3.	Funcionamiento y operatividad	169
13	ANÁLISIS de RIESGO	169
13.1.	Importancia de su análisis	169
13.2.	Riesgo en el mercado inmobiliario	169
13.3.	Riesgo y tasa de corte	171
13.4.	Técnicas de simulación aplicadas al análisis de riesgos en proyectos	174
13.4.1.	Simulación de Montecarlo	175
13.5.	Conclusiones	176
14	ANÁLISIS ECONÓMICO Y FINANCIERO	176
14.1.	Introducción teórica relevante	176
14.2.	Ingresos y egresos del proyecto	177
14.3.	Principios financieros fundamentales	178
14.3.1.	Análisis de tasas de descuento de distintos autores	179
14.3.2.	Tasas de descuento para el mercado inmobiliario	194
14.3.2.1.	Tasa de corte sin considerar la inflación	196
14.3.2.2.	Tasa de corte considerando la inflación	197
14.4.	Estrategia de precios y análisis de la competencia	198
14.5.	Propuesto inversor	201
14.5.1.	Historia reciente	202
14.5.2.	Resumen de la propuesta	202
14.6.	Cambio de estrategia de comercialización	207
14.7.	Colorario	208
15	CASH FLOW del PROYECTO	210
15.1.	Introducción	210
15.2.	Esquema de análisis	211
15.3.	VAN y TIR del proyecto	221
15.3.1.	Flujo de fondos ajustado y elección de la tasa de corte	221
15.3.2.	TIR M (modificada)	222
15.4.	Análisis numérico del riesgo	226
15.5.	Análisis de sensibilidad	227
15.5.1.	Ajuste de escenarios propuestos - Método DÉLPHOS	227
15.6.	Análisis estadístico del riesgo	228
15.6.1.	Gráfico de PRE-ventas, costos y riesgo en Brisamar	230
15.7.	Simulación de Montecarlo (Incertidumbre)	231
15.8.	Evaluación de resultados	234
16	EXTINCIÓN del FIDEICOMISO	236
16.1.	Transmisión del dominio	236
17	CONCLUSIONES	236
 ANEXOS		
I	Resumen del proyecto a ser remitido a interesados	238
II	Resumen general de herramientas y argumentos iniciales para vendedores	249
III	Folleto del emprendimiento	251

IV Balance de Sumas y saldos "proyectados" del Flujo de Fondos ajustados	252
V Análisis del Flujo de Fondos "sin ajuste"	256
VI Modelo de Reserva y BOLETO de COMPRA VENTA	260

BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA

<u>Capítulos 1 - 6</u>	271
<u>Capítulos 7 - 11</u>	272
<u>Capítulos 12 -17</u>	273

“En mi vida no he aprendido nada de quien ha estado de acuerdo conmigo”

Dudley Field Malone

1. PRÓLOGO

Mucho trabajo, mucho esfuerzo, muchas ganas. De esta manera empezamos a desarrollar este ambicioso proyecto, hace aproximadamente dos años y medio. Pasaron muchas cosas, muchos cambios y nos hemos adaptado a los mismos.

Creemos que en la vida hay que agradecer, y nos permitimos un espacio especial para hacerlo. En particular, a todos los que confiaron en nosotros y a los que se sumen para lograr alcanzar el resultado final. Y nos detenemos en remarcar la calidad, el entusiasmo y el fuerte compromiso asumido; pilares fundamentales sobre los cuales nos basamos para desarrollar nuestra labor y escribir nuestro camino.

En este proyecto pudimos aplicar mucho de lo aprendido, sobre todo para asegurar los procesos de gestión con un fuerte compromiso grupal.

Creemos que se hicieron muchas cosas bien en el país, nuestra visión pro-positiva de la situación económica, del sector y principalmente de la ciudad nos hace pensar en seguir adelante. Seguro que hay mucho más por hacer, pero entendemos que este es el camino.

Las distintas alianzas estratégicas que hemos realizado y realizaremos para llevar adelante el proyecto, nos permitieron incorporar “conocimientos” para poder ofrecer unidades de alta calidad con tecnología de punta.

Mejor producto y menor precio “ése” es el objetivo. El uso de la estructura del fideicomiso nos permite, según nuestro parecer, legal e impositivamente encuadrar de manera correcta la seguridad jurídica buscada y un adecuado estudio económico y financiero, dan un marco de tranquilidad y seriedad a los compradores, brindando así una garantía de manera “automática”.

Educación, compromiso con lo local, generación de empleo, desarrollo económico y empresas responsables, son la base de la movilidad social ascendente. Hoy volcamos todo esto en el proyecto edilicio BRISAMAR.

NOS GUIAMOS con una máxima de Albert Einstein: “todo debe hacerse lo más sencillo posible, pero no más simple”.

HACER LAS COSAS BIEN, SE PUEDE, SIGAMOS ADELANTE.
MUCHISIMAS GRACIAS A LA VIDA por esta oportunidad.

Contador COMPANY GUSTAVO RUBEN
Autor de la tesis

2. RESUMEN EJECUTIVO

2.1. Introducción

Este Proyecto pretende impulsar el desarrollo inmobiliario de la zona norte de la ciudad de Mar del Plata, mediante una planeación integral que programe y promueva acciones e inversiones que sirvan de base para la construcción de un edificio de viviendas multifamiliares con planta baja libre que da lugar a 17 espacios para cochera y proyecto de 7 pisos en altura en el que se distribuyen un total de veintiocho (28) departamentos, con amplios balcones con vista al MAR y amenities en el último piso con vista panorámica a la costa marplatense.

2.2. Definiciones centrales

El EDIFICIO recibirá el nombre fantasía de “BRISAMAR”.

La propuesta tiene un elevado impacto sobre las más significativas variables que hacen a todo emprendimiento inmobiliario.

Desde un punto de vista económico: la realidad de preocuparse en adherir a sistemas que permitan optimizar la energía en espacios comunes, portones de accesos vehiculares, etc. derivan en la preocupación básica de naturaleza económica que se traduce en reducciones en gasto de energía, aprovechamiento de sistemas inteligentes, reducción de uso de energías no renovables. En consecuencia, un ahorro en su consumo, representará un medio para maximizar la rentabilidad y generar riqueza.

Desde un punto de vista mercadotécnico: las UNIDADES FUNCIONALES serán más vendibles, es decir, aquel desarrollo inmobiliario que cuente con sistemas modernos que cuiden la energía tendrán una ventaja comercial y competitiva. Actualmente, muchos desarrollos inmobiliarios están intentando ofrecer una imagen de sí mismos como proyectos sustentables y que demuestren que respetan el medio ambiente, a través de alguna evidencia física (en nuestro caso, un sistema de iluminación inteligente en espacios comunes y grifería con sistema ahorrativo de agua) atraerá a los compradores preocupados por la protección del medio ambiente.

Dentro de este contexto, la única posibilidad de supervivencia y desarrollo, es brindar soluciones superadoras a un público exigente, especialmente dentro de un mercado cada vez más cambiante y más competitivo. En este sentido, la introducción de políticas medioambientales deben “leerse” como una oportunidad de marketing.

Desde un punto de vista de los recursos: los sistemas de automatización a implementarse representarán un medio de optimización de recursos. Tratando cuidadosamente los recursos que utiliza el edificio en ESPACIOS COMUNES y en cada UNIDAD FUNCIONAL, la optimización conducirá a grandes beneficios económicos para cada comprador.

Se define nuestro “target market” (mercado de referencia) a todo el espectro de potenciales compradores de unidades de departamentos de 1, 2 y 3 ambientes. BRISAMAR se posicionará en un proyecto con diseño de vanguardia, para lograr una alta penetración de mercado y alta calidad de construcción de cada unidad.

Los **factores críticos de éxito** sobre los cuales se sustenta este proyecto inmobiliario son: *ubicación estratégica frente al mar, diseño de vanguardia, implementación de un sistema inteligente de iluminación automatizado para espacios comunes, calidad de terminaciones, utilización de recursos óptimos y productivos, departamentos que satisfacen las necesidades de consumidores exigentes.*

Con respecto a los indicadores financieros, la Tasa interna de retorno (TIR) de este negocio, considerando un pronóstico de ventas base de análisis, es del 40,16% y un VAN de \$602.192 a una tasa de corte del 4,34% mensual, de acuerdo a los cálculos que se fundamentarán debidamente en el análisis económico y financiero correspondiente.

El resumen corporativo se define

Nombre fantasía: BRISAMAR

Razón social: FIDEICOMISO INMOBILIARIO AV. F. U. CAMET 2121 entre ESTRADA Y AGUIRRE

Domicilio legal: Independencia 1478 - 2º "C", Mar del Plata, Pcia. de Bs. As., C.P. (B7600AWF)

Teléfono / Fax: +54 (0223) 495-7848

Web-site: www.solttwin.com.ar

e-mail: info@edificiobrisamar.com.ar

GRUPO HUMANO	
Comercializador	<u>GIROMINI Propiedades</u> <u>Cdor COMPANY Gustavo R</u>
Fiduciario	<u>Cdor COMPANY Gustavo R.</u>
Desarrollador	<u>Mg.Ing.COMPANY Sergio A.</u>
E. Constructora	<u>COARSA</u>

MISIÓN:

"Construir unidades funcionales garantizando calidad de vida, privacidad, gran funcionalidad y luminosidad en todos sus ambientes, sobre la idea de departamentos que dispongan de una gran versatilidad en su diseño interior, atendiendo las exigencias de un mercado cada vez más competitivo, a través de metodologías y sistemas que preserven el cuidado del medio ambiente".

VISIÓN:

Queremos construir un "lugar" en donde se desee vivir disfrutando la inmensidad del mar.

POLÍTICA de BRISAMAR:

Las políticas permanentes de BRISAMAR serán:

- ☐ Ofrecer el PRODUCTO a un precio competitivo y con la más alta calidad, para lograr una aceptable comercialización y mantenimiento en el mercado.
- ☐ Investigar continuamente la reacción de los consumidores hacia el PRODUCTO, para saber qué tanto invertir en campañas publicitarias.
- ☐ Brindar el mejor PRODUCTO de comercialización.
- ☐ Garantía del PRODUCTO rápida y satisfactoria.
- ☐ Eficiencia en la "construcción" del PRODUCTO, sin pérdidas de insumos y mano de obra; para maximizar las utilidades en su conjunto.
- ☐ Lograr que la atención al cliente sea de calidad, para que compre nuevamente y recomiende el PRODUCTO a más personas.
- ☐ Agilizar la administración de los recursos financieros, utilizando herramientas computacionales.
- ☐ Lograr una integración y funcionalidad de las diferentes unidades funcionales del emprendimiento inmobiliario.
- ☐ Contratar personal con desenvolvimiento social y capacitación en su área.
- ☐ Tener una buena imagen y presentación.
- ☐ Introducir sistemas en los distintos servicios de infraestructura del edificio que dañen mínimamente al medio ambiente.
- ☐ Propiciar el desarrollo de nuevos sistemas tecnológicos, el conocimiento y utilización de dichos sistemas en la gente.
- ☐ Estar enterados y actualizados de las constantes reformas legales que se imponen.
- ☐ Cumplir con las leyes y reglamentaciones medio ambientales que nos competen.

VALORES de BRISAMAR

- ☐ Satisfacer a todos los clientes proporcionándoles un PRODUCTO de calidad en un ambiente de armonía donde se conjuguen: trabajar con pasión, esfuerzo y sacrificio, buscando mejorar continuamente.
- ☐ BRISAMAR se concentra en la ética y la moral.
- ☐ BRISAMAR antepone el beneficio colectivo antes que el individual.
- ☐ BRISAMAR es una empresa orientada en generar fuertes lazos basados en la confianza.

- ❑ Conocimiento, profesionalismo y transparencia son los pilares que creen nuestra trayectoria.

ESTRATEGIAS:

- ❑ Satisfacción permanente del cliente interno y externo.
- ❑ Mejora continua.
- ❑ Sinergia en todas las operaciones.
- ❑ EMPOWERMENT como fuente de creatividad e innovación.

3. FORMULACION del PROBLEMA y PLANTEO de HIPOTESIS

En la Argentina, la inversión en ladrillos genera un vínculo muy fuerte con su comprador y la ilusión de que tiene los tres atributos que se buscan en los distintos instrumentos de inversión disponibles, entre ellos el inmobiliario: a) seguridad, b) ingreso o excelente renta y c) apreciación. Cuando un inversor piensa en apreciación se refiere a que suba el precio del activo por sobre la inflación de manera de incrementar su poder adquisitivo.

(Problema) Será factible implementar en forma óptima un EMPRENDIMIENTO INMOBILIARIO, que pueda cumplir con los atributos buscados por los inversores inmobiliarios, sin descuidar la calidad de producto ofrecido.

(Solución) Se plantea la siguiente hipótesis: si se construyen UNIDADES FUNCIONALES con el concepto identificado en el emprendimiento BRISAMAR en la ciudad de Mar del Plata con adopción y adaptación del modelo propuesto, entonces se logrará seducir a los inversores (“compradores”) para que inviertan en el proyecto.

El hecho de que el estudio abarque un emprendimiento inmobiliario basado en variables automatizadas y productivas, es decir un emprendimiento VANGUARDISTA, agrega un factor extra de análisis. Pero, pese al aumento de la complejidad pensamos que allí el modelo puede brindar su máxima utilidad.

En resumen, se propone utilizar las herramientas que brinda este plan de negocios para tratar de encontrar las variables óptimas del proyecto que permitan al emprendimiento sobrevivir en forma óptima a lo largo de su vida útil, sostenida y rentablemente.

3.1. Objetivos primarios y secundarios

OBJETIVO PRIMARIO

Lograr adaptar un modelo técnico-económico-financiero desarrollado para que BRISAMAR pueda incursionar en el mercado de su competencia con el tipo de producto propuesto, una estrategia altamente rentable, y un tipo de organización que proyecte su visión de conjunto a través de la cuantificación de las cifras que permiten determinar el nivel de atractivo económico del proyecto, y la factibilidad financiera de la iniciativa; respondiendo a preguntas tales como:

1. es “económicamente” rentable embarcarse en el desarrollo de este proyecto?;
2. siendo rentable es óptimo realizarlo? o existe algún otro proyecto alternativo?;
3. como se financia el proyecto?;
4. como serían afectados los ingresos y los costos de un producto si hubiera un incremento generalizado de precios?.

Formulando estas cuestiones no solo lo dotamos de consistencia sino que nos ayudara a tomar conciencia de lo que necesitamos saber.

OBJETIVO SECUNDARIO

En cuanto a su objetivo secundario extrínseco, el modelo está dirigido a seducir a los actores económicos externos a la empresa (compradores finales o fiduciarios adherentes) y tiene como propósito ejercer una función informativa y orientadora del proceso de toma de decisiones para lograr el aporte de fondos requeridos para el desarrollo del emprendimiento.

Por su parte, en lo que hace a su objetivo secundario intrínseco, el estudio sirve como instrumento de orientación y evaluación para el interior de la

organización creando las condiciones para la creación del compromiso de sus recursos humanos, necesario para lograr consenso social, base del éxito empresarial.

3.2. Resultados esperados

En este apartado queremos anticiparnos a la conclusión a la cual arribará el PLAN DE NEGOCIOS (TESIS del MDI), en correlación a lo expresado en los objetivos.

Cualitativamente, los resultados esperados con la aplicación del modelo se pueden resumir en:

- Resultado Educativo: el modelo busca emparentarse con un emprendimiento privado que pretenda “educar” a los compradores propiciando el encuentro de aspectos automatizados, tecnológicos y humanos. Tiene como fin primordial lograr implantar una mentalidad ordenadora en la comunidad toda.
- Resultado Financiero: el modelo persigue optimizar todos los recursos con los cuales se cuentan para obtener un margen de utilidad favorable que permitan que la inversión sea rentable, atendiendo las necesidades de nuestros compradores teniendo como meta la utilidad en los negocios dentro de parámetros competitivos.
- Resultado Empresario: que los productos ofrecidos y la calidad estén al máximo nivel para lograr satisfacción del inversor.
- Resultado Productivo: el modelo persigue implantar una conciencia medio-ambiental entre todo su factor humano, poniendo especial atención en los efectos de las acciones que van en contra del medio ambiente mediante una ética que incorpore un compromiso con el desarrollo sostenible (por ejemplo mediante la implementación de sistemas automatizados para espacios comunes).

4. ANÁLISIS del NEGOCIO

4.1. Introducción

Cepo cambiario, dólar oficial, dólar blue, dólar cable, dólar contado con liqui, corrupción, inflación, devaluación, déficit fiscal, superávit externo en “baja”, pérdida de competitividad, paros generales, etc., etc., etc.; en conjunto parecen ser un combo de variables económicas muy difícil de explicar.

A través de este trabajo se intentará explicar no solo como interactúan dichas variables entre sí; sino tratar de interpretar como inciden en el sector de la construcción y en algunos puntos esbozar algunas opiniones personales sobre el tema. Previamente y a los efectos de poder conocer como se llegó al estado actual (no podemos saber adonde vamos sino conocemos de donde venimos) y en base a la bibliografía consultada esbozaremos un racconto histórico de los principales aspectos de nuestro país.

4.2. Análisis económico “argentino”

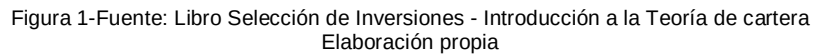
A inicios del siglo XX, Argentina era considerada uno de los países más desarrollados del mundo. En 1890 su ingreso por capita era el sexto del mundo y continuó entre los diez primeros lugares del mundo hasta 1920¹. Desde 1870 hasta 1930 experimentó una tasa de crecimiento promedio superior al 5%, mayor a casi todas las naciones del mundo². Durante este periodo el país recibió corrientes migratorias europeas, atraídas por las buenas condiciones de vida. Periodo que se

¹La Evolución de la Política Económica y Social en Argentina, Chile y Perú: Una visión comparativa (Parodi Carlos (2003). La crisis Argentina: lecciones para América Latina)

²La Evolución de la Política Económica y Social en Argentina, Chile y Perú: Una visión comparativa (Piñeiro, Armando Alonso (1994). Historia del presente: La Restauración de la economía Argentina)

Se inicia la era de la industrialización por sustitución de importaciones. A partir de 1943, con la deposición del presidente Ramón Castillo, comienza un periodo turbulento en la historia política argentina. Con la elección del coronel Juan Domingo Perón en 1946, se consolida el modelo de intervención estatal en la economía y se inicia un periodo de populismo macroeconómico.

- Control de precios
- Políticas expansivas en el gasto estatal, financiadas con emisión
- Generando un problema serio de Inflación, problema recurrente para todos los argentinos por más de 30 años
- Nacionalizo empresas
- Promulgo leyes laborales que favorecerían a los sindicatos
- Utilizo fondos públicos para labores benefactoras de la Fundación Eva Perón. Perón fue depuesto y exiliado hasta 1973.



1) 1970-75

- Octubre de 1973: Perón es reelecto hasta su muerte en Julio del año siguiente. Lo sucede su esposa Maria Estela “Isabel” Martinez de Peron
- Control de precios y gasto fiscal creciente “desequilibrio” la economía
- Crecimiento fuerte de las presiones inflacionarias: se establece de manera permanente en 1972, cifrando el 64% anual.
- Cae el coeficiente de monetización global de la economía
- Desaparecen las tasas de interés altamente negativas
- Escasa conexión de los mercados financieros locales con los del exterior

2) 1976-80

- El 24 de Marzo de 1976 el comandante Jefe de Ejercito, Jorge Rafael Videla, libero un nuevo golpe de estado
- La inflacion bordea el 350% annual
- Crece el coeficiente de monetización global de la economía
- Se expanden los mercados de dinero (corto plazo)
- Se retrasa el tipo de cambio
- Las estructuras de financiamiento muestran:
 - o Altas tasas de interés reales (locales)
 - o Alta disponibilidad de fuentes de financiamiento del exterior
 - o Dificultades de autogeneración de fondos en épocas de grandes distorsiones de precios relativos (tasas locales, tasas externas, tipo de cambio, inflación interna)

2) 1981-85

- El gobierno militar se mantuvo hasta 1983 y sus recetas (en este periodo) fueron la cantracara de Perón
- Se desarrollo un modelo económico más liberal (apertura de la economía al exterior)
- Liberalización de precios y austeridad fiscal en materia de gasto social
- Demandas sociales eran reprimidas por el régimen de facto
- Cambio de modelo no gozo de un entorno externo favorable debido a la secesión de los países industrializados.
- Se acentúa crisis por gasto militar ocasionando por la fallida Guerra de las Malvinas
- El financiamiento externo era “muy caro” y a partir de agosto de 1982 fue casi inexistente por la crisis de la Deuda Externa Latinoamericana³
- Se opto por la emisión monetaria para financiar un gasto público creciente, contribuyendo a una inflación que se había mantenido viva por casi dos décadas.

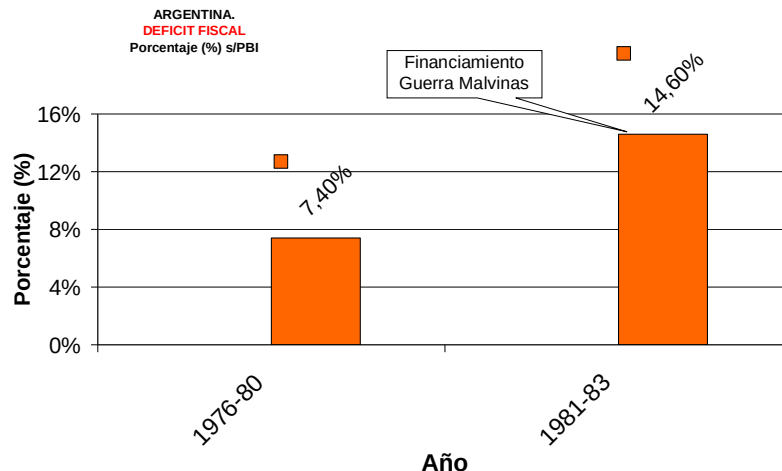


Figura 2 - Fuente: Bibliografía consultada
Elaboración propia

- En 1983 la inflación bordeaba el 430%
- Asume el poder, luego de aleccione libres, Raúl Alfonsín de la Unión Cívica Radical, partido de oposición justicialista.
- Como su principal problema era combatir la inflación, nace el Plan Austral (Programa argentino de estabilización monetaria) ejecutado por Juan Vital Sourrouille EN Junio de 1985, el cual consistía:
 - o Cambio en la denominación monetaria (restándole tres ceros al peso argentino). Nace el AUSTRAL.



- o Congelamiento de precios y tarifas publicas
- o Se busco limitar el aumento de los salarios del sector privado, pese a lo cual el salario real tuvo un alza importante, en parte por la propia reducción de la inflación (ya no estaban retrasados)
- o Regulación de las tasas de interés y el tipo de cambio
- o Comportamiento fiscal y monetario austero

³En Agosto de 1982, México declaró unilateralmente la moratoria sobre los pagos de su deuda externa. Este hecho se dio en un contexto donde las tasas de interés estaban en un punto alto histórico.

- o Reforma tributaria para financiar el gasto, desaparece el efecto Olivera-Tanzi (el rezago fiscal)
- Se desmonetiza rápidamente el sistema financiero
- El tipo de cambio recupera violentamente su retraso
- Deuda externa se convierte en uno de los temas centrales de la política económica. El gobierno se financia con deuda externa, la cual se quintuplico de 1976 a 1982

Año	U\$S (millones)
1976	8279
1982	43632

- Tasas locales en términos reales siguen el comportamiento errático de la inflación

4) a) 1985/6-1987

- Plan Austral reduce notoriamente la inflación y reactiva la economía llegándose a crecer al 5% anual al mejorar los precios de las materias primas hacia 1986.
- Como los problemas “estructurales” de la economía argentina no son atacados, las presiones inflacionarias vuelven a amenazar la “relativa” estabilidad alcanzada.
- Las tasas de interés en términos reales permanecen relativamente altas. Influyendo: déficit fiscal, política y normas regulatorias de la autoridad monetaria.
- Luego de un año de aplicación, se relajaron la política monetaria y el control de precios, restando credibilidad al programa.
- Posteriormente la situación desmejoraría notablemente al aumentar fuertemente el tipo de interés internacional y reducirse nuevamente el precio de las materias primas, que llevaría a una nueva crisis macroeconómica vía restricción externa.

4) b) 1988-90

- En 1988, el gobierno de Alfonsina intentó por última vez controlar la inflación a través del denominado Plan Primavera instaurado el 3 de Agosto de 1988, con una gran debilidad política por derrota en la elecciones legislativas del 87.
- Fue en realidad el prolegómeno de la hiperinflación que luego se desataría.
- Un equipo de economistas conformado por Juan Sourrouille, Adolfo Canitrot y Mario Brodersohn lanzaban el Plan Primavera basado en controles de precios, de salarios públicos, tarifas y del tipo de cambio.
- La inflación de enero a julio de 1988 había saltado y llego a un acumulado de 178%.
- Déficit de empresas publicas eran inmanejables al igual que la tesorería que se retroalimentaba por el casi-fiscal del Banco Central (fueron tiempos de un verdadero festival de bonos (Tidol, Denor, Tacam, Ticof, Bagon, Ledo, Leda, Lefa, Barra)
- Organismos internacionales presionaban por ajustes.
- Duramente rechazado por la CGT, tuvo apoyo explícito de la UIA y la Cámara Argentina del Comercio al privilegiarlas con reembolsos a las exportaciones y otros alicientes como el mantenimiento de los Programas Especiales de Exportación creados por Roberto Lavagna, desde la Secretaría de Industria.
- Los derechos de exportación debían subirlos, pero sin respaldo de la oposición se opto por *desdoblar el mercado cambiario*. Los exportadores vendían al tipo de cambio oficial y los importadores a un dólar 20% más alto. El gobierno necesitaba los dólares para cumplir los compromisos de la deuda externa, reestructurada en el año 1987; a la vez que servía para apuntalar al sector financiero seriamente golpeado por la fuga de capitales.
- Se intentó no congelar los precios llegando a un acuerdo des-indexatorio con las empresas líderes, que a cambio obtuvieron una rebaja del I.V.A. lo que provoco acelerar un fuerte desequilibrio fiscal.
- Tampoco tuvo éxito por dos fuertes debilidades: la escasez de divisas y la debilidad política del gobierno. Finalmente la inflación marco una cifra record de 4.923% en 1989.
-

5) 1990-2001

- Bajo esta situación de caos económico, es elegido el justicialista y ex Gobernador de la Rioja, Carlos Saúl Menem el cual asume en Diciembre de 1989.

- Paso un año sin tener un rumbo fijo. En 1990 la inflación fue de 1.343% y la economía se encontraba estancada desde hacia ya dos décadas con crecimiento anual promedio durante ese periodo del 1%.
- Aparece la figura de Domingo Cavallo, por entonces Ministro de Relaciones Exteriores.
- Veía al intervencionismo, el mal desempeño empresarial estatal y la desordenada administración gubernamental como las fuentes del estancamiento de la economía Argentina.
- Los déficit fiscales, generaron:
 - o Endeudamiento Interno y externo
 - o Crisis que provoco perdida de todo tipo de crédito externo acudiendo a emisión monetaria para financiar déficit tan grande y persistente.
- Apoyaba a la economía de mercado que significaba un cambio en la estructura productiva de la nación donde la agricultura y la industria pierden peso en detrimento de los servicios.
- Aplica un modelo de total transformación en la economía argentina y como el primer paso era derrotar a la inflación, a través de la Ley 23.928* "Convertibilidad del Austral" del 27 de marzo de 1991 se estableció la convertibilidad en relación de 1 a 1 de la moneda nacional con el dólar estadounidense. A partir de Enero de 1992, el austral se "volvió" a llamar peso argentino. El BCRA se comprometía a mantener una equivalencia entre la base monetaria en pesos y las reservas de oro y divisas extranjeras. El BCRA perdía la capacidad de emitir pesos sin respaldo (ingreso de dólares por alguna vía). Su rigidez buscaba instaurar confianza absoluta. La única inflación seria la importada de los Estados Unidos.
- Parecía que el plan era "perfecto", aunque trajo alguno "retos" :
 - o La competitividad de la economía debería Evolucionar como la estadounidense.
 - o El dólar subió y el peso también en relación a las demás divisas del mundo
 - o Los costos de producir en la Argentina eran mayores en relación a otros países.
 - o Adicionalmente los precios de los bienes agrícolas se mantuvieron bajos durante décadas.
 - o Sobrevaluado el tipo de cambio y los precios de los bienes exportables en valores bajos, la posición competitiva del país se debilito.
 - o La emisión de dinero dependía solo del flujo de dólares y la salida de divisas empujaban las tasas de interés al alza.
 - o Este mecanismo (el 1 a 1) en teoría debería haber "atraído" a los capitales nuevamente por la "aparente" seguridad del modelo, pero el Efecto Tequila y la Crisis de Rusia provocaron el efecto contrario.
 - o Así el aumento del Riesgo país hacia más caro el fondeo de los bancos. Por lo tanto la economía argentina vivía con tasas de interés altas que limitaban la inversión privada.
 - o Falta de flexibilidad en los precios domésticos y mano de obra argentina cara en comparación con los países de la región (los salarios reales aumentaron 42% entre 1991 y 1998 con inflación en valores mínimos).
 - o Argentina necesitaba más reformas "macroeconómicas" para aumentar su competitividad que los demás países que aplicaron las políticas del Consenso de Washington), pues su ratio PBI/exportaciones fue bastante bajo por modelo de sustitución de importaciones. Así mismo esta tendencia se vio favorecida por las políticas proteccionistas americanas y europeas que limitaron las exportaciones argentinas de productos agrícolas.

ARGENTINA.
Exportaciones
Bienes y Servicios en relación al PBI
(Precios constantes)

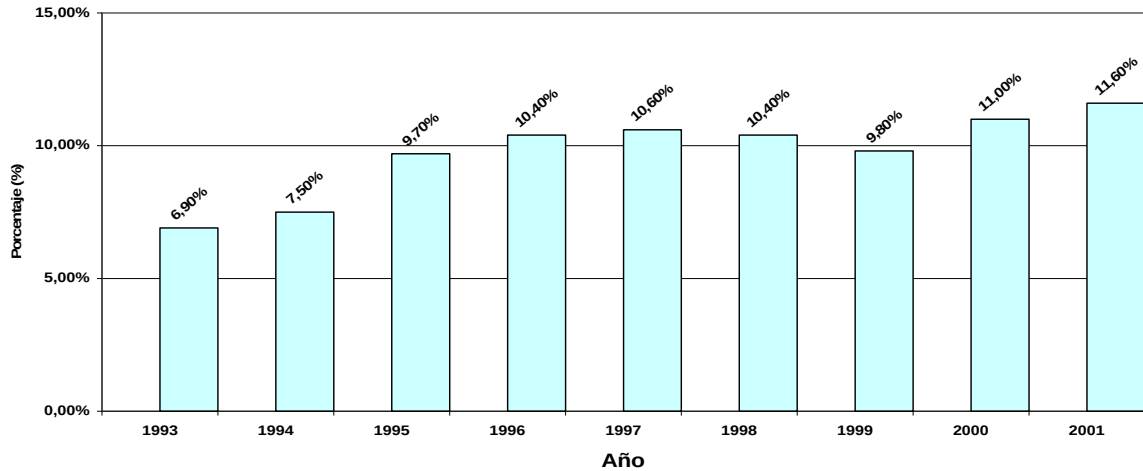


Figura 3 - Fuente: CEPAL Argentina
 Elaboración propia

- o Sin embargo el problema más grande de la economía argentina fue el de la deuda externa. Este problema estuvo correlacionado con el mantenimiento de un déficit fiscal alto financiado con deuda durante toda la década de los 90 y los primeros años del nuevo milenio.
- o El déficit del gobierno bajo, según se observa

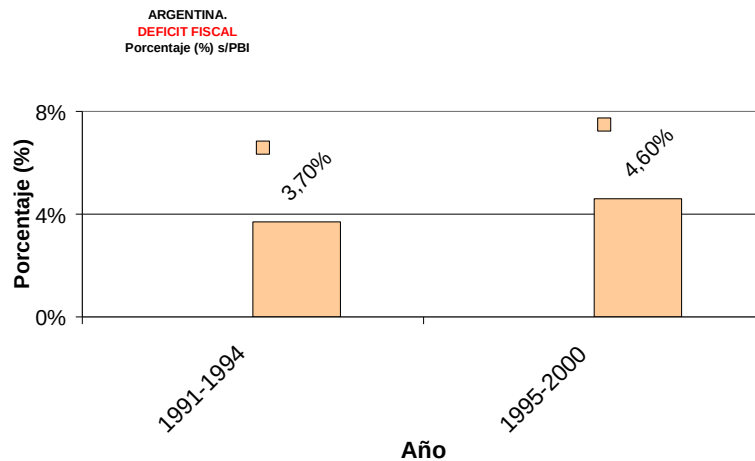


Figura 4- Fuente: Bibliografía consultada- Bulacio y Ferullo 2002
 Elaboración propia

- o La capacidad de recaudar ingresos fiscales ha sido tradicionalmente baja en Argentina. Durante la década de los noventa se situó en niveles inferiores al 16%⁴.
- o Existieron problemas de:
 - Alta evasión
 - Inequidad en el trato impositivo
 - Gran peso de impuestos indirectos al consumo (que gravan la circulación de bienes y servicios por oposición al directo que grava directamente el patrimonio de una persona). Esto hacía que la recaudación impositiva fuese dependiente del ciclo económico: en épocas de recesión

⁴Parodi Carlos (2003).La crisis argentina: lecciones para América Latina.Lima:UP. pag. 55 (Cita de La Evolución de la Política Económica y Social en Argentina, Chile y Perú)

se recaudaba menos y también “en teoría” se debiera gastar menos; cosa que no sucedió:

▪

Gasto Publico CONSOLIDADO	U\$S MILLONES
1993	80.896
2000	95.234

Fuente:Secretaria de Politica
Economica del Mecon

o Este déficit fiscal fue financiado (inicios 1990) con los ingresos de las privatizaciones; luego tomando deuda externa:

Deuda EXTERNA	U\$S MILLONES
1993	65.235
2000	130.828

o Finalmente la deuda externa se acerco a la friolera de 150.000 mil millones de U\$S, lo que se correspondía a “casi” el 50% del PBI. Para países no desarrollados es un porcentaje inviable. Adicionalmente el índice Deuda externa/PBI era del 500% durante la década del 90.

o La Crisis Rusa y la devaluación del real brasilero impactaron negativamente, pues al encarecerse las exportaciones en 1999 el índice anterior aumenta por disminución de ventas al exterior conllevando a una disminución de la recaudación fiscal.

o Conclusión:

- Disminuye inversión extranjera
- Cae recaudación fiscal
- Caen exportaciones
- Aumenta endeudamiento

o Estos dos shocks requerían atención inmediata: el gobierno dejo la solución del problema para después por una cuestión eminentemente re-eleccionario.

o Las reformas del Consenso de Washington sugerían:

Tipo de cambio “competitivo + liberalización comercial

o Conclusión: el 1 a 1 no era “ese” tipo de cambio competitivo

o Las deudas del sector privado y público estaban dolarizadas: la ruptura de la convertibilidad implicaría un enorme aumento de volumen de recursos en pesos para poder cumplir con la deuda. El “fantasma” de una devaluación se traducía en un aumento del riesgo país y de la tasa de interés⁵.

o Argentina se encontraba en un callejón “sin salida”:

- Si devaluaba: quebrarían muchas empresas y tendría que declara la moratoria de su deuda.
- Si no lo hacia: su deuda externa seria cada vez más cara y abultada.

o Menem opto por “no devaluar”, quizás pensando que seria reelegido; lo cual no se le permitió postularse.

• En 1999, se inicia el gobierno de Fernando de la RUA (Alianza UCR-Frepaso).

• Se opto por mantener el modelo de convertibilidad:

- o Ajustando la situación fiscal
- o Evitando nuevo endeudamiento
- o Buscaba el ingreso de capitales externos, que retornaría a la Argentina en la senda del crecimiento.

• El nuevo Ministro de Economía, José Machinea anuncia un fuerte ajuste fiscal el 01 de Enero 2000. Problema: aumento de impuestos en un contexto recesivo disminuye la recaudación, pues disminuye la rentabilidad de las empresas e incentiva la evasión. Plan “fracaso”.

⁵Parodi (2003) ob. cit. p.120

- Para no perder credibilidad se nombra como "nuevo" Ministro de Economía a Domingo Cavallo. No se devaluó el peso.
- Corralito y renuncia de Fernando De la RUA

Graficando el periodo involucrado

INFLACION Anual en Argentina (Periodo 1970-2000)

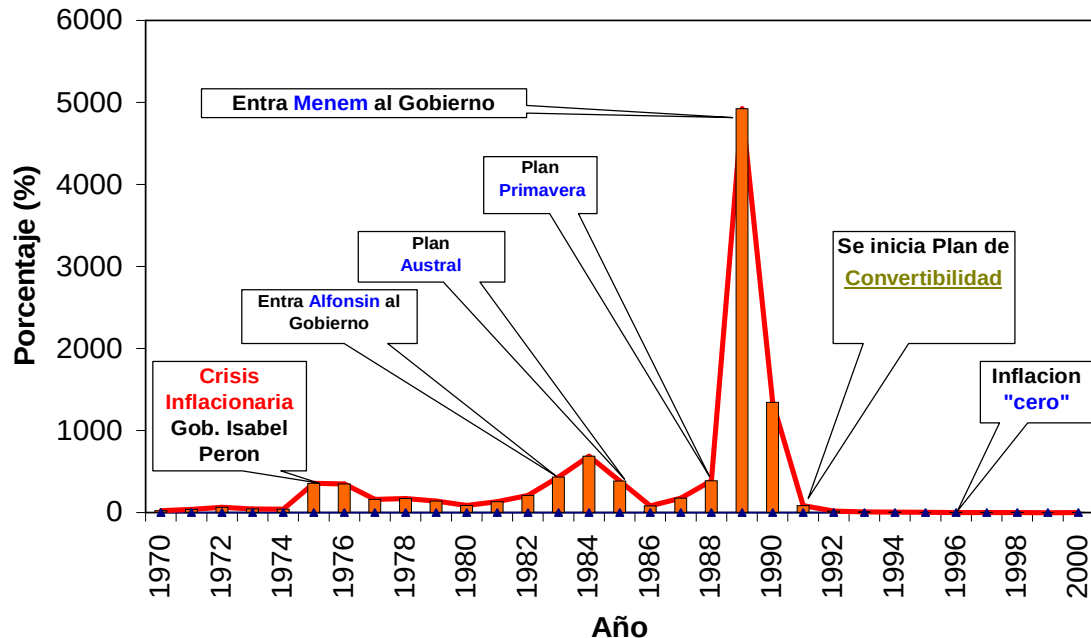


Figura 5 - Fuente: INDEC
Elaboración propia

GOBIERNO KIRCHNERISTA

CONTEXTO MACRO-ARGENTINO

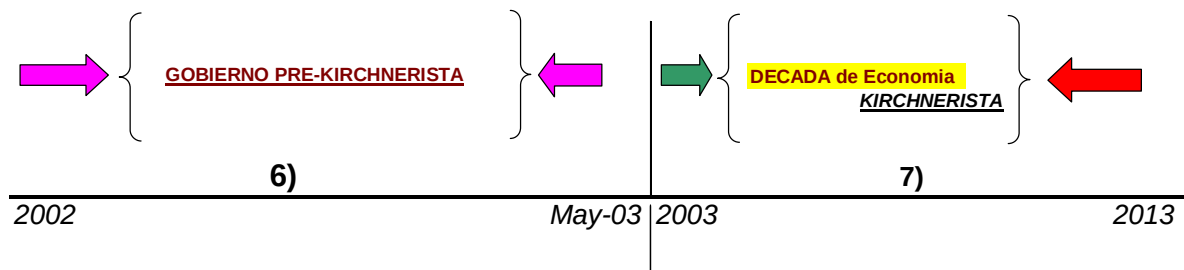


Figura 6 - Fuente: Libro Selección de Inversiones-Introducción a la Teoría de cartera
Elaboración propia

6) 2002-Mayo 2003

- Llega Eduardo Duhalde, gobernando entre el 02 de Enero de 2002y el 25 de Mayo 2003.
- Finalmente se devaluó el peso dejándolo flotar libremente frente al dólar. Dado que este era la única mediada del real descalabro.
- El tipo de cambio subió hasta \$ 3,8 por dólar en Junio 2002, para luego estabilizarse hacia niveles cercanos a los \$ 3 por dólar a fines del 2003.

7) Mayo 2003-2012/13

- El 25 de Mayo 2013 asume Néstor Kirchner
- Al considerar el crecimiento del PBI y de la Inflación, la década de economía K podíamos dividirla en:

Los tres periodos de la "década" K

	2003 2006	2007 2011	2012 PRESENTE
CRECIMIENTO	Alto 8,90%	Alto 7,10%	Bajo 1,70%
INFLACION	Baja 7,10%	Alta 19,50%	Alta 23,40%

Figura 7 - Fuente: Cronista Comercial (Lunes 06/05/13)
Elaboración propia

1. 2003-2006

Registro un alza del PBI que llego al 8,9% promedio anual y una inflación del 7,10% anual.

La crisis del 2001-2002 día pasó a una recuperación acelerada de la economía, con recursos ociosos tanto en mano de obra (Desempleo) como de bienes de capital (capacidad instalada de la industria). El modelo se completo con la consolidación de los superávits gemelos (fiscal y comercial) lo que mantuvo baja la inflación y doto a la economía de los dólares necesarios para fortalecer las reservas del Banco Central. El tipo de cambio real competitivo jugo un rol clave al impulsar la demanda agregada y apuntalara el abastecimiento de divisas.

2. 2007-2011

Su inicio coincide con la suba de la Inflación. Y que hizo el gobierno en lugar de atacar el problema?, intervenir el INDEC.

La tasa de crecimiento siguió alta pero los precios minoristas triplicaron su ritmo de aumento anual al pasar del 7% al 19% en promedio.

El modelo basado en un constante estímulo a la demanda agregada comenzó a mostrar sus límites. Sobre el final se advierte restricciones por el lado de la oferta agregada. No había resto en los factores de producción (desempleo en valores mínimos y uso de la capacidad instalada en la industria en valores record) revelo que la clave ya no pasaba por incorporar más factores de la producción a escala, sino de combinarlos mejor. Había que aumentar la productividad. Pero se continuó con la política orientada a estimular la demanda, en particular el gasto publico. Restricciones de la oferta, tensión en los precios y la inflación comenzaron a erosionar los pilares del modelo: superávit gemelos y el tipo de cambio competitivo.

3. 2012-PRESENTE

Este periodo se caracteriza por un bajo crecimiento, apenas del 1,7% y alta inflación 23,4% anual. Según los analistas es la peor combinación que puede enfrentar un gobierno, en un marco de cuasi- estanflación. Este desenlace, según el artículo⁶ es el resultado al cual se aferro el Gobierno: "atacar la consecuencia en lugar de la causa". Así, frente:

- o Inflación: intervino al INDEC modificando los índices de precios oficiales
- o Déficit Fiscal: recurrió a fuentes alternativas de financiamiento "non santas" como las reservas del BCRA
- o deterioro del Superávit Comercial: aplico trabas a las importaciones y controles cambiarios.

⁶ZOOMECONOMIA: Una década de Economía K. El Cronista Comercial (Lunes 06 de Mayo 2013)

Déficit fiscal en aumento (entre 2006 y 2012 el resultado fiscal primario paso de un superávit del 3,4% del PBI a mostrar un déficit de 1,3% del producto el año 2012) sumado a un aumento en 4 veces de la emisión monetaria en los últimos cuatro años, provoco una estampida en la cotización del dólar paralelo, blue, informal (o el mejor adjetivo que se le parezca) que llego al valor de \$10, aduce el autor palabras más palabras menos. Se huye del peso “no del dólar”. El dólar en el mundo pierde valor. La emisión de pesos ha redundado en una corrida sobre el dólar paralelo, termina concluyendo el autor.

4.2.1. Conclusiones

La inflación genera y genera retraso cambiario y ante una creciente demanda de dólares el gobierno impuso el cepo cambiario y las trabas a las importaciones para disminuir demanda, lo que a su vez hundió la inversión en la economía real y por lo tanto retraso la oferta agregada, lo que acelero la inflación nuevamente generando un círculo vicioso que aun esta vigente⁷.

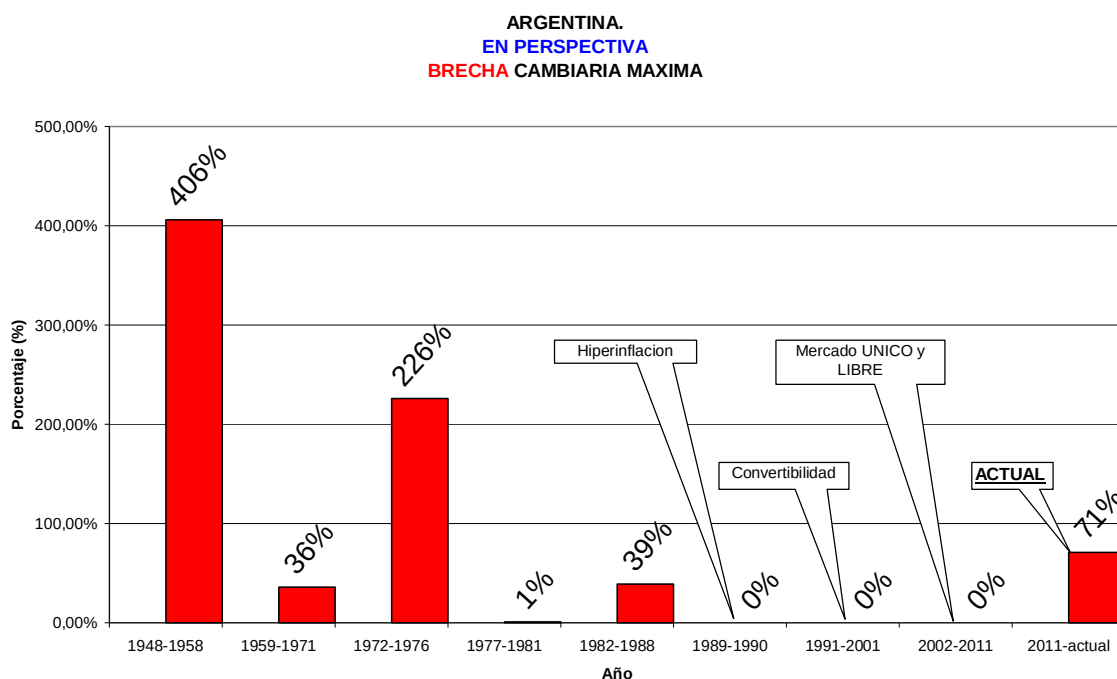


Figura 8 – Fuente: El Cronista Comercial (Miércoles 22/05/2013. Pág. 2)
Elaboración propia

Esta caro o barato el dólar?

Lo relevante desde el punto de vista del inversor es la expectativa sobre la evolución de su precio en el futuro y no su valor actual.

Teniendo en cuenta que Estados Unidos esta dejando atrás las secuelas de las crisis hipotecarias y comenzó a recuperarse, esta abandonando su política de tasas bajas y de dólar barato. Esto hace suponer que habría que anticiparse al fortalecimiento del dólar en un futuro cercano, en detrimento del debilitamiento de las monedas locales de cada país.

Por ejemplo los contratos que se conocen como NDF (Non deliverable forwards: contratos negociados por empresas multinacionales que operan en la Argentina que buscan cubrirse contra variaciones del tipo de cambio) muestran lo siguiente:

⁷Ob. cit. 6

DÓLAR FUTURO

Plaza	Dic. 2013	Abr.2014	Ago.2014
ROFEX	\$ 6,08	\$ 6,55	
WALL STREET	\$ 6,57		\$ 8,93

Cotización que no contiene intervenciones del BCRA para presionarlo a la baja, como si lo hace el Rofex o en el MAE.

Figura 9 – Fuente datos extraídos de lprofesional – Artículo periodístico 14 de Agosto 2013
Elaboración propia

Si el bienio 2014-2015 continúa con faltante de dólares, junto con sobrante de pesos por fuerte emisión es esperable que “presione” al alza sobre: precios en general (inflación), precio del dólar oficial y paralelo

El problema central de la Argentina no es el dólar sino la Inflación; es por ello que hay que pensar en un diagnostico correcto del/los problemas de deformación estructural del modelo económico

Esquemáticamente

CAUSAS de la INFLACION

Escuelas

MONETARISTAS

"toda situacion inflacionaria"radica en una
emision monetaria sobredimensionada

ESTRUCTURALISTAS

ORTODOXOS: Son grupos de causas

desajustes entre demanda y oferta global de bienes y servicios
desfasajes entre nivel salario real y productividad
desaclope de precios relativos

HETERODOXOS

precios internacionales de insumos criticos
asignacion de capital (especulacion financiera)
concentracion de bienes y servicios en formadores de precios
pujas distributivas entre grupos sociales

Figura 10 - Informe de coyuntura política antiinflacionaria-Revista CPCEPBA-Junio 2013-año14 NRO 73
Elaboración propia

Todas estas orientaciones contienen errores metodológicos, de lo contrario seria muy sencillo aplicarlas. Suponen una sola causa o grupo de causas sin tener en cuenta el horizonte de tiempo de análisis; pues un efecto puede resultar positivo en el corto y mediano plazo pero no a largo plazo.

En Argentina la inflación es estructural y aplicar políticas de corto plazo (Ej. vía congelamiento de precios) es querer curar a un enfermo terminal con una aspirina, no sirven. La inflación “en si misma” no es el problema sino una forma en que el sistema económico expresa las distorsiones internas. A partir de un determinado punto crítico de avance de la inflación sin atacarla se pierde claridad para buscar una solución; pues los fenómenos en economía no son reversibles sino acumulativos, modificando una política errónea no soluciono los efectos negativos anteriores de manera automática ni inmediata.

Como conclusión seria conveniente actuar siempre de una manera preventiva y esto lo logro con programas económicos integrales bajo supuestos definidos en forma clara.

Errores aparecerán, pero servirán para corregir políticas futuras.

4.3. Situación del sector y expectativas

A partir de una comprensión de lo que paso y de cuales fueron los modelos aplicados y los problemas que generaron, podemos comenzar a analizar a la industria de la construcción en particular.

Durante los últimos diez años la construcción no solo logro remontar la crisis del año 2002, sino que creció a tasas extraordinarias, sustentada en la inversión privada hasta llegar en 2011 hasta su pico máximo histórico de desarrollo.

La economía nacional muestra a partir del año 2008 una fuerte dependencia del sector de la construcción. Su participación en el PBI se duplico entre los años 2003 y 2007 (de 3% del PBI hasta 6% del PBI) y desde el 2008 se mantuvo estable en ese máximo de 6%.

El año 2012, el sector atravesó un periodo de corrección. No fue prospero para el sector pues la industria pues cayo un 3,2%. El segmento de edificios para viviendas (el de mayor peso en el sector) cayo un 2,4%, **una caída peor que la registrada durante la crisis del 2009.**

Costo de Construcción

La suba en 2012, la más alta desde 1991.

Periodo	Nivel General	Materiales	Mano de Obra	Gastos generales
	1993 Base 100			
	<u>Variacion Interanual</u>			
2006	20,00%	14,50%	28,70%	13,80%
2007	20,10%	16,40%	24,70%	18,80%
2008	18,00%	17,00%	18,90%	19,50%
2009	10,60%	6,50%	14,60%	14,20%
2010	16,89%	10,10%	23,60%	16,70%
2011	20,00%	11,50%	26,70%	26,70%
		<u>Variacion</u>	<u>Interanual</u>	
Ene-Nov/2012	25,50%	13,70%	33,70%	33,10%

Figura 11 – Fuente: Índice del Costo de la Construcción (INDEC)
Elaboración propia

Rubro de OBRA	2011	Ene-Nov/2012
	<u>Variacion Interanual</u>	
Movimiento de Tierra	33,10%	37,50%
Estructura	24,70%	29,30%
Albañileria	22,80%	27,60%
Yeseria	14,50%	13,20%
Instalacion sanitaria y c/incendio	18,00%	19,10%
Instalacion de gas	14,10%	15,40%
Instalacion electrica	31,20%	24,90%
Carpinteria metalica y herreria	9,00%	7,80%
Carpinteria de madera	5,90%	11,00%
Ascensores	3,80%	7,90%
Vidrios	10,70%	10,10%
Pintura	13,30%	17,40%
Otros trabajos y gastos	25,70%	32,30%

Figura 12 – Fuente: INDEC
Elaboración propia

En el acumulado de los primeros once meses de 2012 el nivel general del ICC subió 25,5% con relación a igual periodo de 2011. El promedio de los precios de los materiales verifico un alza de 13,7% anual, el costo de la mano de la obra creció 33,7% anual y los gastos generales hicieron lo propio con 33,1%. El aumento del costo de la construcción durante 2012 fue el mayor desde 1991

(156,3% anual entre enero-noviembre), superando por poco el alza acumulada que se había producido en los primeros once meses de 2002, tras la devaluación del peso⁸

Según la siguiente figura, se observa una “aceleración” en el ritmo de crecimiento de dichos costos desde 2008. Tasas de variación interanual promedian los últimos meses más del 30% de aumento. **En el periodo que va de Ago-2008 hasta Julio 2013 el costo de construcción se incremento un 148% en pesos.**



Figura 13 – Fuente: Reporte Inmobiliario
Elaboración propia

CINCO PRIMEROS MESES del 2013.

Periodo	Nivel General	Materiales	Mano de Obra	Gastos Generales
	1993 Base100			
	Variacion interanual			
2012	25,30%	13,80%	33,40%	32,40%
	Variacion interanual			
Enero-May-13	18,80%	14,70%	21,60%	20,10%

Figura 14 - Fuente: Índice del Costo de la Construcción según INDEC
Elaboración propia

Rubro de OBRA	2012	Ene-Mayo/2013
	Variacion Interanual	
Movimiento de Tierra	37,40%	28,00%
Estructura	31,80%	17,50%
Albañileria	30,20%	21,50%
Yeseria	12,80%	10,00%
Instalacion sanitaria y c/incendio	19,10%	18,60%
Instalacion de gas	15,30%	14,80%
Instalacion electrica	24,70%	22,40%
Carpinteria metalica y herreria	7,90%	10,50%
Carpinteria de madera	11,20%	15,40%
Ascensores	7,80%	5,10%
Vidrios	9,90%	4,60%
Pintura	17,60%	15,70%
Otros trabajos y gastos	32,80%	17,70%

Figura 15 - Fuente: INDEC
Elaboración Propia

⁸ Periódico EL CONSTRUCTOR- 07 de Enero 2013.

Durante los primeros cinco meses del año los materiales impulsaron el aumento.⁹

Este análisis es relevante toda vez que la rentabilidad siempre es muy importante. Todas las empresas invierten para obtener ganancias y un desarrollador no es la excepción.

Poner especial énfasis en un costo adecuado a la calidad requerida es fundamental para definir el precio de venta cuyo límite estará determinado por la demanda. La mejora continúa en los procesos no solo debe ser una cultura a implementar en todo proceso de gestión sino que incidirá de manera significativa en la rentabilidad y en el éxito de nuestros emprendimientos.

A comienzos de año, las proyecciones eran sombrías dado que en enero, el índice de la construcción volvía a caer 1,9%. El dilema a plantearse era adecuarse al cepo cambiario impuesto por el gobierno en un mercado dolarizado. En este sentido podríamos dividir al mercado inmobiliario en:

- a) Mercado del usado
- b) Venta de propiedades "a nuevo" en construcción

Mercado del Usado

En 2012 la cantidad de escrituras cayó "casi" el 30% en la Capital y ya en el primer trimestre el Colegio de Escribanos de la Pcia. de Buenos Aires oficializó una caída del 41,3% para ese periodo. Esto ocurre porque gran parte de los propietarios se niegan a recibir pesos por la operación. Esto trae aparejado, cierres de sucursales y despidos de personal y lo que es peor una creciente desconfianza de los consumidores. La caída abrupta en las ventas es un fenómeno que no se observaba desde la crisis que tuvo lugar entre fines de 2008 hasta casi finalizar 2009. La cantidad de escrituras pasó de 63.999 escrituras del 2011, a 46.615 en 2012, lo que representa una baja del 27,2%.

Todo lo anterior trae aparejado que la oferta se retraiga y la demanda jaqueada por la imposibilidad de acceder a los dólares que satisfagan a la oferta, no encuentra en muchos casos el inmueble que satisfaga sus necesidades por lo anteriormente puntualizado. Por último todo esto trae aparejado, que las cotizaciones del usado caigan aun más lo que hace disminuir la oferta aun más; transformándose en un círculo vicioso.

Mes	Actos Escriturales		Actos "promedios" diarios	Importe	Valor "promedio" de operaciones
	Cantidad	Variación			
May-12	4667	31,30%	222,2	\$ 2.143.175	\$ 459.219
Jun-12	4760	2,00%	238	\$ 2.413.997	\$ 507.142
Jul-12	4015	-15,70%	191,2	\$ 1.748.839	\$ 435.576
Ago-12	3776	-6,00%	171,6	\$ 1.587.352	\$ 420.379
Sep-12	3254	-13,90%	171,2	\$ 1.483.726	\$ 455.931
Oct-12	3594	10,50%	163,4	\$ 1.673.660	\$ 465.682
Nov-12	3472	-3,60%	165,3	\$ 1.559.163	\$ 449.068
Dic-12	4477	28,90%	235,5	\$ 2.078.251	\$ 464.035
Ene-13	2043	-54,40%	102,2	\$ 1.028.187	\$ 503.273
Feb-13	1717	-16,00%	107,3	\$ 849.548	\$ 434.786
Mar-13	2730	59,00%	160,6	\$ 1.311.620	\$ 480.447
Abr-13	2735	0,00%	136,8	\$ 1.368.501	\$ 500.366
May-13	3424	25,20%	155,6	\$ 1.727.225	\$ 504.447

Figura 16 - Fuente: Colegio de Escribanos de la Pcia. de Buenos Aires
Elaboración propia

El valor medio de las transacciones en mayo aumento 0,8% y 9,9% en un año, a 504.447 pesos, equivalentes a Uds. 96.268 al tipo de cambio oficial que informa el banco Central.

La Distribución de los actos en cinco segmentos por monto de operaciones indica que en mayo 2013 se concentraron en la franja intermedia de 250.000 hasta 500.000 pesos, con una representatividad de 37% y una reducción de 2,1 puntos porcentuales frente a un año atrás. Las

⁹ Periódico EL CONSTRUCTOR-08 de Julio 2013, p. 29

escalas superiores ganaron peso: 26,6% del total de actos escriturales comparado con 22,9% de mayo 2012. Ese comportamiento explica el aumento promedio de los precios pactados en pesos en 9,9% en un año.

Venta de propiedades "a nuevo" en construcción

En esta caso si bien la situación es diferente, los desarrolladores que están 100% pesificados el nivel de ventas es más fuerte. Ayudo la construcción fondeada con dineros públicos gracias a iniciativas como el plan Procrear, que impulsa el ANSeS.

La obra privada, en cambio, depende en gran medida de los fondos propios de las constructoras y desarrolladoras y las preventas para iniciar las obras.

En este último caso extender los plazos de obra y la cantidad de cuotas es una combinación apetecible en estos momentos donde escasean alternativas atractivas de inversión. Los emprendimientos que están arrancando tienen una buena respuesta toda vez que los usados solo se comercializan contra entrega de dólares y el ávido comprador se arriesga a comprar en pozo por las facilidades ya comentadas. A esta demanda se suman las inversiones corporativas, es decir, empresas locales e internacionales que, *impedidas de transformar sus utilidades en dólares*, compran o alquilan propiedades para capitalizarse. Este contexto, claro esta, es fuertemente apalancado por una alta emisión monetaria que deprecia el valor del peso argentino y eleva la incertidumbre respecto al futuro.

Periodo	TOTAL		Construcciones NUEVAS	
	Permisos	Sup.m2	Permisos	Sup.m2
2012-Mayo	94	93479	71	90393
Jun-12	107	143311	81	126130
Jul-12	133	164633	99	156793
Ago-12	178	219419	135	210943
Sep-12	107	125256	79	121056
Oct-12	129	217072	96	202806
Nov-12	137	122725	96	115979
Dic-12	142	187770	96	176656
Total 2012	1442	1829264	1068	1705137
2013-Enero	21	21120	13	20310
Feb-13	28	17494	18	15020
Mar-13	51	58954	35	54969
Abr-13	56	89597	40	86970
May-13	90	92526	66	86187
Ene-Mayo 2013	246	279691	172	263456
Mayo 2013/2012	-4,30%	-1,00%	-7%	-4,70%
Ene/May 13/12	-51,70%	-57,00%	-55,40%	-55,70%

Figura 17 – Fuente: Permisos de Construcciones Nuevas y Ampliaciones. Dirección general de Estadísticas y Censos
Elaboración propia

La edificación porteña verifico un aumento de May/Abril en la cantidad de permisos al igual que en la superficie pero de menor cuantía. Las solicitudes fueron de 90, una suba del 60,7% respecto de Abril, pero solo del 4,3% respecto a igual mes del año anterior, mientras que la superficie de 92.526 m2 significo un aumento de 3,3% r/Abril y una baja del 4,7% en comparación con Mayo 2012.

El acumulado de los cinco primeros meses de 2013 cae 51,7% en la cantidad de permisos y 57% en la superficie solicitada (73,3% construcciones nuevas)¹⁰

Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC)

Este indicador refleja la evolución del sector de la construcción a partir del comportamiento de un conjunto de insumos. Tiene periodicidad mensual y muestra la actividad de la construcción tanto del sector público y privado. Según datos extraídos del IERIC¹¹

¹⁰ Periódico EL CONSTRUCTOR-22 de Julio 2013. Pág. 10

¹¹ IERIC: www.ieric.org.ar (Agosto 2013)

- Desde mediados del 2011 el indicador mostró una marcada desaceleración
- En los primeros meses del 2012, el indicador observó un comportamiento muy volátil.
- A partir de Abril del 2012, se ve una clara tendencia negativa en la actividad del sector (reflejado en diez meses de caídas interanuales consecutivas del ISAC)
- La baja registrada en mayo de 8,68% es la más importante desde la crisis de 2002.
- En febrero 2013 el indicador observa una mejora puntual de 4,45%.

Este análisis claramente nos direcciona a la idea de ciclo económico y como interactúan las cuatro fases que la componen y que detallaremos en el siguiente punto. Su importancia relativa consiste en saber interpretar en que fase estamos, cual fue su antecesora para anticipar la siguiente.

Cabe destacar que el ISAC esta compuesto por distintos bloques:

Edificación para viviendas es el más importante y tiene una ponderación del 58%, seguido por Edificación otros destinos (19%); explicando el 77% del comportamiento del ISAC.

Según el Grupo Construya, el 2013 comenzó con mejores perspectivas tomando como base la siguiente información extraída del índice construya (IC) que mide la evolución de los volúmenes vendidos al sector privado de los productos para la construcción que fabrican las empresas líderes que conforman el Grupo Construya (ladrillos cerámicos, cemento Portland, cal, aceros largos, carpintería de aluminio, acero y revestimientos cerámicos, adhesivos y patinas, pinturas impermeabilizantes, sanitarios, griferías y caños de conducción de agua).

	2012						Junio	2013						Junio
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo			Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo		
Indice Construya	314,3	284,48	358,6	310	338,7		342,9	321,7	295,91	337,5	352	370,3		349,1
Variacion % Anual	0,4	-7,5	11	-8,1	-0,4		3,9	2,4	4	-5,9	13,7	9,3		1,8
Variacion % acumulada anual	0,4	-3,5	1,5	-1	-0,9		-0,1	2,4	3,2	-0,2	3,2	4,5		4
IC Desestacionalizado	289,2	301,4	320,6	341	320,2		328,3	302,6	329,3	322,5	349	345,6		365,4
Variacion % mensual (desestac)	-9,1	4,1	6,4	6,4	-6,13		2,5	-2,82	8,84	-2,08	8,13	-0,88		5,7

Figura 18 – Fuente: Informe CONSTRUYA nro 126
Elaboración propia

- El índice construya mostró un crecimiento interanual de 9,3 % el pasado mes de Mayo y del 1,8 en Junio.
- Al considerar los primeros cinco meses del año, el índice construya registro un avance del 4,5 % interanual, manteniéndose la tendencia en Junio.
- En tanto el valor desestacionalizado del quinto mes del 2013 resultó apenas del 0,88 % inferior al del mes previo (que era alto), pero subió al 5,7% en Junio.

En cuanto a las *expectativas*, con base en un artículo publicado en periódico EL CONSTRUCTOR¹², avizora que si bien la Pcia. de Buenos Aires seguirá siendo la región más importante para la construcción, ya no será la de mayor crecimiento: las zonas extra Buenos Aires serian las que dinamizaran la inversión en el sector.

Las regiones del NOA, Cuyo y NEA serán las que muestren las mayores tasas de crecimiento, debido a sus mayores tasas de incremento poblacional y porque a los sectores agropecuarios y turísticos en el futuro se sumara el gran crecimiento de la minería. Según el Ing. Brandi, "la construcción estará en condiciones de continuar expandiéndose a un ritmo levemente superior al

¹² Periódico EL CONSTRUCTOR-19 de Noviembre 2012.Pág. 21

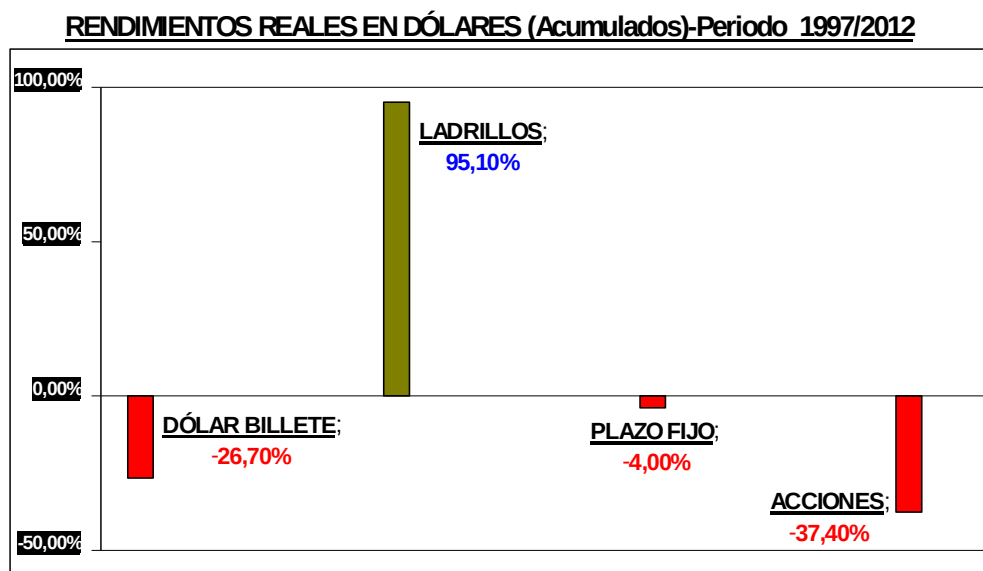
crecimiento del PBI, con lo cual podría llegar a acumular un crecimiento adicional del 50% en el próximo decenio, estableciendo nuevos record históricos”.

En el largo plazo, según el artículo, crecientes demandas de productos alimenticios, metálicos y energéticos de China e India coadyuvaran a un impacto positivo en las economías emergentes. En este escenario estima que el PBI de la Argentina podrá crecer alrededor del 3,5% promedio por año en los próximos diez años y que la cadena de valor de la construcción estará en condiciones de continuar expandiéndose a un ritmo levemente superior.

En los últimos quince años, la inversión en construcción arrojó una rentabilidad real (medida en dólares constantes, es decir corregidos por la evolución de la tasa de inflación norteamericana) positiva y muy superior a la de las inversiones en acciones líderes, plazos fijos convertidos al tipo de cambio del momento y a las de los dólares billetes que se guardan en colchones o cajas de seguridad.

La inversión en ladrillos casi se duplicó (95%) en dólares constantes entre 1997 y 2012, al tiempo que el plazo fijo, el dólar billete y las acciones líderes registraron rendimientos reales negativos de 4%, 26,7 % y 37,4% respectivamente.

Esto implica que la propiedad inmueble (entre la ganancia de capital y la renta asociada al alquiler) tuvo un rendimiento de casi el 5 % real anual en dólares en los últimos quince años. Gráficamente:



RENDIMIENTOS REALES EN DÓLARES (ACUMULADOS)-LADRILLOS (M2) Vs ACCIONES (MERVAL), PLAZO FIJO (\$)
Y DÓLAR BILLETE -1997/2012. Fuente: Grupo CONSTRUYA, CON DATOS DE ESTRATEGIA CONSULTORES
BCRA, BCBA, UADE Y RI. Nota: para el caso del Inmueble se toma una renta anual de 4,15% y Amortización 2%

Nota: Medido en “dólares constantes”, es decir corregidos por la evolución de la tasa de inflación

**Implica que la propiedad inmueble
(entre las ganancias de capital y el ingreso por la renta asociada al alquiler)
tuvo un rendimiento cercano al 5% real anual en dólares en los últimos quince años.**

15

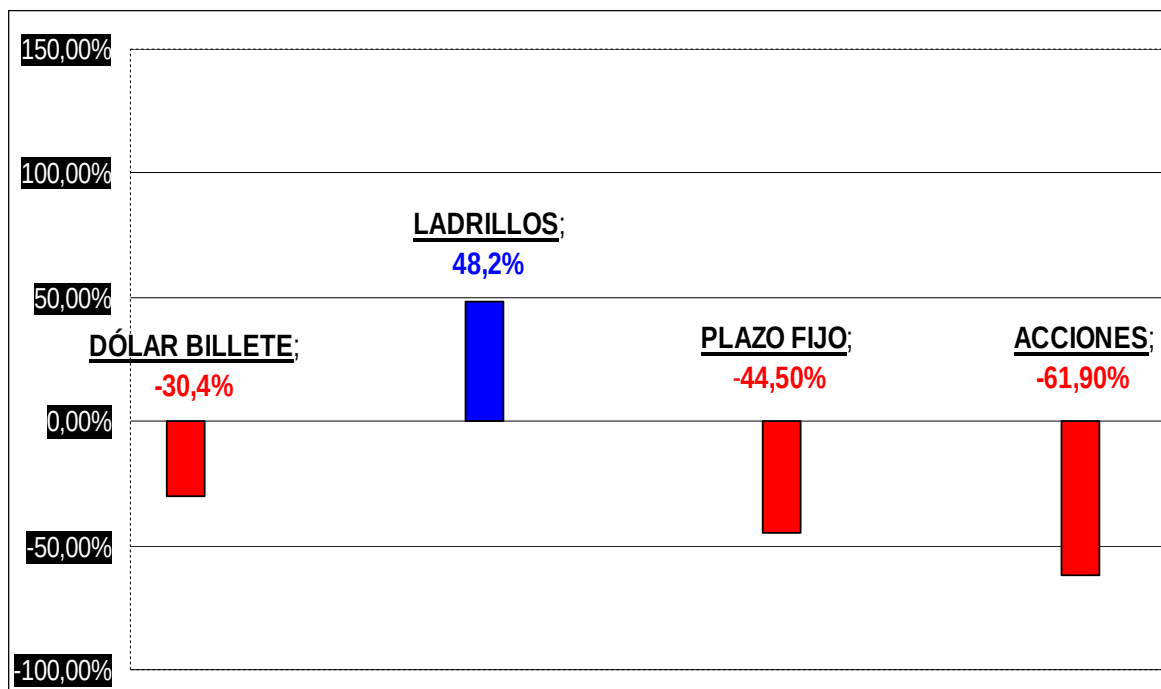
Figura 19 – Fuente: Datos extraídos del Diario EL CONSTRUCTOR (Base Grupo Construta)
Elaboración propia

La construcción fue uno de los principales actores del proceso de recuperación y crecimiento que atravesó la economía argentina a partir de la crisis del 2002. La construcción logró remontar la crisis y crecer a tasas extraordinarias sin la participación del financiamiento hipotecario.

La inversión total en construcción (privada y pública) experimentó un crecimiento de 13,5% equivalente anual hasta 2011, es decir que el volumen total de obras más que se triplicó (creció 211,9% entre 2002 y 2012).

En dólares corrientes, la evolución de la inversión total en construcción fue más llamativa aun, ya que paso de apenas 6500 millones en 2002 a alrededor de 70.000 millones durante el ciclo actual. Tendencia que continúa con el cepo cambiario:

EL DÓLAR BILLETE NO FUE ALTERNATIVA



Desde las RESTRICCIONES CAMBIARIAS, las **ACCIONES** cayeron un **61,90%**, los **PLAZOS FIJOS** un **44,5%** y el **DÓLAR BILLETE** (tomando el valor oficial) un **30,4 %**. Mientras que el **INVERSOR** que apostó por la **CONSTRUCCIÓN** ganó un **48,2%** en el periodo del cepo (últimos dos (2) años).

Figura 20 – Fuente: Informe Construya nro 126 – Agosto 2013
Elaboración propia

4.4. Ciclo “económico”

La inversión en la construcción tiende a ser muy dependiente del ciclo económico (pro-cíclico).

Expansión y cima, recesión y fondo son las características que predominan en el ciclo. Según¹³ Paul Samuelson a una época de prosperidad puede seguir un pánico o un derrumbamiento. Una expansión económica da paso a una recesión; disminuyendo la renta nacional, el empleo y la producción; bajan los precios y los beneficios de los agentes y la gente es despedida de su trabajo. Finalmente se toca fondo y comienza la recuperación. Esta puede ser lenta o rápida; incompleta o tan fuerte que lleve a una expansión. La nueva prosperidad puede presentar un prolongado nivel sostenido de activa demanda, abundancia de empleo, aumento del nivel de vida; o una rápida y fulgurante subida inflacionaria de precios y la especulación, seguida de una desastrosa baja. Esto es en resumen el llamado *ciclo económico*.

Este punto es relevante desarrollarlo pues, conociendo en que fase del ciclo nos encontramos puede direccionarnos en la toma de una determinada decisión de inversión.

La Gran Depresión de la década de 1930 hizo que la producción y el empleo se convirtieran en las variables de estudio más importantes de la Macroeconomía. Durante diez años la producción nacional de bienes y servicios de los Estados Unidos estuvo por debajo del potencial productivo y la tasa media de desempleo en su economía fue de casi el 20%, con cuatro cortas pero importantes

¹³ Poul A. Samuelson, Economía, undécima edición, Editorial McGraw-Hill, 1985. p. 267

recesiones: en 1948-49, en 1953-54, en 1957-58 y 1960-61. Después de la Segunda Guerra Mundial, las fluctuaciones en la producción dieron lugar a la incorporación de políticas *fine tuning* (expresión utilizada en Macroeconomía, a nivel de los agregados económicos y monetarios que implica ajuste fino y que se aplica a las políticas macroeconómicas que buscan, mediante pequeños cambios en la Tributación o en los Gastos públicos, afectar los niveles de Empleo y Crecimiento) con el propósito de mejorar el efecto sobre el bienestar de la población¹⁴.

La pregunta que propone el autor es: *Que es una recesión?*

Y acota que para responderla hay que definir primero lo que es el ciclo económico; por ello me parece relevante interpretar no solo cual es el origen del concepto sino porque su importancia.

Toda variable agregada puede descomponerse en dos partes:

1. la tendencia (t): es el componente de largo plazo de la variable producción agregada real
2. el ciclo (c): es la diferencia entre los valores observados de esta variable y su tendencia, es decir es su componente de corto plazo.

Si llamamos y (t) a una serie temporal de valores reales del producto (o del producto a precios constantes) tendremos: $Y(t) = t + c$

Esta ecuación contiene el concepto de *ciclo de la producción agregada* que precisamente es conocido como **ciclo económico**. “Un ciclo económico consiste en expansiones que ocurren al mismo tiempo en las diversas ramas de la economía, seguidas de recesiones...y recuperaciones que dan lugar a la fase de expansión en el siguiente ciclo.” (Burn y Mitchel, 1946.pag3)¹⁵.

Y la industria de la construcción por estar correlacionada “positivamente” con el ciclo de la producción agregada es pro-cíclica.

Fases de un ciclo económico:

- Recesión: reducción o caída en la producción agregada.
- Fondo: punto más bajo de la caída de la producción
- Expansión: el producto empieza a subir manteniendo una tendencia creciente que continua hasta la siguiente cima.
- Cima: es el punto más alto alcanzado por la producción agregada real en cada uno de los ciclos económicos.

Los ciclos económicos no son deseables. Sería mejor que la producción real crezca sostenidamente. Si la producción se mantiene en su nivel de cima se generan problemas de *inflación* y si se mantiene en niveles muy bajos provocaría *desempleo*.

Las políticas keynesianas de fine-tuning tienen justamente como objetivo enfrentar las ciclos económicos para hacerlos menos severos

La industria de la construcción es un impulsor muy importante de la actividad económica del país. Debe destacarse el efecto multiplicador en la creación de empleo en actividades vinculadas verticalmente:

- Hacia atrás: producción de insumos y materiales y actividades de producción, distribución y comercialización de energía entre otras.
- Hacia delante: actividades inmobiliarias, de seguros y servicios financieros.

La fuerte dependencia de la economía nacional respecto del sector de la construcción hace relevante su análisis, toda vez el efecto multiplicador que dicha industria provoca en el producto, y analizar la falla o cuello de botella que en este exista o pueda llegar a vislumbrarse¹⁶.

¹⁴Macroeconomía: Breve historia y conceptos básicos. Felix Jiménez. Octubre, 1999. Pág.22

¹⁵Ob. cit. 10

¹⁶IARAF: Construcción, precios y rentabilidad. Informe económico nro 214

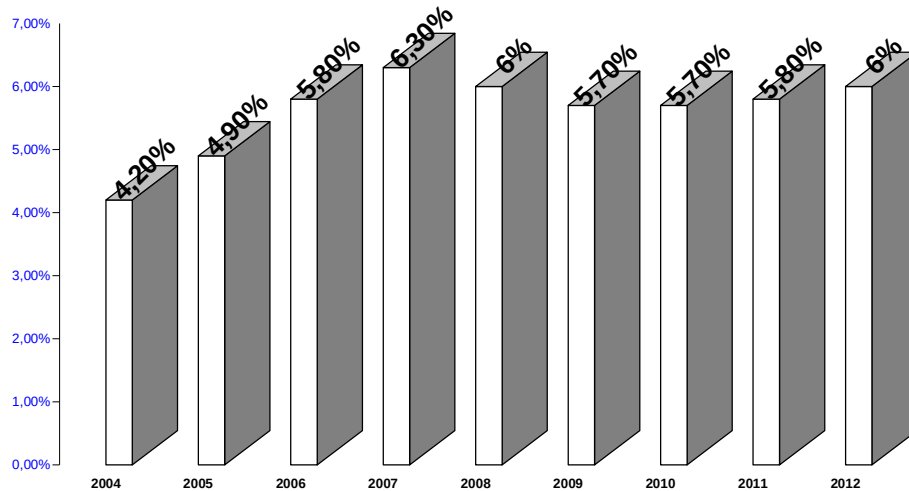


Figura 21 – Fuente: IARAF en base a MECON
 Elaboración propia

5. MACROECONOMIA

La macroeconomía estudia el comportamiento de la economía en su conjunto a partir del examen de la evolución de *variables económicas* (representación de un concepto económico que toma diversos valores numéricos) *agregadas*, como el producto (PBI), el consumo, la inversión, el nivel general de precios, el empleo (Desempleo), el nivel general de precios y la Inflación, la balanza comercial y de pagos, los determinantes del tipo de cambio y de sus relaciones, axial como los efectos de las políticas gubernamentales sobre estas variables.¹⁷

Me pareció muy conveniente relacionar las variables macroeconómicas detalladas con un análisis del ciclo económico; toda vez que sabiendo interpretar en que etapa del ciclo nos encontramos mediante la aplicación de algunos conceptos, podemos deducir algún comportamiento que nos ayude en el proceso decisorio ya sea como consumidores individuales y/o como agentes decisorios de empresas privadas y públicas.

5.1. Importancia de su análisis

La idea propuesta por mi parte es esbozar a través de una sencilla redacción para el lector y utilizando leyes económicas, narrar y graficar como las distintas variables inciden no solo en la economía en su conjunto sino en la industria de la construcción.

5.2. Desempleo

Las recesiones económicas afectan directamente a la población a través de los despidos por lo que se infiere que:

En la Fase de RECESION “aumenta” el desempleo

El Desempleo es “contra-cíclico”. Cuando la economía esta en recesión la tasa de desempleo aumenta.

La relación negativa entre la tasa de crecimiento del producto y el cambio en la tasa de desempleo es conocida como la *ley de Okun*. Fue identificada e interpretada en la década del año 1960 por el economista Arthur Okun.

Okun encontró que la disminución de la tasa de desempleo de 1% de la fuerza laboral de los Estados Unidos se asociaba con gran regularidad al aumento del P.B.I. de 3,3% y por lo tanto a una

¹⁷ Idem 1

caída en la brecha del producto (Okun, 1962)¹⁸

La tasa de desempleo varía solo un 1% por cada cambio cíclico del 2 o 3% en la producción y siempre en la dirección opuesta

La brecha del producto se define como la diferencia entre la producción potencial (nivel que se alcanza cuando todos los factores productivos tienen plena utilización, en especial la fuerza laboral) y la producción efectiva. Toma relevancia este concepto pues:

“La falla en el uso del pleno potencial un año influirá en el producto potencial futuro”

Bajas tasas de utilización del pleno potencial trae aparejado:

1. Bajas ganancias empresariales
2. Ingresos personales menores
3. Baja la inversión en bienes de capital, instalaciones, equipamiento e investigación
4. Baja de productividad empresarial
5. BAJA INVERSIÓN EN VIVIENDAS

Crecimiento del PBI potencial se vera FRENADO

En resumidas palabras, esta ley económica establece una correlación existente entre los cambios en la tasa de desempleo y los cambios en el PBI actual (real)

- A mayor PBI menos Desempleo
- A menor PBI más Desempleo
- Pero la variación (incremento/Disminución) en la tasa del desempleo es solo la mitad de la variación (incremento/disminución) en el PBI real.

Caso Argentino, según:¹⁹

“la demanda debe influenciar con tasas de crecimiento por encima de su tendencia en pos de alcanzar algún objetivo de desempleo. De tal forma que no genera una mayor inflación sino una mayor productividad de la economía, pues permite una menor presión de los costos”

En mi opinión el tema del desempleo “a través de este análisis” toma relevancia, toda vez que si las expectativas de crecimiento de la economía son altas traerá aparejado una posible reducción del desempleo creando una demanda potencial que podría llegar a canalizarse a través de distintos productos inmobiliarios.

5.3. Inflación y tipo de Cambio

La segunda variable importante que estudia la economía es la inflación o la *tasa de crecimiento de los precios*. Desde fines de la década de 1950, episodios inflacionarios se hacen recurrentes a nivel mundial. En la segunda mitad de la década de 1960 los aumentos persistentes del nivel de precios adquieren mayor gravedad. Se desarrolla una controversia entre Keynesianos y monetaristas.

La inflación es la elevación del nivel general de precios de una economía. Se mide como la variación porcentual en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) construido a partir de una canasta de consumo representativa, entre dos periodos, si sube hay inflación, si baja se da lo que se llama deflación: *fenómeno que puede ser más indeseable que la inflación, pues genera desempleo, quiebras y depresión económica.*

En palabras de Keynes:

“...la moneda no tiene más importancia que por lo que ella pueda adquirir...”

“...la modificación del valor de la moneda, importa a la sociedad en el momento en que su incidencia se manifiesta de manera desigual”.²⁰

¹⁸Ob. cit 10

¹⁹CIRCUS: Revista Argentina de economía. Ley de Okun y crecimiento en la Argentina.24/08/2012

²⁰Keynes,a.m. (1997) p.69

Es muy complejo no solo explicar “la inflación”, sino también sus causas y efectos.

En nuestro país existe una arraigada cultura inflacionaria. Pero sobre todo, desde el punto de vista de política económica, la inflación se convirtió para la Argentina en el caballito de batalla para muchos presidentes.

Una pregunta esencial cuando se analiza la inflación como un fenómeno de mercado es si se trata de un exceso de demanda o de una insuficiencia de oferta. Parece lo mismo.

- Si hay demasiada demanda, lo adecuado es reducirla recortando gastos, no emisión monetaria y bajando salarios.
- Pero si es un problema de falta de bienes y servicios, lo anterior es contraproducente, hay que ampliar la producción de manera global.

Según Aldo Ferrer, el tipo de inflación de nuestro país es “estructural” (no monetario) en el sentido que no puede abordarse con una sola medida, sino hay que analizar un conjunto de otros problemas como la distribución del ingreso, sector externo, análisis de las cadenas productivas y acumulación del capital.

La inflación estructural es una característica particular de los países en desarrollo con problemas en el sector externo.

Las condiciones de inflación que no han sido admitidas oficialmente, son sistemáticas. Durante el sexenio 2007-2012 con niveles entre 18 y 25%, aunque bajos en términos históricos, es suficientemente alto como para poner entre paréntesis el funcionamiento global de la economía.

Los éxitos de la economía argentina en el periodo 2003-2007 provienen de un tipo de cambio muy alto con un efecto protector sobre el mercado interno y una competitividad- precio en las exportaciones.

El proceso inflacionario “avanzo” más rápido que el tipo de cambio redujo el impacto de la gran devaluación del año 2002. Este retraso anulo, los pilares que venían operando desde el 2003 (superávit gemelos- fiscal y externo) y agoto el modelo.

El retraso cambiario combinado con las restricciones a la compra de dólares hizo aparecer al dólar “paralelo” y las expectativas que genero su cotización en los agentes económicos se traslado como desconfianza al resto de la economía haciendo subir los precios y por ende la inflación.

Mantener durante un cierto tiempo estos niveles de inflación (18-25%) aumenta el riesgo de un proceso de “espiralización” que hasta ahora se evito utilizando como anclas:

- Retraso del tipo del cambio
- Subsidios a las tarifas de los servicios públicos

En estos niveles, los efectos básicos son:

A) Distribución del ingreso: A pesar de las altas tasas de crecimiento de la economía argentina de los últimos años, el impacto progresivo sobre la distribución del ingreso ha sido ínfima, pues la inflación se comió los aumentos nominales de los salarios sin perjuicio de la falta de actualización de la escala tributaria del impuesto a las ganancias como efecto complementario.

B) Precios relativos: uno de los casos más notables, es visible en la comparación entre el precio que se paga al productor de las economías regionales y lo que se paga por el producto en la góndola del supermercado. En este esquema de modificación de precios relativos, toma cuerpo una variable estratégica en cualquier economía del mundo. Se trata del Tipo de cambio.

C) Tipo de cambio: la diferente velocidad de cambio entre el nivel de la inflación real y la depreciación cambiaria, genera el fenómeno de la “inflación en dólares”; que descoloca la

capacidad competitiva en valores monetarios, tanto de nuestros productos en el exterior (exportaciones) como en el mercado interno las importaciones. La actual tendencia por falta de competitividad hacia una reducción de las exportaciones y limitar duramente las importaciones nos indican junto con el control de precios la magnitud del problema en cuestión.

Atacar solo competitividad monetaria no soluciona la problemática de la competitividad en términos físicos relacionada al nivel tecnológico, la capacidad de la mano de obra, al costo y calidad de los insumos, infraestructura, etc. Es un objetivo clave sin resolver y solo abordable con políticas a largo plazo.

Una mera devaluación ni por asomo resolverá estas cuestiones. Adicionalmente el retraso cambiario genera un mercado marginal de divisas que causa serias perturbaciones en los flujos económicos. Más retraso más inflación y más inflación más retraso, convirtiéndose en cuentos de nunca acabar.

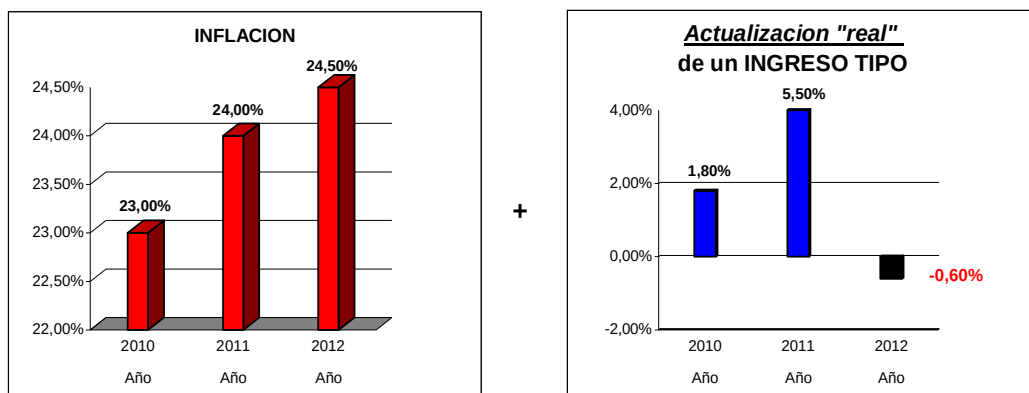
Por último, respecto al nivel de actividad, los efectos son contradictorios.

En el corto y mediano plazo: cierto nivel de inflación juega a favor de incentivar la producción y el empleo. Se prioriza cuidar el empleo respecto de la inflación como prioridad de política económica. Mientras que en el largo plazo el efecto es el contrario, si tomamos el año 2007 como el inicio del actual nivel de inflación, estaríamos en el final del mediano plazo.

Como conclusión, una inflación sistemática afecta el tipo de cambio y a su vez la dinámica de esa interrelación comienza a incidir negativamente sobre la inversión y el consumo. Una de las principales consecuencias de la existencia del flagelo de la inflación, es:

Si no se encuentra destino al dinero sobrante, se pierde un “impuesto invisible” (lo pierde el trabajador, el último eslabón de la cadena), según se desprende como sigue:

EL “AHORRO” del Impuesto INVISIBLE



=

Impacto en la VIDA COTIDIANA



Ejemplo para una persona con un Ingreso mensual de \$ 8.000 y ahorros en el banco por \$ 20.000

Con una INFLACION del 2% mensual, el Impuesto inflacionario "pesa".

Es un tributo

**NO LEGISLADO
MUY REGRESIVO
QUE NADIE PUEDE EVADIR
QUE NO SE COPARTICIPA**

Figura 22 – Fuente: Informes y Estadísticas del Bco. Ciudad - CLARIN 17 de Febrero 2013
Elaboración Propia

Y en procesos inflacionarios toma especial relevancia que hacer con los pesos sobrantes, por la pérdida del poder adquisitivo de la moneda y la falta de alternativas atractivas para defender los pesos. Y es de especial interés que según un análisis efectuado por uno de los diarios dedicados al rubro de la construcción, hoy el 86,5% de las decisiones de ahorro tienen como destino la compra de inmuebles.

CONSTRUCCIÓN, el “mejor” método de AHORRO

Al momento de ser consultados sobre el “mejor” método de AHORRO
En medio de las restricciones cambiarias existentes

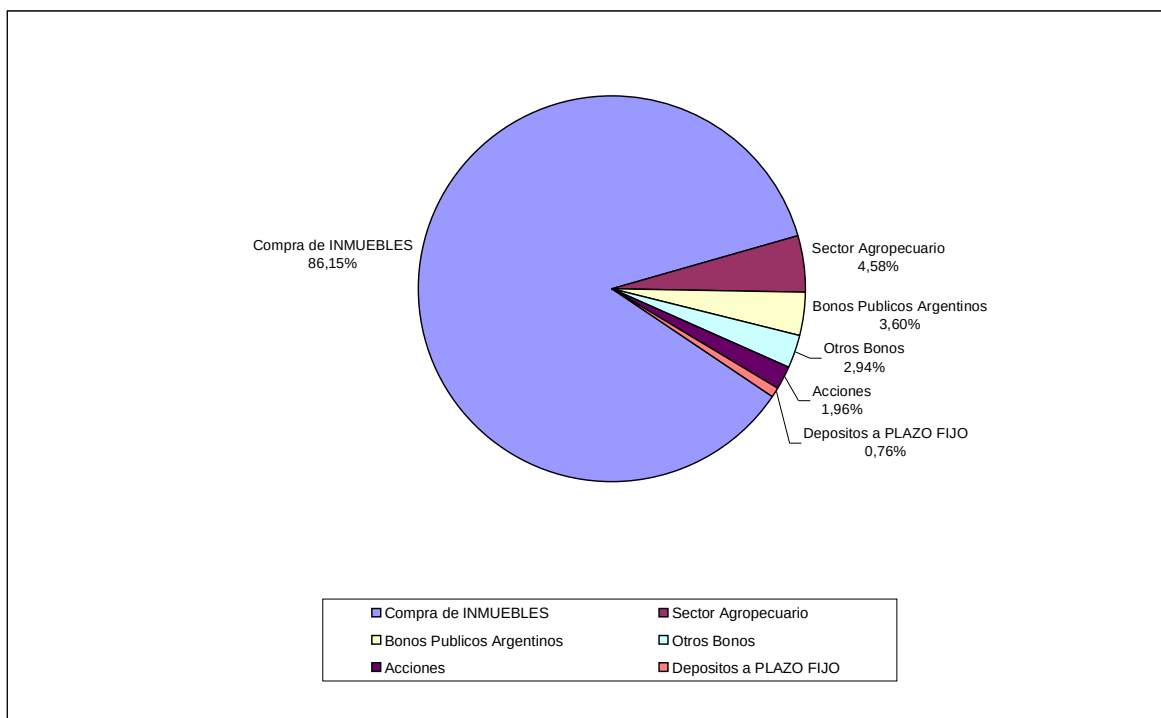


Figura 23 – Fuente: El Constructor 07 de Enero 2013
Periódico de la Construcción y Negocios
Elaboración propia

5.4. Déficit Fiscal

El déficit fiscal es otra variable que estudia la macroeconomía. El propósito de mantener bajo desempleo y precios estables se hizo cada vez más difícil, pues²¹ como indica la curva de Phillips:

“las mismas fuerzas que reducen el desempleo impulsan el alza de precios”

Los “IDEALES” en cuestiones macroeconómicas como son:

- “Baja” INFLACION
- “Bajo” DESEMPLEO
- Superávit COMERCIAL
- Superávit FISCAL
- Crecimiento económico permanente
- Mejora en la distribución del ingreso
- Alto Ahorro
- Alta Inversión
- Pleno empleo
- Desarrollo sustentable
- etc.

Son muy difíciles de alcanzar en forma conjunta, toda vez que si nos ocupamos de mejorar alguno de ellos indefectiblemente empeorara algún otro.

²¹Ob. cit en 10

Como ocurre hoy en la Argentina, ***las mismas fuerzas que reducen el desempleo impulsan el alza de precios lo que provoca DEFICIT FISCAL.***

El déficit fiscal es el gasto que el erario público efectúa por encima de sus ingresos. Los gastos pueden ser de dos tipos, corrientes y de capital. Mientras los primeros se tratan de gastos no recuperables, los segundos están relacionados con inversiones durables asociados a proyectos de inversión y que hacen al crecimiento y desarrollo económico de un país.

Hoy lamentablemente nuestro país posee un alto déficit fiscal por exceso de gastos corrientes, compras de bienes y servicios o tratando de impulsar algún sector como la obra pública que se abordan con emisión monetaria; lo que se traduce en una expectativa inflacionaria en aumento creciente.

Cual es la relación entre el déficit y el ciclo económico?

a) En la etapa Expansiva de la economía, al mejorar los ingresos fiscales “disminuiría” el déficit, suponiendo que con un crecimiento de la economía se recaudaran más impuestos. En economía no hay una lógica matemática, hoy en Argentina tenemos un moderado crecimiento, en la página de la AFIP se publican ingresos públicos exorbitantes pero: persiste un DEFICIT FISCAL crónico desde hace un tiempo. Esto como se explica? Por un excesivo gasto del estado en conceptos corrientes.

b) En una etapa Contractiva de la economía, los ingresos fiscales disminuyen y si los gastos del estado se mantienen, el déficit fiscal sería una consecuencia natural.

Hoy en Argentina convivimos con un “alto” déficit fiscal, “alta” emisión monetaria y crecimiento económico. Pero las preguntas que hay que formular son:

- El crecimiento es sustentable?
- Mejora la productividad de la economía en su conjunto
- El record en la recaudación impositiva “no” contempla el impuesto inflacionario
- Y la inequidad en la distribución del ingreso por recaudar más sobre los que menos tienen por caso, por no actualización de escalas del artículo 90 LIG.

Por ende, el déficit fiscal es contra-cíclico o pro-cíclico? Y la respuesta es DEPENDE.

5.5. Balanza Comercial

Las economías modernas se encuentran más integradas comercialmente y financieramente. Las economías del mundo son más interdependientes. Cada país necesita comprar bienes y servicios que no produce y otros países requieren lo que produce un determinado país.

Las políticas en materia de comercio exterior en un país son relevantes y lo es “especialmente” en la actualidad para la Argentina; pues el comercio exterior plantea un dilema: optar entre priorizar el flujo de dólares o apuntalar el crecimiento económico.

Según datos del primer cuatrimestre, el saldo comercial –única fuente de dólares con la que hoy cuenta el país- se achica 43% respecto del mismo periodo de 2012²².

Detrás de estas cifras aparecen los problemas energéticos que deprimen las exportaciones e impulsan las compras externas; deteriorando el saldo de la balanza comercial. Con lo cual:

- “mayor” actividad económica
- “mayor” importación de energía
- “mayor” salida de dólares
- “mayor” pérdida de reservas (disminuyó un 17% en los últimos doce meses)

²²Fuente ACM sobre la base de datos del INDEC-Clarín Económico 02 de Junio 2013

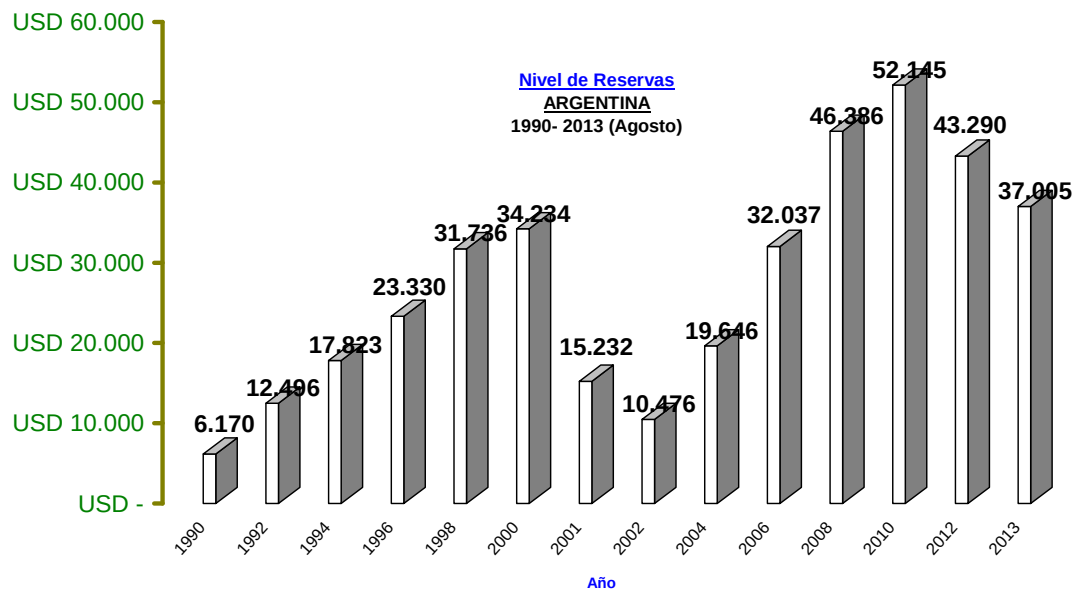


Figura 24 – Fuente: Banco de la Nación Argentina
Elaboración propia

Una alerta amarilla “se enciende” pues faltan dólares, crecen las compras al exterior por combustible, no ingresan divisas financieras y caen entre un 12 y 18 % las reservas. Agrava esta tendencia la imposibilidad del acceso al crédito externo por lo que el BCRA solo puede **acumular dólares provenientes del comercio exterior**; por ello el gobierno actual aplica la política (política?) de restricción a las importaciones. Por el lado positivo, aun hay superávit comercial y no hay vencimientos importantes en materia de deuda externa. La siguiente figura muestra el saldo de la balanza comercial en el periodo comprendido entre 2002 y 2012 y su tendencia.

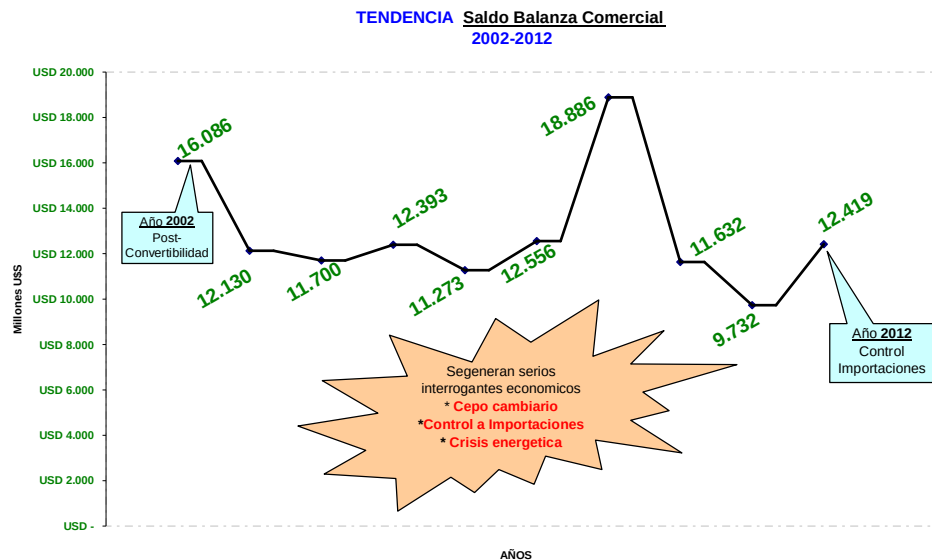


Figura 25 - Fuente: INDEC
Elaboración propia

Concluyendo, en esta pulseada entre el dólar y la actividad, en un año eleccionario el gobierno priorizara el nivel de actividad, con lo cual atenuara los límites a las importaciones pues afecta al nivel de actividad y porque con los productos importados se busca también otro efecto: “atenuar el impacto de la inflación”.

Y en este sentido, la construcción es uno de los sectores que espera una mejora en el clima económico para poder crecer.

5.6. Demanda y Oferta

La demanda de un producto depende negativamente de su precio. Mientras que con la oferta ocurre lo contrario. Un “modelo” de análisis (relaciones entre variables mediante funciones) puede establecerse de la siguiente manera:



Figura 26 - Fuente: Imágenes extraídas de google

Para un determinado producto la curva de demanda tiene un comportamiento “asintótico”, es decir a medida que disminuye su precio la cantidad del bien es más requerida y en el supuesto que los agentes económicos perciban que esta extremadamente barato su cantidad demandada será cada vez mayor.

Por el contrario la oferta depende positivamente de su precio, a medida que el precio del bien sube, su cantidad ofertada aumenta, pues los agentes económicos perciben que pueden obtener un rédito mayor.

El modelo se completa con una identidad que intenta explicar la condición de equilibrio entre oferta y demanda. En el equilibrio se garantiza la ausencia de “excesos” de oferta y “excesos” de demanda en un mercado de bienes y/o servicios en su conjunto en la economía de un país.

A través de este simple modelo se analizará

- a) Una **variable “exógena”** (que no es explicada por el modelo) *instrumentada* por un gobierno incide sobre el precio del bien (Ejemplo: emisión monetaria, gastos del gobierno, aumentos de impuestos)
- b) Una **variable “exógena” NO instrumentada** o “propriadamente dicha” incide sobre el precio del bien (Ejemplo: demanda mundial, tasa de interés internacional)

5.6.1. Variables “exógenas” instrumentada

La macroeconomía (valga la redundancia) se ocupa del comportamiento de la economía como un todo:

- De las EXPANSIONES y RECESIONES
- De la producción total de BIENES y SERVICIOS de la economía y su crecimiento
- De la tasa de INFLACION, DESEMPLEO, BALANZA de PAGOS y Tipos de CAMBIO

Analiza las “políticas económicas” y sus variables:

- a. Consumo e Inversión
- b. Variaciones de los salarios y precios
- c. Políticas Monetarias
- d. Políticas Fiscales
- e. Cantidad de Dinero
- f. Tipos de interés
- g. Deuda Publica y
- h. El presupuesto del sector publico

Reduce los complicados detalles de la economía a puntos “esenciales” estudiando las interacciones de los mercados de BIENES, TRABAJO y ACTIVOS de la ECONOMIA. Se analiza cada mercado como un todo. Dos tradicionales *escuelas de pensamiento* (años 60) argumentan

1. **MONETARISTAS** (Milton Friedman)

- a. Grandes fluctuaciones de la economía es consecuencia de la actuación del sector público y no a la inestabilidad inherente al sector privado de la economía.
- b. La cantidad de dinero es el determinante fundamental del nivel de precios y de la actividad económica.
- c. El excesivo crecimiento de la masa monetaria es la causante de la INFLACION
- d. Su crecimiento “inestable” es responsable de las fluctuaciones económicas.
- e. Defienden una política monetaria de crecimiento reducido y constante de la oferta de dinero (habría como una regla de crecimiento de dinero).
- f. Pregonan un sector público reducido, pues se horrorizan del déficit presupuestario y una elevada deuda pública.
- g. Defienden baja de impuestos en recesiones y disminución del gasto público en las expansiones, con un efecto neto de baja participación del sector público en la economía.

La política monetaria o política financiera es una rama de la política económica que usa la cantidad de dinero como variable para controlar y mantener la estabilidad económica. Para ello las autoridades monetarias-en Argentina el BCRA-usan mecanismos como la variación en el tipo de interés y participan en el mercado de dinero.

2. **NO MONETARISTAS** o fiscalistas o **KEYNESIANOS** (James Tobin o Franco Modigliani)

- a. Con recesión y con tipo de interés muy bajo, una política expansiva es neutro al interés por tanto será inefectiva.
- b. Crecimiento del dinero e inflación a corto plazo “no se relacionan”. Pues solo es uno de los factores que afectan a la demanda agregada.
- c. Una baja en los tipos de interés no implica un aumento en la inversión, pues estas dependen más de las necesidades y expectativas que del tipo de interés.

3. **NUEVO ENFOQUE** (años 70) **CLASICOS** como Robert Lucas o Sargent (intermedio) **ENFOQUE DE EQUILIBRIO DE LAS ESPECTATIVAS RACIONALES**

Supuesto: los mercados están constantemente en equilibrio, por lo tanto la intervención del gobierno en la economía debe ser escasa pues los individuos no actúan de forma arbitraria sino que lo hacen racionalmente buscando su propio interés

Como variables exógenas instrumentadas, un gobierno posee dos amplias “clases” de políticas para influir en la economía

5.6.1.1. Política fiscal

Los principales mecanismos de intervención, son a través de

- Cambios impositivos
- Cambio del gasto público

Sus efectos no son totalmente predecibles por su perfil temporal y cuantía del mismo, en la que

afectarán a la demanda y a la oferta de bienes y servicios.

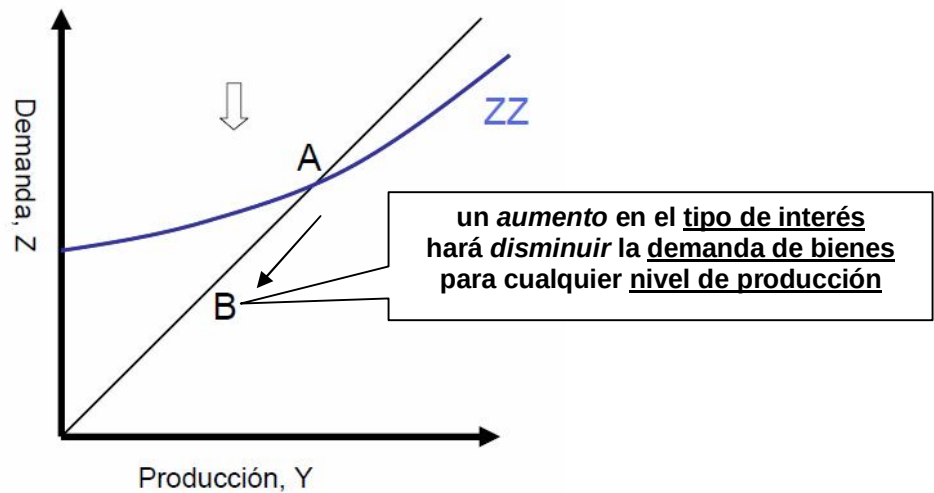


Figura 27 - Fuente: Gráfico extraído de Macroeconomía Argentina
Anotaciones con uso de herramientas word-interpretación propia

Si consideramos que un nivel determinado de nivel de ingreso (producción de bienes y servicios) depende del consumo, la inversión y el gasto de un gobierno, obtendremos:

$$Y = C(Y - T) + I(Y; i) + G$$

C: Consumo, el cual disminuye a medida que aumentan los impuestos.

I: Inversión, que depende directamente del nivel de ventas e indirectamente del tipo de interés

Dando origen este análisis a la interpretación de la curva IS, es decir que el equilibrio en el mercado de bienes implicará que un incremento en el tipo de interés hará disminuir el nivel de producción, por ello la curva IS posee pendiente negativa.

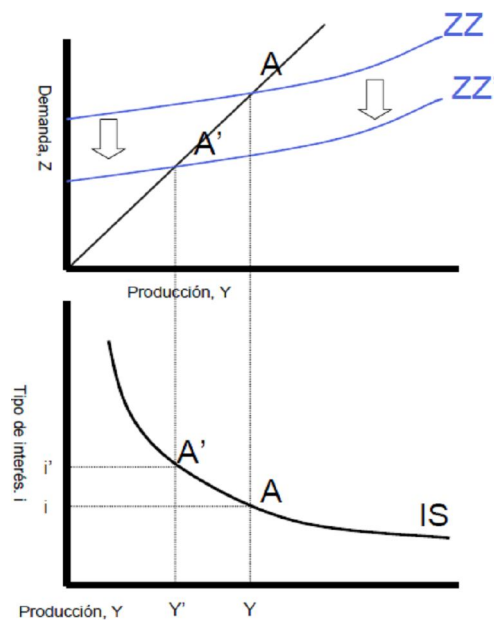


Figura 28 - Fuente: Gráfico extraído de Macroeconomía Argentina
Anotaciones con uso de herramientas word-interpretación propia

Un incremento del nivel de impuestos, desplazara a la curva IS hacia la izquierda, pues incide negativamente en el nivel de consumo (sumando de Y en la formula arriba descripta)

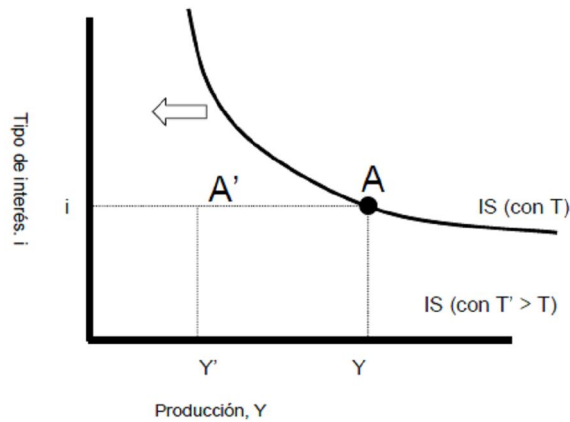


Figura 29 - Fuente: Gráfico extraído de Macroeconomía Argentina
Anotaciones con uso de herramientas word-interpretación propia

Esta introducción a nivel económico, viene a colación pues en la industria de la construcción el contexto económico toma especial relevancia y analizar el uso que un gobierno puede hacer con determinados instrumentos de política económica en la economía en su conjunto resulta *crucial*.

5.6.1.2. Política monetaria

Los principales mecanismos de intervención, son

1. Cambios en el tipo de interés
2. Operaciones en el Mercado Abierto
3. Variaciones del coeficiente de caja
4. En nuestro país, con la última modificación de la Carta Orgánica del Central, el BCRA tendrá un “arsenal” de instrumentos, para incidir en la economía a través de esta política.

Una política monetaria expansiva es aquella que un país activa para **aumentar la cantidad de dinero** y su elección depende de su facilidad de manejo, de la cantidad de información al respecto disponible sobre cada medida y del objetivo final que se desea conseguir.

Es muy importante conocer cuales son o deberían ser los *objetivos “últimos” de la política monetaria*

- i. estabilidad del valor del dinero;
- ii. tasas más elevada de crecimiento económico;
- iii. plena ocupación o pleno empleo (mayor nivel de empleo posible);
- iv. evitar desequilibrios permanentes en la balanza de pagos y mantenimiento de un tipo de cambio estable y protección de la posición de reservas internacionales

El problema surge al tratar de compatibilizar los diferentes objetivos marcados

Mediante la política monetaria, un gobierno influye en la cantidad de dinero, y como consecuencia en el tipo de interés y en la renta (entendida como PNB “producción nacional bruta” o el valor de bienes y servicios producidos por una economía).

Para todo bien o servicio existirá una demanda y una oferta, como en la industria de la construcción pesos, dólares, etc. son quienes oxigenan su movimiento, cuando hablamos de dinero habrá:

5.6.1.2.1. Demanda de dinero

-) En términos **reales**: es la demanda de dinero expresada en términos de unidades de bienes que puedo comprar con ese dinero.
-) En términos **nominales**: es la demanda de una determinada cantidad de dinero

La Demanda de dinero es una demanda de “saldos reales”, porque el público mantiene dinero por lo que se puede comprar con él. Cuanto más elevado es el nivel de precios, más saldos nominales tiene que mantener una persona para poder comprar una determinada cantidad de bienes.

La Demanda de saldos reales depende de:

Nivel de renta (ingreso), porque los individuos mantienen dinero para financiar sus gastos

Del tipo de interés, entendido como el interés que se deja de percibir por el hecho de mantener dinero en un lugar (o en mi poder) y no en otro activo (o guardado).

$$L = k.Y - h. i \quad \text{para } k \text{ y } h \text{ “mayores” a cero, siendo}$$

L=Demanda de dinero

Y=renta

k=respuesta de la demanda de dinero a las variaciones de la renta

i=interés

h=respuesta de la demanda de dinero a las variaciones del tipo de interés

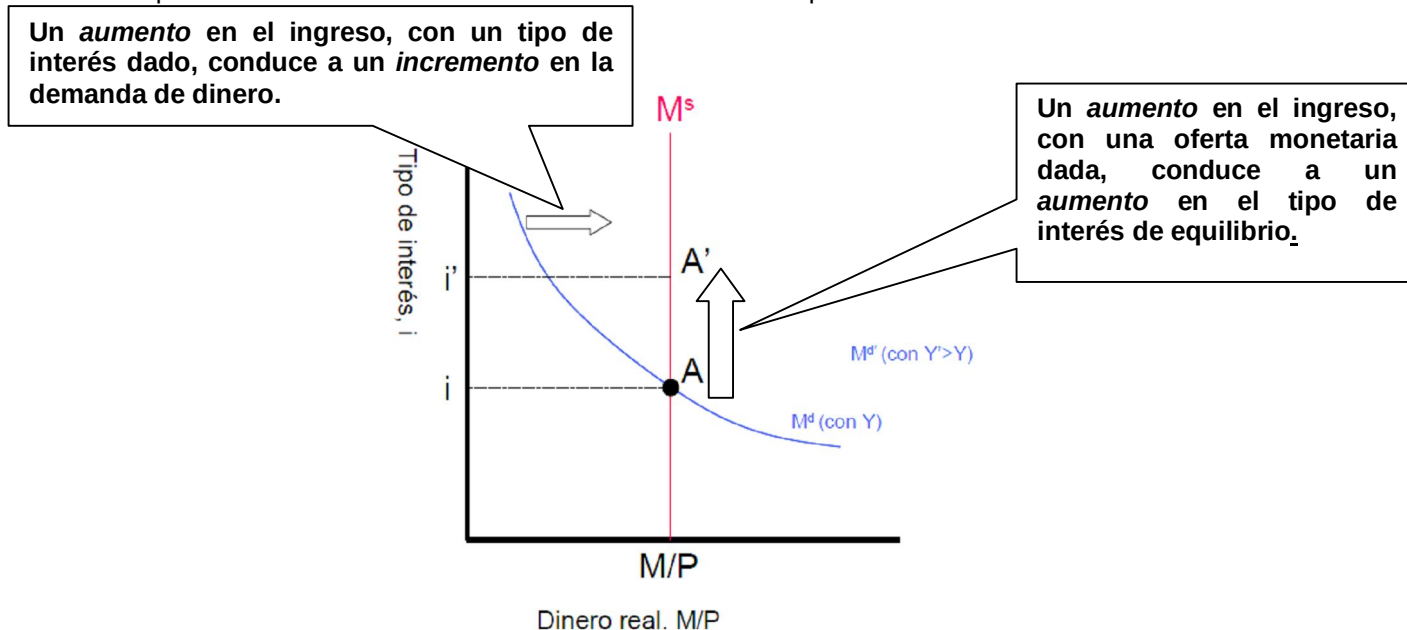


Figura 30 - Fuente: Gráfico extraído de Macroeconomía Argentina
Anotaciones con uso de herramientas word-Elaboración propia

5.6.1.2.2. Oferta de dinero

La cantidad “nominal” de dinero M es controlada por el BCRA. Llamamos a los precios P tendremos que M/P será la oferta de dinero en términos “reales” (ver figura 27).

Dado que el numerador es un concepto nominal y el denominador son los precios “reales” de los bienes y servicios, llegamos a la conclusión que si aumentan los precios (por el efecto de la inflación o técnicamente hablando depreciación del valor del dinero a medida que transcurre el tiempo) mi oferta disminuye, o lo que es lo mismo *tengo menos dinero en términos reales*.

Curva L (Demanda) M (Oferta) = (LM)

Si igualamos la *demanda* (color azul) con la *oferta* de dinero (color rojo). Aumentos del nivel de producción de Y_1 a Y_2 , en la figura incrementarían la demanda de dinero desplazándose la curva de demanda de dinero hacia la derecha generando, a la tasa de interés inicial, un exceso de demanda de dinero. Para que el mercado de dinero vuelva estar en equilibrio, con el nuevo nivel de producción Y_2 , **estando constante la oferta monetaria y el nivel de precios** se requerirían que suba la tasa de interés como se muestra en el punto 2 del lado izquierdo de la figura.

El punto 1 del lado derecho con Y_1 e i_1 corresponde al punto 1 de equilibrio inicial del lado derecho. Al subir el nivel de producción Y_2 se requiere que la tasa de interés suba hasta i_2 lo que se muestra en el punto 2 del lado derecho. Uniendo los puntos de equilibrio del mercado de dinero en el plano Y, i estando constante lo demás (M, P) se obtiene la curva LM (ver figura 28)

que muestra las combinaciones del nivel de producción y tasa de interés que mantiene en equilibrio el mercado de dinero manteniéndose igual las demás variables (M, P).

Un aumento del nivel de producción requiere, ceteris parí bus, que aumente la tasa de interés para que se mantenga en equilibrio el mercado monetario por lo que la pendiente de la curva LM es positiva

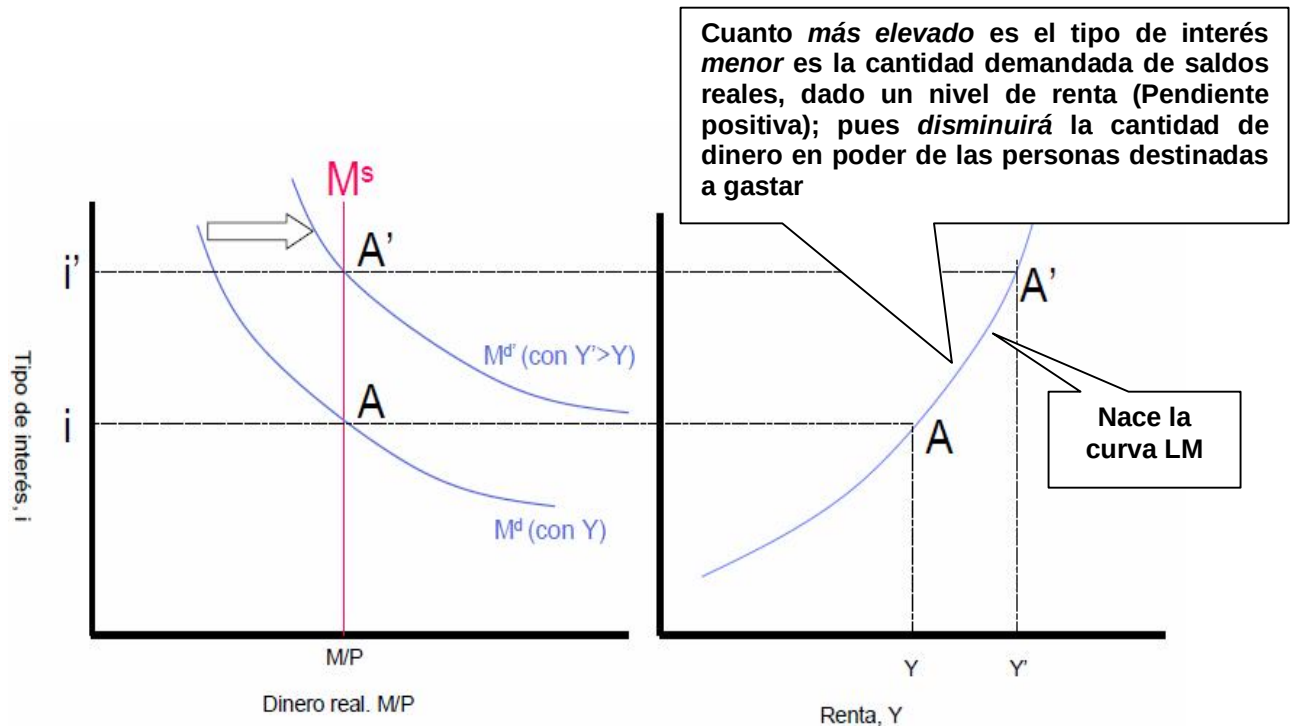


Figura 31 - Fuente: Gráfico extraído de Macroeconomía Argentina
Anotaciones con uso de herramientas word-Elaboración propia

Un incremento de la renta (de Y a Y') lo cual se representa mediante un traslado de la curva de demanda de dinero hacia la derecha (pendiente azul).

La llamada curva LM, son sus principales características:

- La curva LM esta formada por las combinaciones de tipos de interés y niveles de renta con los cuales el mercado esta en equilibrio.
A lo largo de la curva la oferta de dinero se mantiene constante en términos reales, lo que implica que una variación de la oferta monetaria trasladara la curva LM
- La curva LM tiene "pendiente positiva". Dada la oferta monetaria fija, un incremento del nivel de renta, que eleva la cantidad demandada de dinero, tiene que ir acompañada por una suba del tipo de interés.

Esto reduce la cantidad demandada de dinero y, de esta forma, *mantiene equilibrado el mercado monetario*.

- La curva LM se traslada cuando varía la oferta monetaria. Un incremento de la oferta monetaria traslada la curva LM hacia la derecha.
- En el Gráfico siguiente veremos un “incremento de la oferta monetaria”. Como ya se vio, generaría un exceso de oferta de dinero, que a la misma tasa de interés requeriría, para mantener en equilibrio el mercado monetario un aumento del nivel de producción.

Gráficamente ello implica un desplazamiento de la curva LM hacia la derecha o hacia abajo cuando se incrementa la oferta monetaria.

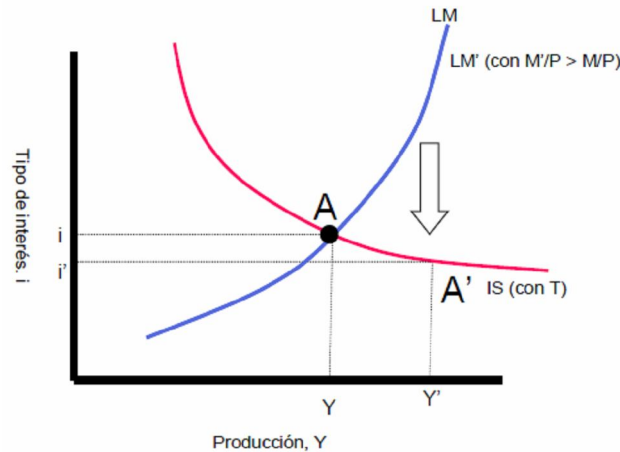


Figura 32 - Fuente: Gráfico extraído de Macroeconomía Argentina

Un aumento de la oferta monetaria a causa de una política monetaria expansiva, implica un desplazamiento de la curva LM hacia abajo, impulsando a los agentes productivos a producir haciendo disminuir las tasas de interés.

INTERPRETACIONES

- Cualquiera sea el nivel de renta, el tipo de interés de equilibrio debe ser menor, para inducir al público a absorber la mayor cantidad de dinero en términos reales.
- Alternativamente, el nivel de renta debe ser más elevado cualquiera sea el tipo de interés, para aumentar la demanda de dinero para transacciones y absorber de este modo la mayor oferta monetaria en términos reales

CASOS EXTREMOS

1. *LM HORIZONTAL* (Trampa de la *liquidez*) implica que una política monetaria no puede afectar el nivel de renta. En términos simples: *variaciones en la cantidad de dinero no la trasladan lo que significa que una política monetaria “carece de poder”*. Se da cuando el tipo de interés es mínimo o se aproxime a cero. Política defendida por los keynesianos. Situación en la que el público está dispuesto a mantener cualquier cantidad de dinero que se ofrezca; dado un tipo de interés (como ya dijimos bajo)
2. *LM VERTICAL* (línea de pensamiento *clásico*) cuando la demanda de dinero es totalmente insensible al tipo de interés. En estas condiciones cualquier traslado de la curva LM produce un efecto máximo en el nivel de la renta. Implica suponer que la demanda de dinero depende solo del nivel de renta (no del tipo de interés). Está relacionado con la teoría CUANTITATIVA DEL DINERO que se basa en el supuesto en el cual el nivel de renta nominal está determinado únicamente por la cantidad de dinero.

Como colorario teórico de lo expuesto, estos dos supuestos sugieren que:

LA PENDIENTE DE LA CURVA LM es un determinante fundamental de la eficacia de la política monetaria en cuanto a su influencia en la producción. Cuanto “más plana” sea la curva LM Será mayor la SENSIBILIDAD de la demanda de dinero al tipo de interés

En el punto inicial de equilibrio A, el incremento de la oferta de dinero crea un “exceso” del circulante monetario, al que el público se ajusta tratando de reducir sus tenencias de dinero mediante la compra de otros activos; **como podría ser comprando metros cuadrados o lotes en un emprendimiento.** En el proceso los precios de los activos se incrementan y los rendimientos disminuyen; **la industria de la construcción se vería claramente beneficiada dado que le permitiría al fondearse “prácticamente a tasas mínimas (casi cero)” con la demanda creciente que se origina por los excesos de pesos que se encuentran en poder de las personas y dado que los costos se abonan en pesos y las personas poseen más pesos, entonces el exceso de liquidez provocara un repunte importante en la demanda local de estos activos.**

Siguiendo la lógica del Gráfico, suponiendo que los mercados de activos se ajustan rápidamente, al nivel de renta inicial Y' , *nos desplazamos inmediatamente hasta su intersección con LM'* , donde el mercado monetario se vacía y donde el público desea mantener la mayor cantidad de dinero porque el **tipo de interés ha descendido**. En ese punto hay un EDB (exceso de demanda de bienes) por ejemplo **gran parte de ese dinero puede volcarse a comprar bienes inmuebles aumentando la demanda de este tipo de bienes**. El descenso del tipo de interés, dado el nivel inicial de renta Y' ha hecho que la demanda agrada aumente, por lo que las existencias empiezan a disminuir, **léase, voy vendiendo metros cuadrados y disminuye mi oferta vendible**. En respuesta la producción aumenta y nos empezamos a desplazar hacia arriba a lo largo de la curva LM' .

Surge una pregunta: ¿Por qué aumenta la tasa de interés? Porque el incremento de la producción eleva la demanda de dinero y este incremento tiene que ser frenado por la elevación de los tipos de interés. *Así pues, el incremento de la cantidad de dinero provoca, en primer lugar, una baja de los tipos de interés y a continuación un aumento de la demanda agregada, por volcarse el público a la compra de otros activos.*

Sintetizando, políticas monetarias expansivas provocara:

1. Expansión monetaria, creando un exceso de oferta de dinero; al cual el público se ajusta reduciendo sus tenencias de dinero comprando otros activos *beneficiando a los proyectos nuevos y/o en curso y en menor medida al mercado del usado, pues al haber exceso de liquidez la tasa de interés baja y la demanda de otros activos aumenta como por ejemplo el del mercado inmobiliario.*
2. En el proceso de “exceso de liquidez” los precios de los activos se incrementan; con lo cual el dinero rinde menos. Generando un impacto directo en el proyecto pues mayores niveles de ingresos aumentan la demanda de inmuebles como “resguardo de valor”.
3. La curva de LM “se traslada” hacia la derecha y hacia abajo, entonces repasando
 - a. Al mismo nivel de renta inicial la tasa de interés baja (por la excesiva liquidez se ajusta el interés a la baja).
 - b. Para volver a una situación de equilibrio, al haber un exceso de demanda de bienes, la producción aumenta *desplazándonos sobre la nueva curva LM' aumentando el nivel de renta (de Y' a Y).*
 - c. El tipo de interés en el proceso de ajuste aumenta pues, un aumento de la producción de bienes genera a su vez un aumento en la demanda de dinero.
4. Como colorarlo lógico de lo expuesto: las políticas monetarias son utilizadas por las autoridades monetarias de un país para producir cambios en la tasa de interés y **así modificar el comportamiento del resto de las variables económicas**. Una política monetaria súper expansiva trae *podría provocar que las personas retiren el dinero depositado en los bancos en sus múltiples formas y volcarse a la compra de inmuebles. Esta demanda de “otros activos” provocara un aumento en el nivel de ingreso, ya sea como consumo, inversión o gasto.*

5.6.1.2.3. Mercado de dinero y tipo de cambio

Si partimos del siguiente esquema, en donde

E: Tipo de cambio nominal

Mo: Oferta de dinero

Md: Demanda de dinero

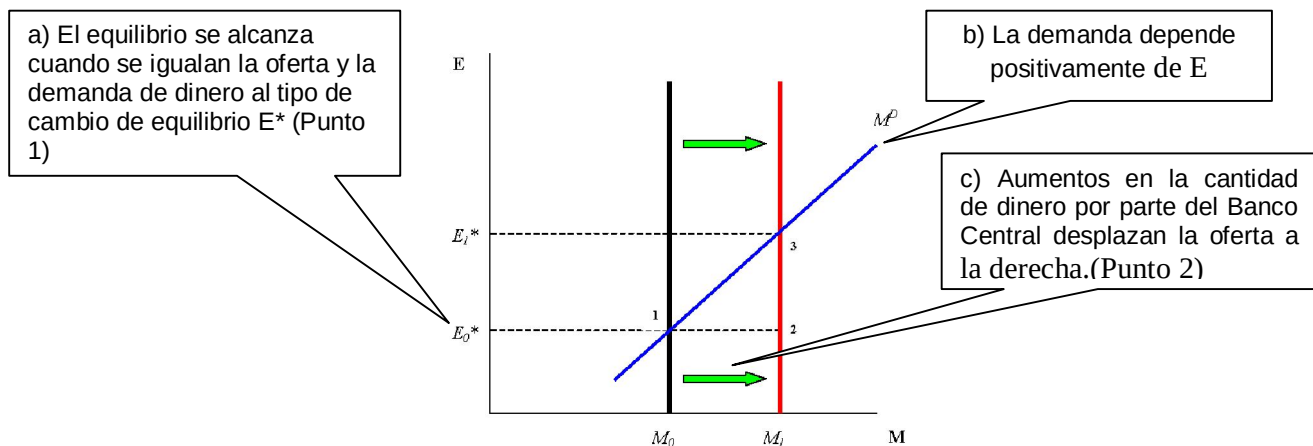


Figura 33 - Fuente: Gráfico extraído de Macroeconomía Argentina
Anotaciones con uso de herramientas word-Elaboración propia

Ante esta situación, como la M_d permanece constante, al nuevo tipo de cambio habrá tenedores de moneda nacional deseosos de comprar dólares generando un exceso de demanda de pesos. *Aumentará el tipo de cambio nominal hasta que el nivel de precios sea lo suficientemente alto como para que la demanda nominal se iguale al nuevo nivel de oferta* (Punto 3). La tasa de interés no varía porque no varía ninguno de sus determinantes.

La oferta de dinero se expande de M_0 a M_1 . Al tipo de cambio original (E_0) hay un exceso de oferta de dinero. La compra de dólares eleva el tipo de cambio nominal y los precios de los bienes comerciables. El incremento del tipo de cambio y de los precios comerciables provoca un movimiento a lo largo de la curva de demanda de dinero M_d . Creando expectativas inflacionarias lo que conlleva a una distorsión de precios.

Pudiendo dar lugar a una espiral inflacionaria acompañada de una pérdida de reservas **El BC debe satisfacer esa demanda aumentando la oferta monetaria, ya que el nuevo tipo de cambio (mayor) implica un mayor nivel de precios y por ende, una mayor demanda de dinero.**

RESUMIENDO

Los efectos de políticas fiscales y monetarias.

Subida de impuestos
Bajada de impuestos
Aumento del gasto
Disminución del gasto
Expansión monetaria
Contracción monetaria

Desplazamiento de la IS	Desplazamiento de la LM
Izquierda	Ninguno
Derecha	Ninguno
Derecha	Ninguno
Izquierda	Ninguno
Ninguno	Abajo
Ninguno	Arriba

Los efectos de políticas fiscales y monetarias.

Subida de impuestos
Bajada de impuestos
Aumento del gasto
Disminución del gasto
Expansión monetaria
Contracción monetaria

Desplazamiento de la producción	Desplazamiento del tipo de interés
Abajo	Abajo
Arriba	Arriba
Arriba	Arriba
Abajo	Abajo
Arriba	Abajo
Abajo	Arriba

Figura 34 - Fuente: Gráfico extraído de Macroeconomía Argentina
Anotaciones con uso de herramientas word-Elaboración propia

5.6.1.3. Política económica y la industria de la construcción

Mecanismo de transmisión de políticas monetarias a bienes raíces

En el mundo de los bienes raíces existen unas pocas variables que explican gran parte de los resultados. *Si tuviéramos que definir una función de demanda de los bienes raíces*, podríamos afirmar que la demanda de inmuebles depende de los siguientes factores (variables independientes que explican la demanda de bienes raíces que es la variable dependiente). Se

desea interrelacionar la expresión que sigue con los mecanismos de políticas económicas expansivas.

$$d\text{ BR} = f(y, \text{Pr br}, \text{Pr alq}, \text{Pr otros bienes}, d, \text{Tx}, k, C, F)$$

Donde

$d\text{ BR}$ es la demanda de los bienes raíces

y es el ingreso

Pr br es el precio de los bienes raíces

Pr alq es el precio de los alquileres de bienes raíces

Pr otros bienes es el precio de otros bienes “sustitutos”

d es la tasa de desempleo y la inestabilidad laboral

Tx son los impuestos que afectan a los bienes raíces

k es la tasa de interés

C es el crédito hipotecario disponible

F son otros factores que también influyen en la demanda de inmuebles y que no se encuentran comprendidos entre los enumerados anteriormente.

NOTA: considerando *ceteris paribus*, es decir, permaneciendo constante el resto de los factores. Esto para analizar el efecto de cada variable individual permaneciendo constantes las demás

Dada la actualidad imperante en nuestro país, en donde uno de los protagonistas es la emisión monetaria, se analizara que variables afecta.

VARIABLES afectadas: y , k y C entre las más relevantes, aunque con este tipo de política podrían verse afectadas la mayoría de las variables enunciadas.

Variable y : la demanda de bienes raíces esta correlacionada directamente con el nivel de “ y ” (ingreso o renta) de una comunidad determinada. A mayores niveles de “ y ” mayor será la demanda de inmuebles (lo habíamos llamado *demanda de otros activos*), como lo vimos en el último Gráfico. **Una política monetaria súper expansiva provocara una mayor tenencia de dinero nominal en poder de los consumidores, aumento de precios por distorsión de precios relativos, baja de tasa de interés por exceso de liquidez, generando una fuerte demanda de “otros activos” como puede ser los inmuebles.**

Variable k : la demanda de inmuebles se mueve *inversamente* con los niveles de tasas que se pagan en el mercado financiero. Esto por dos razones:

1. A mayores tasa de interés en el mercado, por ejemplo por faltante de dinero, los inversores estarán más propensos a invertir en activos financieros y no en inmuebles (se daría con una política monetaria contractiva)
2. La tasa de interés es el costo del dinero, por lo que si es muy elevada menor será la propensión a endeudarse y por tanto a adquirir un inmueble.

Obvio la expansión de pesos, **provocara una disminución en las tasas de interés por excedente monetario en poder de las familias y empresas.**

Variable C : Una política económica monetaria puede ser *reducir el coeficiente de caja (encaje bancario)* para que los bancos puedan prestar más dinero. *Para iniciarlo el BCRA toma medidas destinadas a reducir el encaje bancario.* Esta operación altera el balance consolidado del sistema bancario provocando un aumento de disponibilidad que los bancos pueden prestar. Un aumento en una unidad monetaria origina una expansión múltiple de los depósitos a la vista “aumentando” la oferta monetaria.

Esta política tiende a *bajar los tipos de interés* y ablandar las condiciones crediticias. Esta baja de la tasa de interés aumenta el valor de los activos en poder del público, aumentando el precio de los bonos, acciones, del suelo y de la vivienda.

Este aumento de la riqueza tiende a subir el gasto sensible a los tipos de interés, especialmente la inversión. Las empresas y las familias aumentan sus planes de inversión y los consumidores se vuelcan a comprar bienes durables (por ejemplo inmuebles), pues una baja en la tasa de interés hace que las cuotas mensuales a pagar sean más bajas en relación con su renta mensual. *Por lo tanto un “ablandamiento” de la política monetaria reduce los tipos de*

interés y aumenta el gasto en los componentes de la demanda agregada que son sensibles a los tipos de interés.

A mayor disponibilidad de crédito hipotecario en el mercado financiero mayor será la demanda de inmuebles.

Por último, aumenta la demanda agregada, aumentando la renta, la producción, el empleo y la inflación. Extrapolándonos al análisis de la oferta y demanda agregada, que no es objeto de esta pregunta, muestra que un aumento de la inversión y de otros gastos autónomos provoca aumentos considerables en la producción y el empleo. Por otro lado los precios tienden a subir “más” de prisa “peligrosamente” por el exceso de liquidez. *Originando la tan temida inflación.*

Mercedes Marco del Pont, Presidente del BCRA afirmó: *Es totalmente falso decir que la expansión de la cantidad de dinero genera inflación.*²³, cuestión que obviamente no coincidimos.

5.6.1.4. Reflexiones

Políticas expansivas son beneficiosas en el corto plazo para la industria de la construcción dado que por todo lo expuesto el efecto más inmediato sería una baja en la tasa de interés un aumento de la demanda agregada, esto es aumento del empleo, de la producción y de la **inversión en el corto plazo en activos “atractivos” como son los inmuebles.**

Sin embargo a largo plazo existe un amplio consenso entre las distintas doctrinas económicas, acerca de la neutralidad a largo plazo del dinero, por cuanto un cambio en la cantidad de dinero en circulación en la economía de un país, manteniéndose constante las demás variables, repercutirá directamente en una variación del nivel general de precios, por cuanto supone una modificación en la unidad de cuenta, sin que afecte a variables reales como la producción real o el desempleo. *A largo plazo las variables de carácter real de la economía como pueden ser la renta real de los ciudadanos o el nivel de desempleo están determinados por factores del lado de la oferta, como pueden ser la tecnología o el crecimiento demográfico. De esta manera las actuaciones de las autoridades monetarias no pueden influir en el crecimiento a largo plazo*

Así, en la medida en que exista capacidad ociosa de los factores de producción y la política monetaria sea expansiva, la reducción de las tasas de interés y el suministro abundante de liquidez primaria promueve la recuperación productiva y la generación de empleo favoreciendo el consumo, la producción y la inversión.²⁴

5.6.2. Variable “exógena” NO instrumentada

Las variables exógenas no instrumentadas son aquellas en cuya instrumentación, en las cuales las políticas de un país no inciden pues vienen de afuera, pero que afectan a la oferta y a la demanda de un país y de un bien en particular.

5.6.2.1. Crisis europea

Incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial. El escenario base considera una menor tasa de crecimiento de la actividad económica mundial que la proyectada (3,2 por ciento frente al 3,3 por ciento para el año 2012 y 3,7 por ciento para el 2013 frente a 3,8 por ciento). En el mes de mayo se ha acentuado nuevamente la incertidumbre en los mercados internacional es como secuela de problemas de la deuda soberana y restricciones fiscales en economías de la Euro zona, cuyas formulas asfixiantes no están dando resultados. Ello contribuiría a un debilitamiento de la demanda externa que repercutiría en la economía doméstica a través de canales financieros y comerciales.

Este escenario describe una caída de la actividad económica mundial acompañada de una reducción de los términos de intercambio. Además, el incremento de la incertidumbre global podría generar pánico a nivel internacional entre inversionistas y desencadenar una reversión paulatina de capitales externos con una depreciación real y un incremento del riesgo país.

²³Página 12 del día 22 de Marzo 2012

²⁴Desarrollo basado en pregunta: Como afecta una “ola de liquidez loca” en proyecto Ciudad Maria-Materia ANÁLISIS ECONOMICO-Curso MDI 2012, del cual fui autor.

De materializarse estos riesgos, el Banco Central utilizará la disponibilidad de reservas internacionales y diversos mecanismos de inyección de liquidez tanto en moneda nacional (lo está haciendo hoy por hoy) como en moneda extranjera, con el propósito de aminorar el impacto de este choque sobre las condiciones financieras domésticas. La posición de política monetaria en el horizonte de proyección seguirá siendo expansiva.

Una primera interpretación nos indica que un contexto externo desfavorable incide negativamente en la construcción.

Se exporta menos, el saldo de la balanza comercial disminuye y “entran” menos dólares, escasea la divisa y todos sabemos que el mercado inmobiliario argentino está dolarizado; por ende un contexto internacional negativo provoca:

2. Disminución de liquidez de moneda extranjera
3. Aumento de la incertidumbre
4. Se restringen las compras a largo plazo
5. Los bienes INMUEBLES por ser un bien durable entra en la categoría de largo plazo con lo cual su demanda disminuye

5.6.2.2. Brasil

La potencia de América del sur, comenzó el año apostando a las inversiones como el gran motor del PBI del país para el 2013. Un derrumbe en las expectativas en relación a la expansión de la economía fue clave para que las estimaciones se ajustaran a la baja, pues con un escenario de incertidumbre la producción de máquinas y equipos como la construcción civil es el componente de inversión más fácil de ajustar, con los efectos negativos que esto conlleva.

Con un costo de vida que crece, sumado a un descontento generalizado y aumento de la corrupción, caen los pronósticos de crecimiento económico a valores mínimos.

Alta inflación con bajo crecimiento es un combo que se explica por los errores del gobierno, a partir de la llamada nueva matriz económica –formada por intereses más bajos, cambio más devaluado y política fiscal anta-cíclica-que habría generado el actual escenario de bajo crecimiento y alta inflación. “Políticas con expansión de la demanda, incluso con el mercado de trabajo con casi pleno empleo, *puede haber sido el error principal de la nueva matriz*”²⁵

El gobierno subestimó el endeudamiento de las familias y no anticipó que la menor expansión de la población ocupada en un escenario con mucho empleo llevaría a un crecimiento más débil de la masa salarial, provocando una desaceleración del consumo. El intento del gobierno de acelerar la actividad para acelerar el crecimiento, sin ver que las condiciones de fondo habían cambiado y demandaban una nueva estrategia, mostró limitaciones, generó inflación y minó la confianza de la economía. Como factores que impulsaron el crecimiento de la economía y no están presentes, se mencionan:

- Suba de los precios de las exportaciones por la economía china y el avance del crédito para el consumo.
- Los incentivos implementados en el campo fiscal, monetario y cambiario generaron distorsiones que afectaron el potencial de crecimiento. “Inflación elevada, constantes cambios en la alícuota de los impuestos, intervenciones en sectores clave de la economía y más volatilidad cambiaria terminaron por contaminar las inversiones.
- El uso discrecional de exenciones y desgravaciones (baja de ingresos fiscales) y la expansión de la deuda por la capitalización de empresas estatales fue el “error” más grande que cometió el gobierno, pues no redujo la inflación, no recompensó la inversión ni sustentó el consumo. *El alivio de costos para los sectores beneficiados se tornó margen de lucro o permitió adquisiciones de activos en el exterior.*

Uno de los efectos inmediatos para nuestro país, es que la baja disposición de invertir de los empresarios brasileños, trae aparejado una reducción de la productividad, disminución de beneficios, estancamiento en el mercado de trabajo, disminución del consumo; con un alto riesgo de disminución de compras externas y a través de esta variable afecta directamente al mercado argentino y a todos los sectores.

5.6.2.3. Resto de América latina

El desempeño de las economías latinoamericanas durante la última década fue muy positivo,

²⁵Diario Económico de Brasil-6 de Agosto 2013- EL CRONISTA COMERCIAL

reflejándose en una aceleración del ritmo de crecimiento de bienes y servicios, en mejoras en el ingreso de los habitantes, en el crecimiento del empleo y del poder de compra de los salarios, en la reducción de la pobreza, en la baja de índices de inflación, en mejoras en las cuentas fiscales y externa, en incrementos de las reservas internacionales y en la reducción del ratio de endeudamiento público y privado en relación al PBI. Entre 2003 y 2012 la producción de bienes y servicios (PBI "real") en la región creció a un ritmo promedio anual del 4,1%, duplicando el ritmo de crecimiento de las dos décadas anteriores y superando el ritmo de crecimiento promedio de la economía mundial (3,8%). En términos de dólares el ritmo acumulado de crecimiento fue mucho más elevado (215%). Provocando estas dos tendencias un incremento de dólares por habitante de 160% "el mayor crecimiento de la historia".

Esto se explica por aplicación de políticas económicas adecuadas, como la suba de precios internacionales de la mayoría de los productos exportables de la región. Esta combinación favoreció a toda la economía en forma directa (productores y gobierno) que incrementaron sus gastos, mejorando el resto de la economía (construcción, industria y servicios) y provocando un sinnúmero de efectos secundarios que los economistas denominan "multiplicador". Mientras algunos países administraron esta mejora de manera prudente (el mejor ejemplo es Chile), otros decidieron gastar "casi" la totalidad de los beneficios - como el caso de Argentina - en este último periodo con políticas inadecuadas, como el cepo cambiario, excesivo gasto público y restricción en las importaciones generando una desaceleración en la actividad económica.

Es importante destacar que durante el periodo analizado, el *valor* de las exportaciones casi se triplicó mientras que la *cantidad* solo creció un 55%, lo que convalida como **aumentaron** los "precios internacionales" de los productos latinoamericanos; mientras que el volumen importado se duplicó.

Esta suba en los precios, no solo permitió financiar las importaciones sino que permitió acumular reservas y bajar el ratio de endeudamiento (del 53% del PBI en 1987 al 21% en 2008) e impulsar el crecimiento de otros sectores de la economía sin presiones inflacionarias (la tasa de inflación conjunta de la región bajo del 177% en la década del 1980 al 6,6% en la última década).

Aunque existen *alertas* en la región.

- Impulsaron un gran crecimiento del consumo a costa de la inversión. Uso de la capacidad instalada esta en niveles límites y esta comenzando a generar presiones inflacionarias y pérdida de productividad.
- Otro factor preocupante es el relacionado es el deterioro de las cuentas externas por excesivo gasto (paso de un superávit de 42.000 millones de dólares a un déficit de 97.000 millones). El tema puntual es en que se gasta, si fuese el resultado de un crecimiento de la inversión bienvenido, pero no es así.
- Por último otro factor es el crecimiento de los costos laborales unitarios laborales en dólares, lo que afecta la competitividad de muchos sectores que no fueron beneficiados por el aumento de precios y/o tuvieron un índice inflacionario superior a la media (por caso: Argentina y Venezuela)

Esquemáticamente

Pais X (Ej **BRASIL**)

Momento 1

Bien (producto)	100
Inflacion	0%
Dólar	5
Bien dolarizado	USD 20,00

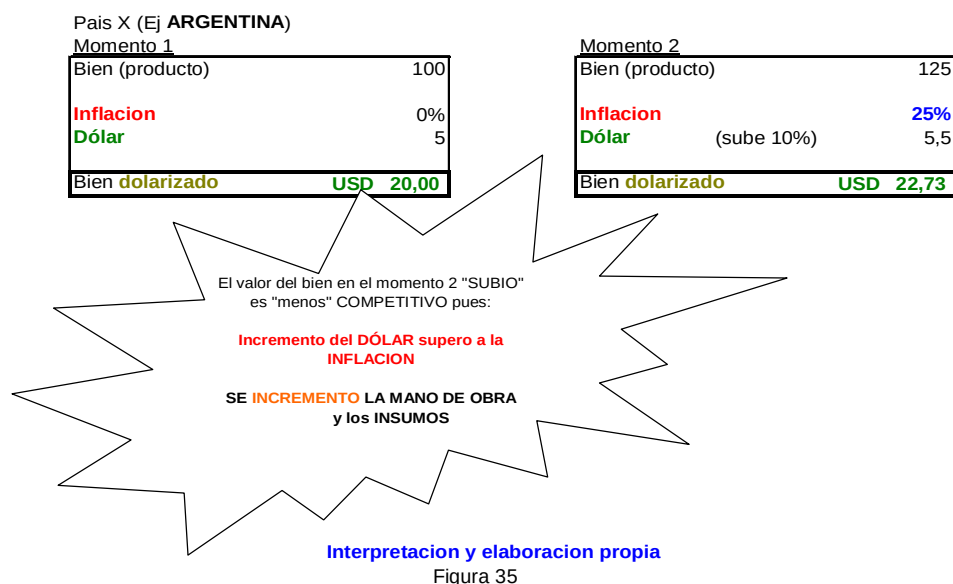
Momento 2

Bien (producto)	106
Inflacion	6%
Dólar (sube 10%)	5,5
Bien dolarizado	USD 19,27

El valor del bien en el momento 2 "bajo" es **MAS COMPETITIVO** pues:

Incremento del DÓLAR supero a la INFLACION

SE ABARATO LA MANO DE OBRA y los INSUMOS



No esta en peligro la estabilidad de la región, aunque son alertas a tener en cuenta.²⁶

5.6.2.4. Como afecta el contexto internacional a la Argentina y en especial a la construcción

Los cambios en los movimientos de capitales en un país son siempre el resultado de cambios en la percepción de los rendimientos esperados de las distintas inversiones, ajustados por riesgos, y están frecuentemente asociados a cambios en los términos de intercambio, a cambios en los mercados internacionales de capitales, o a cambios en la percepción de la estabilidad política de los países afectados. Un ingreso de capitales incrementa la capacidad del gasto en el país receptor, lo que se refleja en incrementos de la producción y de reservas (aunque con deterioros en la balanza comercial y de servicios). Esta tendencia es acompañada por mejoras de la recaudación y de las cuentas fiscales, lo que fortalece la sensación de solvencia y atrae aun más capitales. **Todo esto lleva a incrementos de empleo, de los salarios, de la inversión y del precio de los activos (inmuebles, acciones, tierra, etc.)**

Los gobiernos incrementan sus gastos incentivados por un aumento de la recaudación, lo que incrementa aun más la demanda interna.

Estos ciclos positivos, tienden a transformarse rápidamente en negativos, en etapas como se dieron en la Argentina en el periodo 2001-2002, cuando cambia la percepción de los inversores.

El análisis de la entrada y salida de capitales de un país junto con las políticas monetarias y cambiarias que aplica un determinado país, son muy importantes. A diferencia de lo que sucede con la crisis europea, sus países no tienen una moneda propia independiente, "no pueden devaluar" y los ajustes propuestos deben efectuarse en forma nominal; en nuestro país existe la posibilidad devaluatoria. Hoy Argentina sufre un serio problema de competitividad que se traduce, entre otros efectos, en un deterioro de la balanza comercial, lo que se ve empeorado por un contexto internacional débil.

INDUSTRIA DE LA CONSTRUCCION

El secreto estará en saber interpretar (eliminando los extremos de un ciclo positivo años 2003-2007 y uno negativo 2001-2001) en que etapa del ciclo nos encontramos; en expansión (alza de precios de los activos inmobiliarios) o de recesión.

En un periodo de expansión, el precio de los activos tiende a subir y si bien los costos también por nuestro proceso inflacionario, el margen tendera al alza.

Por el contrario un una fase de recesión, si bien los precios pueden estar estabilizados, cualquier noticia adversa los hará hacer caer y con costos crecientes se corre el serio riesgo no solo de ganar menos sino de desaparecer.

²⁶ "Lecciones de las Crisis Argentina", Editorial Ateneo, 2003 y Artículo Periódico CLARIN. 27 de Enero 2013. Pagina 32

6. MICROECONOMIA

6.1. Introducción

La Microeconomía, a diferencia de la Macro, es una rama de la ciencia económica de menor edad. Conocida también como teoría neoclásica, tiene como objetivo el *análisis de las preferencias y decisiones de los consumidores, del comportamiento de las empresas en el proceso de asignación de factores productivos dados y de la determinación de los precios y la distribución.*²⁷

Se estudio abarca:

- La unidad de CONSUMO y su intervención en el mercado en forma de *demanda*
- La unidad de PRODUCCION y su intervención en el mercado en forma de oferta.
- La determinación de los precios en los distintos mercados
- Los ingresos de los factores productivos

La empresa y cada consumidor estudia su propia estructura pero sus actividades y decisiones se desarrollan dentro del marco económico de su localidad y de su país: punto de contacto entre la macro y el micro.

6.3. Análisis MICROECONOMICO del sector inmobiliario en particular

El ámbito donde se realizan las actividades por medio de las cuales se ponen en contacto la oferta y la demanda se denomina **mercado**.

En el mercado se produce la lucha entre las dos fuerzas de las contrarias (**oferta y demanda**) a fin de conseguir el precio más conveniente para cada una de ellas.

La demanda lucha por obtener el “menor” precio posible defendiendo axial a su poder de compra

La oferta lucha por obtener el “mayor” precio posible, buscando mayores utilidades.

Y en este punto es donde toma especial relevancia todo el análisis efectuado.

Efectivamente se vive un clima de fin de ciclo en el mercado local, caracterizado por un periodo de transición que ya lleva dos años y cuyo comienzo fue marcado por el cepo al dólar. SE TERMINO LA EPOCA DE ORO para el real statu. Comenzó un nuevo ciclo para el mercado en su conjunto (el usado y la construcción nueva).

Mercado de construcción “en pozo” (proyectos en marcha y “POZO”)

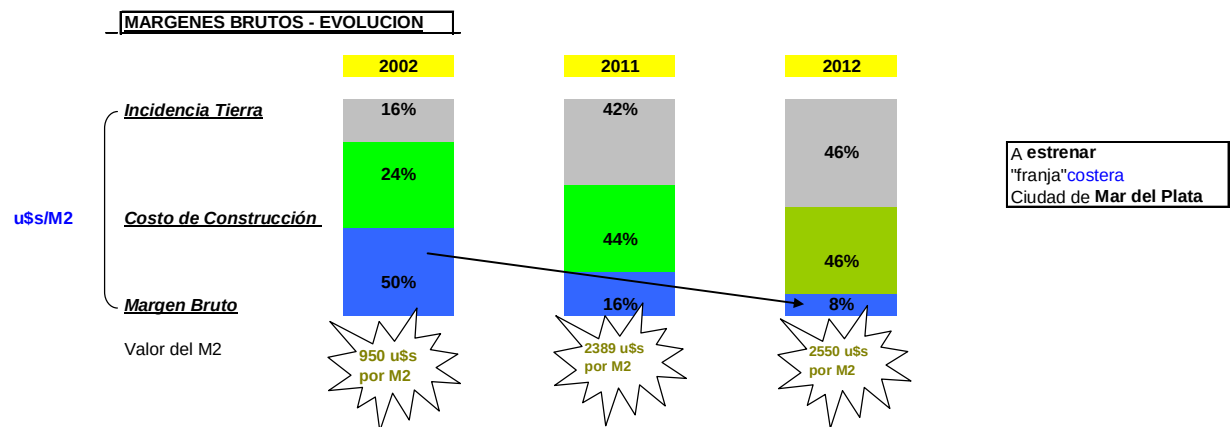


Figura 36 – Fuente: Encuentro CAFIDAP – Exposición GO REAL STATE
Elaboración propia

²⁷Idem 1

Este análisis lo que intenta explicar es que durante los últimos 10 años el margen bruto del desarrollador bajo del 50% en el año 2002 al 8% en el 2012. Esto se debe a:

- Alta incidencia del costo de la tierra en la actualidad
- Aumento importante del costo de construcción (el índice general costo de la construcción nivel general CAC “subió” 1027% desde Diciembre 2001 a Marzo 2012)

El simple mensaje que se intenta esbozar, es que el “aumento” sostenido de los costos, la inexistencia de créditos hipotecarios, el aumento de la incidencia del suelo, el alto costo que implica la financiación por parte del desarrollador, entre otros factores hacen que el emprendedor/desarrollador “deba” súper profesionalizarse para que el margen sea el mayor posible, teniendo en cuenta que se encuentra en valores mínimos.

La pregunta es como hacerlo: los índices de baja en la actividad, los ratios de reducción de ventas y de registros de construcción en baja tornan al mercado en un verdadero desafío. Esta etapa avizoramos estará orientada al consumidor final – la clase media ávida de colocar pesos sobrantes- para lo cual la estrella es la venta en pesos combinada con una financiación utilizando herramientas adecuadas para reemplazar la falta de crédito, como por ejemplo un fideicomiso, y serán fundamentales la creatividad y un acotado riesgo para que el consumidor inmobiliario se vuelque al ladrillo como refugio de valor,

Esta sencilla pero efectiva combinación será la llave para lograr el acceso a la vivienda del consumidor final y poder capataz “esa” demanda insatisfecha que no encuentra destino en el mercado de bienes. Todo esto por supuesto tendría que estar acompañado por una mejora continua en todo el proceso que involucra desde la elección del terreno hasta la entrega de la unidad final al comprador.

Mercado del usado

Para este sector la situación es más preocupante. Toda vez que no prevén (distintas fuentes) una reactivación del mercado inmobiliario del usado en 2013.

La recuperación del mercado inmobiliario no llegará este año y habrá que esperar por lo menos hasta 2014 para que la venta de propiedades empiece a dar señales de que lo peor de la crisis ya pasó.

Esta es la conclusión de los desarrolladores y operadores que ayer participaron de un encuentro sectorial en el que se debatió el futuro del mercado inmobiliario, que en Buenos Aires acumula 18 meses seguidos de caídas en la cantidad de escrituras firmadas.

La menor demanda además ya se tradujo en un incipiente proceso de baja en los precios de las propiedades usadas, y según un elevamiento de la consultora Reporte Inmobiliario, en el segundo trimestre de este año el valor promedio de los departamentos en la Capital Federal tuvo un descenso del 1,2% en dólares, **en lo que constituye la primera caída en más de ocho años²⁸**.

- Falta de confianza, que genera incertidumbre
- Cepo al dolar
- Elecciones parlamentarias
- Oferta selectiva
- Demanda “en baja” por subsidencia de oferta dolarizada
- Proceso inflacionario que impide que los precios de los inmuebles se huesifiquen

Este combo fue lapidario para el sector del usado y su horizonte parece ser similar. Una Oferta y una Demanda que no se encuentran, se traduce en un mercado cada vez menor con todos los problemas que esto trae aparejado no solo para la economía en su conjunto sino para la industria en particular.

²⁸Diario LA NACION- 08 de Agosto 2013

6.3. Análisis MICROECONOMICO del Entorno. FACTORES de IMPACTO

6.3.1. Ciudad de EMPLAZAMIENTO del proyecto



Fue en la entrega de premios del World Travel Awards 2013; se impuso sobre Ipanema, en Brasil, El Agua, en Isla Margarita, entre otras en competición; se proyecta a la ciudad como un "gran destino internacional"

Mar del Plata fue elegida como el "Principal destino de playa de América del Sur" en la entrega anual de los World Travel Awards 2013, lo que fue considerado por como una forma de que la ciudad comience a posicionarse como un "gran destino internacional".

El evento que se llevó a cabo en el Templo Huacca Pucllana de la ciudad de Lima, Perú, *Mar del Plata fue elegida por directores ejecutivos de las principales agencias de viajes, ministros del área, jefes de la junta de turismo de todo el continente y público como el "Principal destino de playa de América del Sur".*

De esta ceremonia participo la élite de la industria turística, incluidos CEOs y Vice Presidentes de compañías de viaje líderes, ministros de Estado y Jefes de Oficinas de Turismo del continente; al evento de Gala se lo conoce como el "Oscar de la industria de viajes".

Los World Travel Awards celebran su 20 Aniversario este año y son reconocidos mundialmente como el más importante galardón que celebra aquellas marcas que están superando las fronteras de la excelencia en la industria a nivel de productos y servicios.

Mar del Plata compitió con destinos como Isla Bartolomé, en Galápagos, Ecuador; Fernando de Noronha, Brasil; Ipanema, Brasil; Playa El Agua en la Isla Margarita, Venezuela; Isla San Andrés, Colombia; Playa Tayrona, Colombia; y Viña del Mar, Chile.

Pablo Fernández, presidente del Ente Municipal de Turismo (Emtur) explicó que la distinción es "muy importante" porque "los World Travel Awards son premios turísticos internacionales que destacan los valores y las características de los destinos del mundo".

"Esto se vincula a una línea de trabajo que hemos venido siguiendo desde hace más de 5 años, durante los cuales instalamos la marca Mar del Plata en el mundo de distintas maneras, ya sea a través de grandes acontecimientos deportivos o yendo a todas las ferias internacionales junto al Ministerio de Turismo de la Nación", consideró el funcionario comunal.²⁹

Parece un "sueño" pero es real

**MAR DEL PLATA
se posiciona como
un polo turístico
de gran magnitud y atracción.**

²⁹ Diario La Nación-24 de Julio 2013

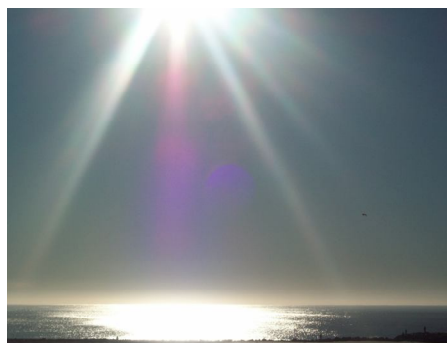


Este comentario se debe a que gran parte de la historia Mar del Plata fue uno de los centros turísticos, porque no el más importante, de la Argentina. Pues bien, todos sabemos la cantidad de argentinos que en lugar de potenciar Mar del Plata y nuestro país, eligieron Punta del Este (Uruguay); provocando no solo una disminución en el crecimiento de nuestro país sino un estancamiento de la Ciudad que parece que con mucho esfuerzo se esta dejando atrás.

6.3.2. ENTORNO propiamente dicho

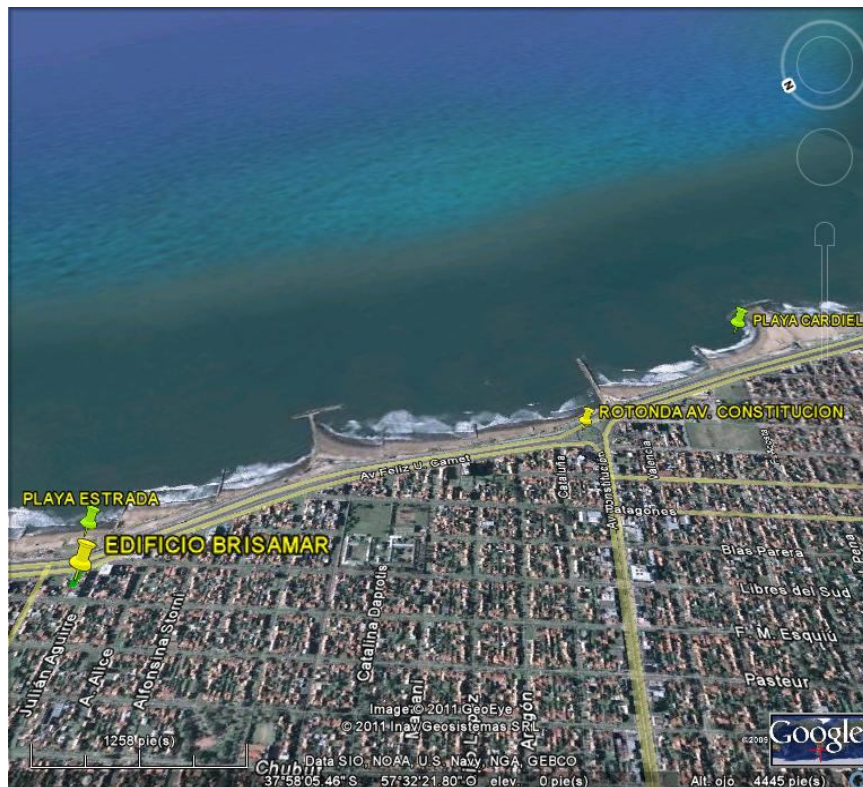
Al cuadro paisajístico costero que permite disfrutar de una imagen distinta cada día, se suma el verde de Parque Camet y emprendimientos privados que, como se vera en análisis de la oferta, se ubican sobre el Bvar Marítimo, creando un entorno que combina armonía y construcción nuevas. Playas emblemáticas como Punta Iglesias, Playas del característico barrio de La Perla Norte son el prolegómeno del inicio al Barrio Constitución en el cual se localiza el emprendimiento que como ya se aclaro se lo denomino, emprendimiento Brisamar.

Esta franja costera de la ciudad, abarca lo que he denominado en llamar *la más representativa de la ciudad*, toda vez que en el trayecto que va de Bvard Marítimo-Avda Independencia-Avda Estrada se visualiza la imagen emblema de la ciudad con el Torreón y Cabo Corrientes como lugares característicos de toda postal marplatense. Imagen que servirá de plataforma para promocionar al proyecto.



En el recorrido de este paraje se erige el emprendimiento a desarrollar: EDIFICIO BRISAMAR
Fotos de autoría propia





Sol, playa, arena, capital del teatro en verano y una oferta gastronómica y hotelera de vanguardia son ingredientes que hacen de Mar del Plata una Ciudad que muy pocos pueden dejar de conocer.

6.3.3. Nuevas INVERSIONES

6.3.3.1. AUTOVIA Mar del Plata – Balcarce inaugurada con una inversión de \$220 millones

Para el cierre del 2012, quedó oficialmente inaugurada la autovía que une Mar del Plata – Balcarce por la ruta nacional 226. Fue y va a ser un antes y un después de la RN 226 en Balcarce. Es una obra sumamente ansiada por ser una de las rutas más bonitas del país por su paisaje serrano; pero también por el mismo motivo se torna peligrosa con muchas curvas y contra curvas. Se hace una ruta complicada en época de veraneo y vacaciones, pues se junta movimiento turístico con el productivo por época de cosecha.

Esta vía ofrece seguridad y confort a 1.700.000 usuarios que la transitan anualmente, mejora el desarrollo productivo y turístico de la región, conecta ciudades y puertos de ultramar, reduce costos de transporte, favorece el crecimiento de emprendimientos comerciales y los accesos a zonas turísticas, brinda mayor seguridad vial y permite mayor fluidez vehicular, lo que mejora las condiciones de circulación y reduce el tiempo del trayecto entre las ciudades con efecto directo en cuestiones ambientales³⁰

Con esta obra se podrá acentuar y concretar lo que durante muchas décadas se habló entre Balcarce y Mar del Plata: *el famoso turismo mar y sierra que es una posibilidad realmente única que tiene una persona que está de vacaciones al estar en un lugar serrano y rural y a la media hora estar disfrutando de la playa.*

6.3.3.2. EMISARIO SUBMARINO

Obra emblemática para la Ciudad de Mar del Plata se encuentra en las fases finales de ejecución. Las tareas se encuentran a cargo de Obras Sanitarias (OSSE) cuyo objetivo primordial es *preservar la calidad recreativa* de las aguas del frente costero local, asegurando *la sustentabilidad y progreso* de la principal actividad económica de la ciudad.

Impacto económico

³⁰ Periódico EL CONSTRUCTOR-07 de ENRO 2013. Pág. 1 y 4.

Monto Total invertido: \$ 178.445.085 aportados por Ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios a través del Ente Nacional de Obras Hídricas de Saneamiento.
Asistencia Técnica: Obras Sanitarias Sociedad de Estado de la Ciudad de Mar del Plata.
Empresa responsable de la Obra: Supercemento ASCII
Fecha de Inicio: 2009
Fecha estimada de finalización: Diciembre 2013

El proyecto beneficiara a



*El Emisario Submarino resulta fundamental para el saneamiento integral
Partido de General Pueyrredón*



El aspecto económico no solo se circunscribe al monto invertido, sino al potencial sinérgico que representa instalar en el imaginario colectivo que la costa marplatense volverá a ser lo que una vez fue. Algo que seguramente pocos imaginaron hasta hace poco.

Impacto ecológico

Con este sistema los efluentes serán expulsado a una distancia superior a los 3 kilómetros, solucionando el efecto perjudicial contaminante de esta franja costera que sumado a un tratamiento químico se garantizara la depuración del vuelco a través del proceso de alcalinización se dará solución definitiva a esta problemática histórica de nuestra ciudad.



Esta obra es la más importante de Sudamérica en su tipo, con mucha tecnología e ingeniería en juego que pone de relieve la mejora continua en aspectos claves como este relacionado ni más ni menos con la cuestión ambiental.

Una vez en funcionamiento dará solución definitiva al tratamiento de los efluentes cloacales en la Ciudad de Mar del Plata y de la **zona norte en particular**; localización en la cual se emplaza el proyecto

6.4. Expectativas: Ciudad de Mar del Plata

MÁS ALLA de PUERTO MADERO, Fernandez Prieto & Asociados es una desarrolladora que se ha especializado en proyectos inmobiliarios en Puerto Madero. Pero no por eso desconoce el "paño" del resto de las zonas. Un poco más allá de la General Paz, menciona a Mar del Plata y Rosario: "Ciudades como Mar del Plata tendrá un gran potencial para crecer en el mercado de la segunda vivienda", acota el especialista.

El valor de las unidades tiene mucho por crecer en la Argentina, en comparación con lo que ocurre en otros países³¹.

Estimamos que factores de desarrollo incidirán positivamente en "pos" de la Ciudad, tales como son:

- Aumento de la disponibilidad del tiempo libre
- Reducción de las distancias
- El aumento del ingreso y la capacidad del gasto
- La conversión del turismo en necesidad

El Municipio de General Pueyrredón, dentro de la Pcia de Buenos Aires, es el destino más convocante y reconocido del litoral atlántico combinando una oferta muy amplia en hotelería, gastronomía y lugares de esparcimiento que sumado al mar y la playa; tornan al destino como inigualable. Entre 2002 y 2010, la Costa Atlántica fue el destino que registró el mayor aumento en el índice de huéspedes ingresados, con un incremento del 387,4%.³²

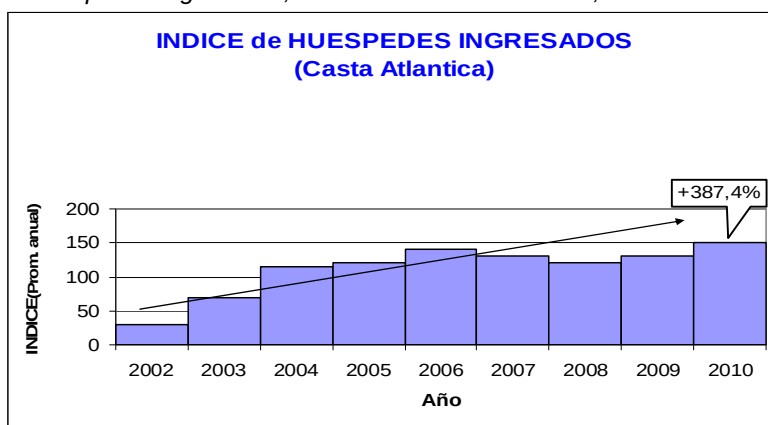


Figura 37 – Fuente: CEPAL
Elaboración Propia

³¹ Arquitecto FERNANDEZ PRIETO Alberto-Periódico El CONTRUCTOR 04-Marzo 2013

³² CEPAL-SERIE Estudios y perspectivas-Oficina de la CEPAL en Buenos Aires

Fortalezas de la Ciudad de Mar del Plata

- El paisaje, producto de la irrupción del sistema de tandilla en el litoral.
- La singularidad y diversidad de su litoral, playas medanos y achanta idos.
- Proximidad y accesibilidad de la CAVA. (CAPITAL y Gran Buenos Aires).
- El posicionamiento consolidado en turismo espontáneo de sol y playas.
- Fidelidad de turistas de temporada estival y de turistas cautivos por residencia
- La presencia en el mercado turístico nacional y su condición de marca registrada
- Disponibilidad potencial para opciones turísticas alternativas

Debilidades

- Problemas que requieren de una estrategia de promoción sistemática de la competitividad que permita superar asimetrías con países limítrofes y con otras provincias
- Reducción de la demanda y de la capacidad de consumo de la población se agudiza a nivel de la empresa por la estacionalidad y plantea la reducción de precios y tarifas que elevan el punto de equilibrio a niveles operativos
- La dificultad del tránsito, la falta de limpieza, el estado de las calles, el deterioro del área céntrica axial como el estado de las playas y espacios verdes en algunas zonas.

La errónea convicción de que los recursos naturales de playa, mar y sol constituyen atracción suficiente, aun no fue cambiada observándose acciones e inversiones que todavía no alcanzan a atemperar la imagen asociada al producto que ofrece Mar del Plata, sin que ello implique desconocer la persistente demanda recurrente.

Hoy Mar del Plata ocupa una posición crítica en el ciclo de vida del producto, que la ubican en la fase de declive. Se observa una importante inflexión a partir del año 1975 y puede apreciarse un nivel socioeconómico del turista de medio nivel.

El turismo masivo, característico de la expansión de Mar del Plata, plantea problemas tardíamente advertidos de saturación y de obsolescencia; *subestimando al mismo tiempo otros destinos turísticos. La opción más de lo mismo se torna inviable en la percepción de los distintos agentes de la actividad.*

Potencialidades y posibilidades del sector.

- Comprender y atenuar los problemas conociendo y evaluando las restricciones que plantea la opción turística tradicional de sol y playas.
- Aplicar un análisis prospectivo y seleccionar opciones compatibles con la situación actual y potencial del país.
- Las perspectivas de Mar del Plata como destino turístico, más allá de la temporada estival, se sustenta en la magnitud creciente de turistas de mayor capacidad y más disposición de consumo que aquellos de temporada.
- Permite acreditar la potencialidad de Mar del Plata, como destino en función de ámbitos de negocios turísticos “distintos” de sol y playas y proponer opciones para afrontar la problemática de la estacionalidad.
- El desarrollo espontáneo del turismo urbano, expresado en el numero creciente de turistas de fin de semana largo, el apreciable impacto del turismo de reuniones y congresos, **apreciable en la primacía de Mar del Plata en el ranking de reuniones y convenciones realizados fuera de Buenos Aires**, el incipiente desarrollo del turismo natural y rural dan elocuente testimonio de las posibilidades y potencialidades.³³

6.5. Consideraciones finales

Según palabras del Director General de ParexGroup Jorge Hernández, empresa miembro del Grupo Construya aclara: “...el ladrillo sigue siendo la opción más útil del resguardo del dinero. **El interior de nuestro país liderara el sector por lo menos por dos años más**”³⁴.

Esto no solo significa una tendencia a la descentralización urbana sino una invitación a los desarrolladores para que se conscienticen de las grandes oportunidades que aun existen en nuestro país.

³³CEPAL-SERIE Estudios y perspectivas-Oficina de la CEPAL en Buenos Aires

³⁴Informe Construya Nro 126-Agosto 2013

Córdoba, Rosario, Mendoza, la Patagona, la Costa Atlántica son algunos de los destinos elegidos por grandes empresas para construir sus metros cuadrados o instalar nuevos conceptos, que permitan un desarrollo no solo del lugar en el cual lo emplazan sino de la región.

Por primera vez en la historia, Construcción y Real Estate dividieron su camino. Mientras el primero siguió con buen volumen (fase expansiva del ciclo), el Real Estate aun sigue en caída (fase recesiva del ciclo: "aun no encontró piso").

Por ello la importancia que debe tomar el desarrollador en esta etapa es "relevante", no solo por cuestiones macroeconómicas que favorecen la construcción en pesos, sino porque el consumidor inmobiliario lo necesita y lo convalida con su compra.



Fotos reales del entorno

En mi opinión, la seriedad, el profesionalismo, la calidad y la claridad conceptual serán los engranajes que permitan no solo apuntalar el crecimiento propio de todo emprendedor sino el desarrollo de la economía en su conjunto, a través de una mejora en el bienestar general y la utilización de los recursos, aumento de la productividad y lo que es más importante generar la riqueza que el país necesita para intentar, a través de esta vía, crear la felicidad necesaria para potenciar el crecimiento de la nación en su conjunto.

**Parece imposible
se puede lograr**

7. CICLO INMOBILIARIO

7.1. Introducción

En el análisis macroeconómico se habla del ciclo económico y su importancia. Pero como prefacio al análisis del mercado y todo lo que ello involucra; es importantísimo referirnos al ciclo inmobiliario propiamente dicho, pues en la medida que podamos conocer en que fase nos encontramos y que puede sobrevenir, el desarrollador o *Developer* podrá decidir si es conveniente desde el vamos iniciar o no un nuevo emprendimiento.

Me pareció conveniente referirme al ciclo inmobiliario como un engranaje entre el análisis económico y la investigación de mercado, dado que sin conocer los aspectos económicos imperantes en un mercado no se podrá inferir en que etapa del ciclo inmobiliario nos encontramos como condición *sin ecuanom* para pasar a una investigación de mercado.

El mercado inmobiliario se comporta de una manera "particular" ante cambios en las variables económicas y de los agentes económicos que reflejados en la demanda produce sus efectos en la oferta inmobiliaria.

Como conceptos básicos:

Decision de un desarrollador en f (FASE) de un ciclo

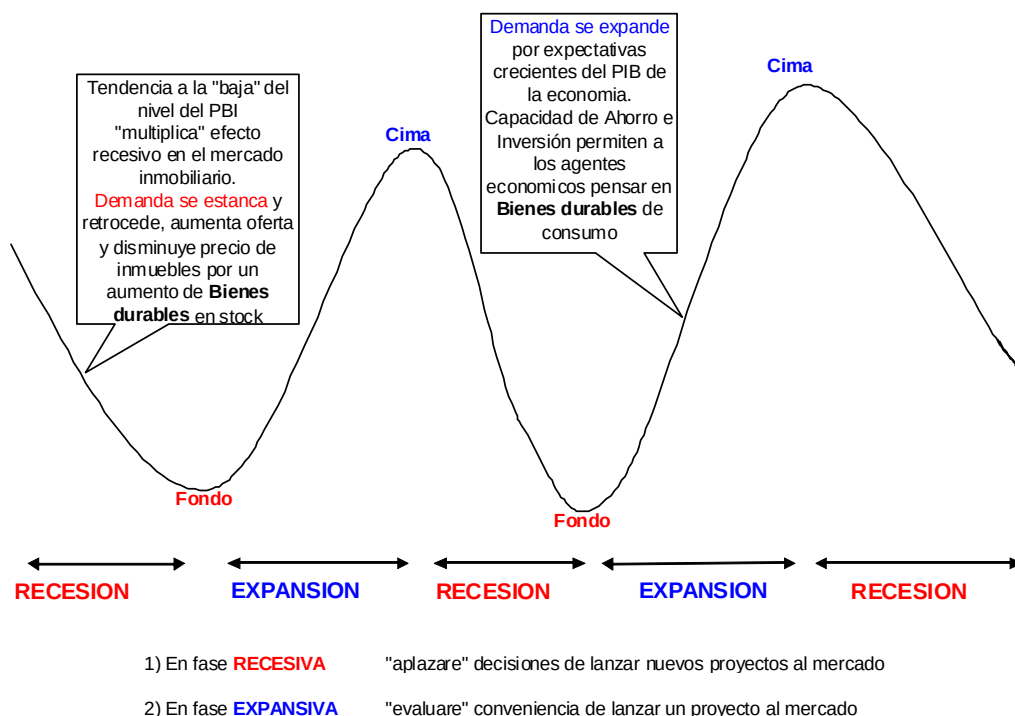


Figura nro 36 - Interpretacion y elaboracion propia

La pregunta que, por lo menos a mi entender se cae de maduro es:

Cuanto puede durar un ciclo?

Según el profesor de Harvard Alvin H. Hansen³⁵, "la experiencia norteamericana indica que el ciclo económico principal ha venido teniendo una duración media de algo más de ocho años. Habiéndose observado, entre 1795 y 1937 diecisiete ciclos, con una duración media de 8,35 años...Dado que regularmente se producen unas dos cimas secundarias entre las cimas principales, se observa que el ciclo corto dura algo menos de la mitad que el ciclo principal. En el periodo de 130 años comprendidos entre 1807 y 1937 hubo treinta y siete ciclos cortos, con una duración media de 3,51 años.

...parece que el ciclo de la construcción dura, en promedio, entre diecisiete y dieciocho años, casi el doble de lo que dura el ciclo principal...**la experiencia americana es que una de cada**

³⁵ Ob. cit. Franceschini Juan Carlos, pag 2

dos expansiones económicas importantes coincide aproximadamente, con una notable regularidad, con una expansión de la construcción, mientras que la recuperación del siguiente ciclo principal tiene que enfrentarse a una caída de la construcción...las depresiones que ha habido en el intervalo de baja de la construcción suelen ser profundas y largas. Y la recuperación subsiguiente resulta frenada y retardada por la desfavorable influencia depresiva producida por la baja de la industria de la construcción”.

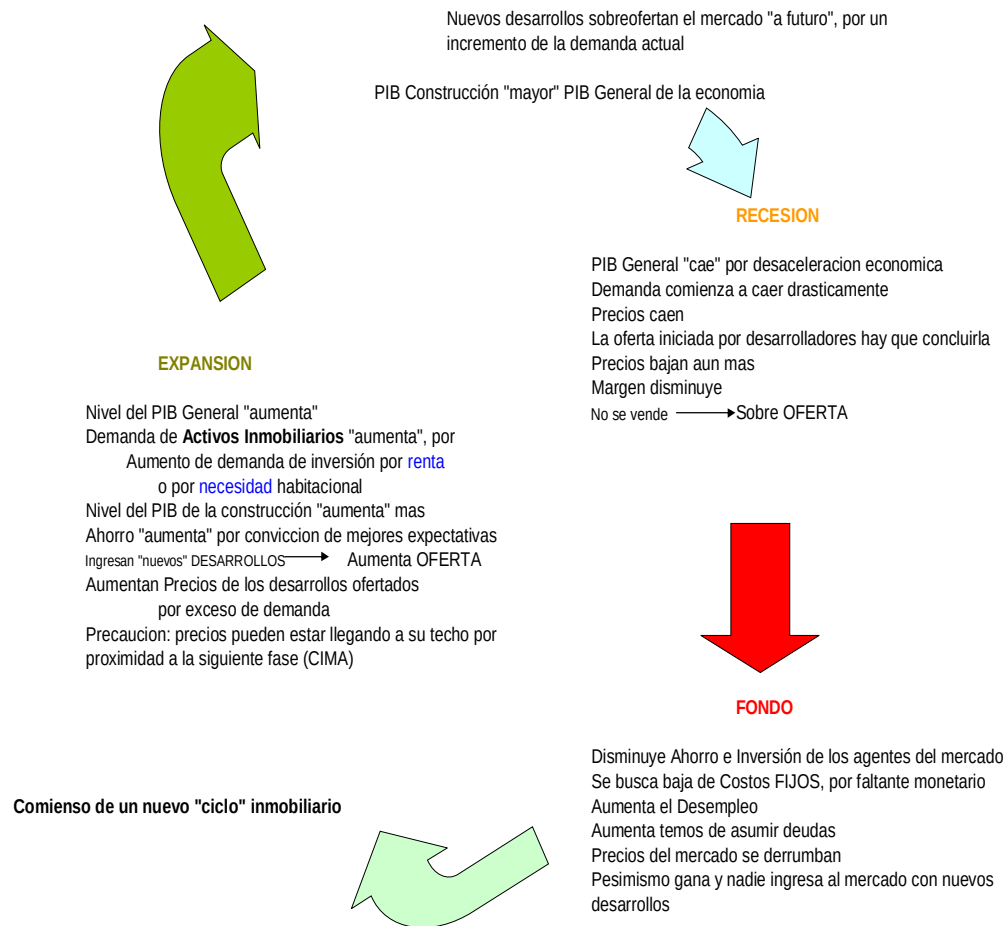


Figura 39 – Explicación de cada fase
 Interpretación y elaboración propia

La pregunta es *en que momento del ciclo estamos*. Si bien el concepto desarrollado en el libro del Dr. Franceschini Juan Carlos, extraído de Alvin H. Hansen³⁶, esboza una "cierta" duración de cada ciclo; la realidad indica que una tendencia recesiva o expansiva no sabemos si durara una década, un lustro o un periodo menor.

*Lo importante es analizar que producto deseo lanzar
 en la dinámica económica actual*

En palabras, el **"ciclo inmobiliario"** es fruto de la interrelación entre la oferta y el comportamiento de la demanda, y la correspondencia que exista entre estas y la economía en general

7.2. Duración del ciclo inmobiliario 1981-2012/2013

A nivel general, nos parece conveniente conocer los ciclos económicos vs. los ciclos de la construcción en un periodo de tiempo observando su comportamiento:

³⁶ Alvin h. Hansen, Fiscal Policy and Business Cycles, Nueva Cork, Norton, p.18-24

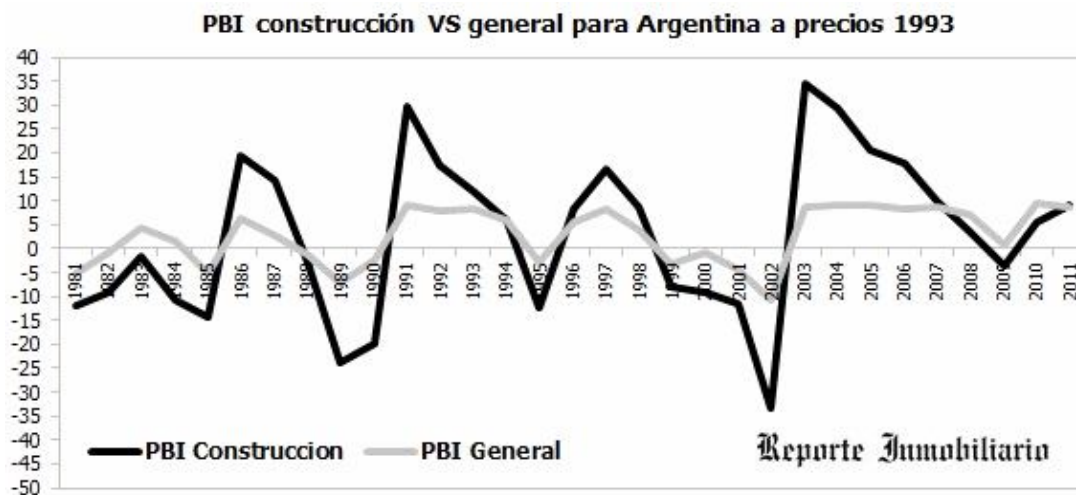


Figura 40 - Fuente: Reporte Inmobiliario
Elaboración propia

1981-1985 Ciclo 1
 1986-1989 Ciclo 2
 1990-1995 Ciclo 3
 1995-2001 Ciclo 4
 2001-2009 Ciclo 5
 2010-Actualidad Ciclo 6

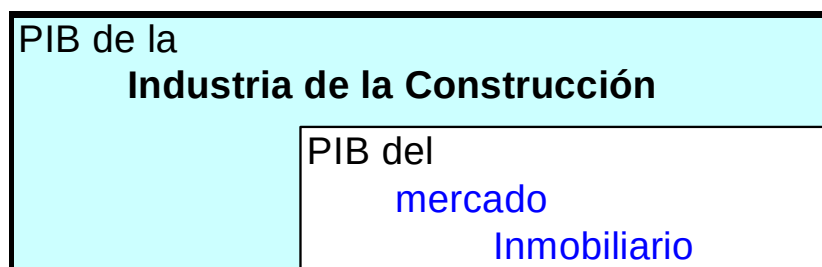
Teniendo en cuenta el periodo que va desde 1981- 2012/2013 y la existencia (a nuestro entender) de (6) seis ciclos, resultando una duración media de poco más de 5 años aproximadamente; aproximándose este valor al esbozado en el libro del Dr. Franceschini.

Del análisis anterior a simple vista observamos que cuando el PIB desciende, el de la construcción desciende aun más y cuando se recupera sube menos.

7.3. PIB Construcción vs. PIB mercado inmobiliario

En el PIB de la construcción se incluye la actividad para vivienda y otros destinos, tales como obras viales, construcciones petroleras y obras de infraestructura; mientras que en el PIB de un mercado inmobiliario esos *otros destinos* no tienen una relación directa y específica con el mercado inmobiliario.

Por ello el PIB de la construcción engloba al PIB del mercado inmobiliario.



Dado lo anterior al analizar el valor del PIB de la construcción *puedo* inferir la tendencia del PIB del mercado inmobiliario, que se basa en tres etapas y al estudiar su composición conoceré la realidad del mercado y su ciclo³⁷

³⁷Ob. cit. Dr Franceschini Juan Carlos, pag 4

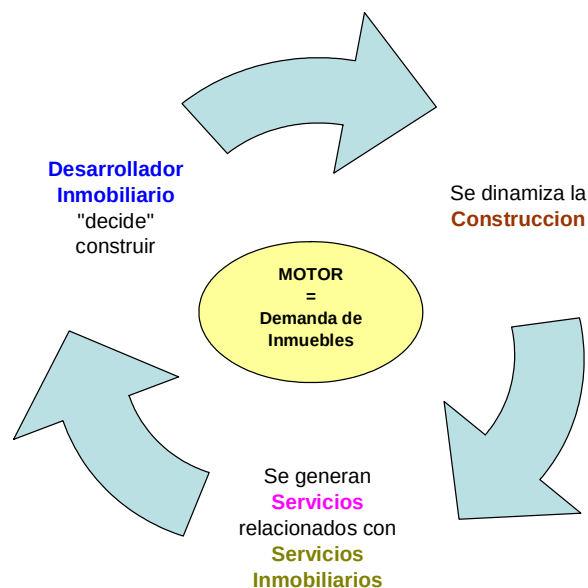


Figura 41 – PIB del Mercado Inmobiliario
Elaboración propia

Al faltar datos sobre el comportamiento desagregado del PIB de la construcción año por año impide efectuar un análisis más detallado de la construcción y desarrollo de inmuebles y el de los servicios inmobiliarios.

Analizando la composición del PIB de la Construcción del año 1993-06, la participación de la construcción privada supero ampliamente a la construcción pública.

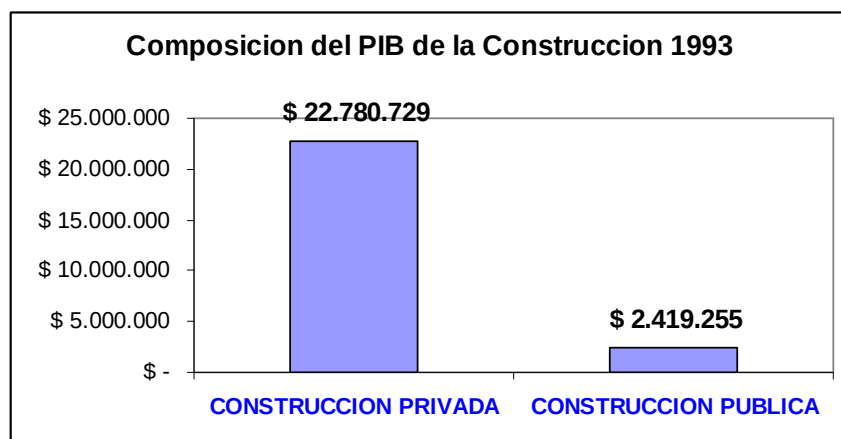


Figura 42 – Fuente: INDEC
Elaboración propia

Según se desprende del siguiente cuadro:

Si bien solo se cuenta con esta información, los responsables de su elaboración sostienen que en la serie histórica se mantiene aproximadamente el mismo porcentaje de participación de cada sector.

Por último para construir la cifra del PIB del mercado inmobiliario se realizan cortes, eliminando los montos correspondientes a la construcción pública, algunos rubros del ítem *no residencial*, que no están estrictamente relacionados con el mercado inmobiliario y renta inmobiliaria, contabilizada en el PIB en el sector *Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler*. Esta lógica conceptual concluye que el PIB del mercado inmobiliario es mayor al PIB de la construcción del sector.

		UTILIZACION			
		CONSUMO INTERMEDIO	INVERSION PRIVADA	INVERSION PUBLICA	INVERSION TOTAL
F. VALOR DE PRODUCCION a precio de productor		25.199.984	2.638.061	20.124.868	2.437.055
I. CONSTRUCCION PRIVADA		22.780.729	2.638.061	20.124.868	17.800
1 Construcción permitada (a + b)		7.323.625	7.305.825	17.800	7.323.625
a) <i>Residencial</i>		4.824.988	4.824.988		4.824.988
Multivivienda		2.346.586	2.346.586		2.346.586
b) <i>No Residencial</i>		2.498.637	2.480.837	17.800	2.498.637
Administración Banca y Finanzas		152.839	152.839		152.839
Comercio		659.437	659.437		659.437
Educación (*)		144.522	126.722	17.800	144.522
Salud		50.215	50.215		50.215
Transporte		24.064	24.064		24.064
Hotelería Y Alojamiento		95.395	95.395		95.395
Cultura y espectáculos		15.580	15.580		15.580
Recreación y Deportes		59.946	59.946		59.946
Arquitectura funeraria		3.149	3.149		3.149
Gastronomía		10.715	10.715		10.715
Otros destinos		204.309	204.309		204.309
Ampliaciones no residenciales		818.863	818.863		818.863
2 Construcción no permitada (a + b)		12.196.180	1.128.368	11.067.812	11.067.812
a) <i>Residencial</i>		5.991.452	5.991.452		5.991.452
Multifamiliar		675.031	675.031		675.031
Deficitaria		63.334	63.334		63.334
Vivienda FONAVI		926.093	926.093		926.093
b) <i>No Residencial (4+5)</i>		6.204.728	1.128.368	5.076.360	5.076.360
2 Reparaciones		1.128.368	1.128.368		0
3=(1+2) subtotal		4.346.794	1.128.368	3.218.426	3.218.426
5 Censo nacional Económico 1994		1.857.934		1.857.934	1.857.934
3 Gasto de los hogares en mejoras de vivienda		1.751.231	1.751.231		1.751.231
Multifamiliar		608.995	608.995		608.995
Deficitaria		17.851	17.851		17.851
4 Gasto de los hogares en reparaciones de vivienda		1.509.693	1.509.693		0
Multifamiliar		379.660	379.660		0
Deficitaria		89.253	89.253		0
II. CONSTRUCCION PUBLICA		2.419.255		2.419.255	2.419.255
Nacional		487.806		487.806	487.806
Provincial		1.245.063		1.245.063	1.245.063
Municipal		686.386		686.386	686.386

Fuente: INDEC

Figura 43 – Fuente: INDEC

Analizando el periodo que va desde la gestación de compra del terreno hasta el año 2012 se intentara conocer que paso en el sector de la industria de la construcción para extrapolarnos al del mercado inmobiliario para posteriormente esbozar solo una lógica conceptual de cuando lanzar un proyecto al mercado.

Se tratara de extraer cifras del periodo seleccionado y relacionarlos con conceptos económicos y propios de sector de la construcción e inmobiliario en particular.

Para PIB de la construcción como elementos tipificantes intervienen:

-) *Participación del Sector en el PIB*, por su efecto multiplicador sobre otras ramas de la industria

-) *Inversión Bruta Interna fija*, por el peso específico que tiene la industria de la construcción

-) *Despachos de cemento*, por ser uno de los principales insumos que se mueve en la construcción

-) *Participación del empleo registrado de la construcción en la cifra total del país*, para cuantificar de alguna manera su importancia relativa.

Para PIB del mercado inmobiliario se analizo por ejemplo:

-) Participación del producto *residencial en el conjunto* versus el no residencial y la construcción publica; ítems estos dos últimos que si bien tienen su importancia relativa, al desarrollador le interesa el residencial.

-) Superficie permitada, a los efectos de conocer movimientos de la oferta

Con base en información extraída del Instituto de Estadística y Registro de la Construcción, durante el periodo 2008-2012, se analizo lo siguiente:

Año 2008

Sector de la Construcción

- La *Construcción* registro, por primera vez desde la salida de la Convertibilidad, un crecimiento inferior a la media de la economía *reduciendo su participación en el nivel general de la actividad económica*.
- La *inversión en construcción* tuvo un crecimiento del 4,15%. Alcanzando su sexto año consecutivo de expansión.
- La *incidencia de la inversión de la Construcción en la Inversión total* se mantuvo en altos niveles históricos, en los últimos quince años el registro del 2008 fue tan solo superado por los años 1995, 2001 y 2006.
- La *producción de hierro redondo* para hormigón culmino 2008 en un nivel que fue un 180% más alto que el 2002 y un 47% más elevado que el de 1998.
- El *Índice del costo de la construcción (INDEC)* fue del 18%, aunque elevada, fue menor a los tres años que la precedieron
- Por primera vez desde la salida de la Convertibilidad disminuyó la participación de la Construcción en el universo del *empleo* registrado en el país, reduciéndose del 6,1% en 2007 al 5,8% en el 2008.

Sector mercado inmobiliario

- *Edificios para vivienda* fue el que más creció en 2008, lugar que no ocupaba desde el 2003. Este bloque explica el 71,3% de la expansión relevada por el ISAC, cuando en 2007 había aportado el 48,2%.
- La *superficie permitida* a lo largo de los 42 municipios relevados por INDEC paso de crecer el 35% en 2005 y 22% en 2006, a casi no hacerlo en 2007 (0,8%) y 2008 (0,1%). Estancamiento que implicaba que la actividad no continuaba creciendo al ritmo de años anteriores.
- En 2007 había 1600 obras residenciales en ejecución, en 2008 bajaron a 1500 (producto de que se terminaron más obras de las que comenzaron) *lo que implicó una caída del 5,8% en el total de proyectos de construcción*. Disminución que se dio en obras de mayor porte (más de 1000 m2 de superficie).
- Al caer considerablemente la cantidad de obras de más de 1000 m2, la superficie en ejecución lo ha hecho más que la cantidad de obras, registrando una retracción del 22,2% en relación al 2007.

Año 2009

Sector de la Construcción

- El impacto de la crisis internacional, la sequía del sector agrícola que afectó su producción impactaron negativamente en el sector. Su caída del 3,8% estuvo por encima de la media de los Sectores Productores de Bienes.
- La IBIF fue el componente de la demanda agregada que más se contrajo (-10,2%), superando la baja de la exportación y contrastando con la expansión del consumo, básicamente impulsado por la demanda del sector público.
- La caída de la Inversión en Construcción fue casi una tercera parte de la que tuvo lugar con la crisis del tequila.
- Los materiales de construcción mostraron bajas que fueron del 3,5% en el caso de los despachos de cemento al 37% en la producción de hierro redondo para hormigón.
- El ICC fue del 10,6%.
- 1413 empresas dejaron de abonar el arancel IERIC, la cantidad de trabajadores registro una caída interanual del 12,5%.

Sector mercado inmobiliario

- La presentación de nuevos proyectos constructivos evidencio una fuerte disminución.
- La superficie total permitida en los 42 municipios relevados por el INDEC fue de 8.182.930 m2, cifra inferior a la totalizada en cada uno de los tres años precedentes, superando solo el registro del 2005 que fue de 7.819.024 m2.
- En las principales ciudades del interior, la evolución de los precios de los inmuebles a estrenar continuó su ritmo ascendente, aunque con menor tasa de crecimiento que el año 2008.
- Las unidades de menor tamaño (1 y 2 ambientes) ganan importancia relativa respecto a 2005. Así, mientras en aquel año esa topología explicaba el 60% de los permisos de construcción para nueva vivienda, en 2009 esa proporción llegó a 80,2%, con mayor peso relativo de los mono-ambientes.
- Se modifican las variables fundamentales del modelo de negocios: unidades más

- chicas y disminuye la categoría promedio de los nuevos proyectos.
- La cantidad de obras en ejecución disminuyó un 24%, producto de que fueron más las obras que finalizaron que las que iniciaron su ejecución.

Año 2010

Sector de la Construcción

- La economía nacional retomó el sendero de crecimiento a ritmo acelerado con un nivel de actividad de la Construcción del 5,1%, igual al del año 1997 y el más bajo desde 2005.
- La IBIF se elevó un 21,2%. La adquisición de Equipos durables de producción fue la que tuvo la recuperación más notoria, superando en un 14,7% al de 2008; mientras que en el caso de la Inversión en construcción esa variación se redujo al 4,4%.
- La inversión de la Administración Pública nacional destinada a obras registró un incremento del 27,5% en relación al año anterior. Si la IBI en Construcción creció un 23,1% (medida a precios corrientes) se concluye que el peso de la inversión en obras de la APN volvió a subir, pasando del 13,9% en 2009 al 14,4% en 2010.
- El crecimiento de la actividad constructora fue común a todas las topologías de obra, lideradas por aquellos insumos más estrechamente vinculados a las obras privadas de edificio para vivienda, oficinas y hotelería.
- El número de empresas constructoras se mantuvo estable.
- La variación promedio interanual del ICC fue del 16,8%.
- Suba de costos de construcción en pesos acompañado de una disminución de la tasa de depreciación en moneda nacional provocó que el aumento de los costos medidos en dólares sea más marcado.
- La economía en su conjunto recuperó su capacidad de generación de empleos. El alza fue del 2,9% equivalente a 203 mil nuevos puestos de trabajo.

Sector mercado inmobiliario

- El bloque Edificios para Vivienda del ISAC presentó un incremento del 9,3% respecto a 2009.
- La superficie permitida para la nómina de 42 municipios arrojó un volumen total de 7.934.473 m², lo que supone una contracción del 3% respecto al año anterior, sumándose entonces a la presente el año precedente sumando una retracción respecto de 2008 del 15,1%.
- Las solicitudes de permisos para Edificación de Vivienda Multifamiliar presentan un tamaño promedio de 1.700 m² durante el período 2005-2008, la magnitud desciende a los 1.400 m² durante los dos últimos años de la década.

Año 2011

Sector de la Construcción

- La Construcción tuvo su mejor desempeño desde el año 2007.
- La Inversión Bruta Interna en Construcción creció en 2011 un 24,9% (medida a precios corrientes)
- La inversión de la Administración Pública Nacional destinada a obras ascendió en 2011 a 34.090 millones de pesos, representando un incremento del 20,4% en relación al 2010.
- La variación promedio interanual del Índice de Costo de la Construcción elaborado por el INDEC fue similar a la de los años 2006 y 2007. El incremento del 20,1% superó el 16,8% del año anterior y casi duplicó el 10,6% del año 2009.
- La Construcción fue el sector con mayor tasa de expansión del empleo formal de la economía nacional.

Sector mercado inmobiliario

- El bloque Edificios para Vivienda del ISAC presentó un incremento del 7,9% respecto a 2010.
- La estadística de evolución de superficie permitida para la nómina de 42 municipios arrojó un volumen total de 8.189.302 m². Si bien representó un aumento 3,2% respecto al año anterior, se sitúa un 15% por debajo del año 2008.
- El mayor dinamismo lo evidencian los proyectos de edificación no residencial cuya superficie autorizada para estos se expandió un 21%.
- Las solicitudes de permisos para Edificación de Vivienda Multifamiliar casi se duplicó respecto al año anterior.

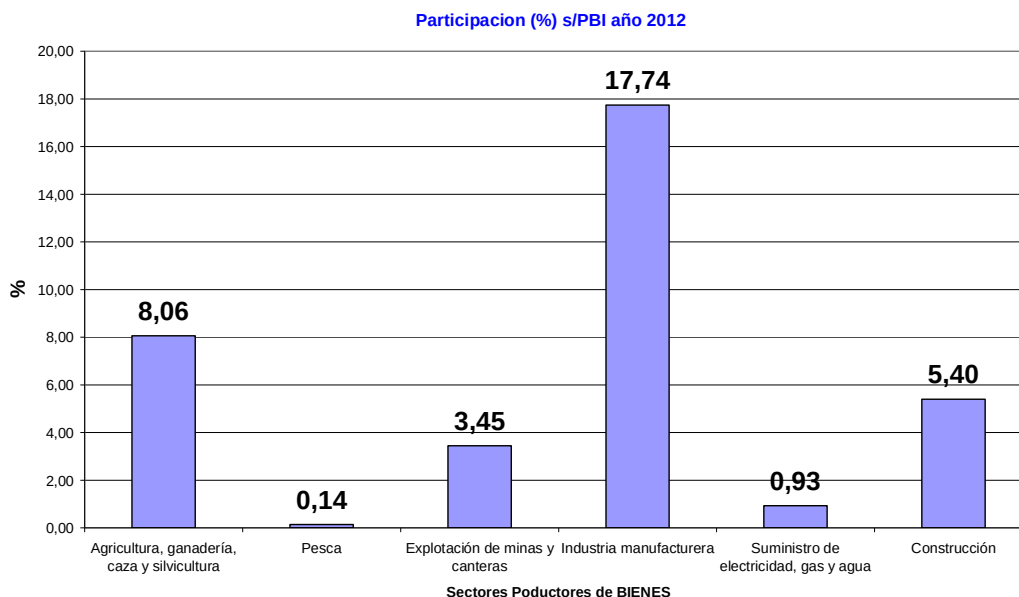


Figura 44 – Fuente INDEC Participación de la industria de la construcción en PBI Argentino del año 2012
Elaboración propia

El PIB de la construcción representó para el periodo 2012 el 5,4% y su importancia radica en el efecto acelerador que provoca en la economía en su conjunto. En promedio en el periodo comprendido entre 1993-2012 su valor fue del 5,158%.

La serie desestacionalizada del Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC serie con estacionalidad) culminó el año con una baja del 3,2%. La velocidad de la caída se aceleró significativamente durante la segunda parte del año: mientras que el primer semestre cerró con un retroceso del 0,8% interanual acumulado, el segundo mostró un descenso del 5,4%.

El *consumo de cemento* en el mercado interno concluyó con una baja del 8,2% interanual. Mientras que el correspondiente a granel culminó con un descenso del 13,5%, el realizado en bolsa cayó apenas un 4,9%. En 2009 la situación había sido la inversa: el consumo en bolsa (-6,4%) había disminuido más que el correspondiente a granel (-2,9%).

El *Índice de Costo de la Construcción* elaborado por el INDEC cerró con la mayor tasa de incremento desde el año 2002. En Diciembre, tanto la variación interanual como el promedio acumulado respecto al mismo lapso del año anterior, se ubicaron en torno al 25%, a diferencia de otros años, la suba estuvo mayormente concentrada en el primer semestre del año (hecho que impacta sobre el promedio anual). De hecho, la variación acumulada durante el segundo semestre del año fue la más baja desde el año 2004

La *cantidad de firmas* que desarrollaron su actividad en la Industria de la Construcción culminó un 0,8% por debajo del año anterior. De todas formas, esta caída resultó sensiblemente más leve que la de 2009, cuando había sido del 13%.

El año registro un total de 385.442 *puestos de trabajo*. Como es habitual por factores estacionales en el último mes de cada año, en Diciembre se evidenció una disminución en el nivel de actividad y por consecuencia, en el empleo

El total de *superficie para edificar* presentada durante el año exhibe una contracción del 9,3% respecto de 2011. En consecuencia, los proyectos para construir obra privada evidencian en el 2012 una caída en su superficie menos intensa que la alcanzada durante el anterior episodio de crisis en el año 2009, en el cual la contracción alcanzó el 15,1%.

Con estos últimos datos del ISAC Vivienda, el año 2012 culmina con un promedio de actividad un 2,4% por debajo del registro de un año atrás. No obstante ello, aún se sitúa muy por encima

de los niveles alcanzados durante los años 1996 – 1998 (+83,4%) e incluso de los del trienio 2006 – 2008 (+25,4%).

Por último *Edificios para vivienda* registró una caída del 2,4%, la primera desde el año 2002. No obstante, este bloque no fue el único que mostró un peor desempeño que en la crisis internacional del 2009; a excepción nuevamente de *Construcciones Petroleras*, los restantes bloques que componen el indicador, en especial *Edificios para otros destinos* y *Otras obras de infraestructura*, tuvieron caídas más agudas que en aquel año.

7.4. Cuando es conveniente lanzar un producto inmobiliario

El punto anterior nos permitió conocer en profundidad conceptos y cifras para saber cual fue la mecánica de los ciclos.

La generación de un nuevo producto inmobiliario implica una inversión. Siendo en este punto donde toma relevancia el efecto acelerador en la economía.

Si se invierte, aumentara el nivel de renta pero *multiplicada* en una cantidad mayor que la cantidad misma invertida. Lo anterior aumenta el empleo correlacionado con aumentos en el consumo secundario en una cadena interminable y decreciente con efecto en conjunto mayor a la suma de las partes.

En un ciclo recesivo la inversión en general cae pero la del sector lo hace en mayor cuantía. La postergación en consumo de bienes durables como el inmobiliario afecta al sector por el peso que tiene en la inversión bruta Interna, cayendo la demanda agregada. En la recuperación el efecto es el contrario, tardando más en recuperarse. (Ver Figura nro. 37).

En el PIB de la construcción lo que interesa analizar es la *oferta* que se suma al mercado en metros cuadrados de obra nueva cuantificándose a través de los permisos de construcción. Sin bien esta información tiene sus propios límites, pues no todas las solicitudes se construyen ni se llevan a cabo en el mismo periodo; si nos servirá como un parámetro. Mientras que la demanda que es necesario estimar es la demanda *efectiva* actual, *futura* y la demanda *potencial*.

Conocer la oferta, la demanda, el ciclo económico y el inmobiliario en particular será la clave para decidir si lanzar un nuevo producto al mercado o esperar.

7.5. Emprendimiento Brisamar y el ciclo

Se analizo el ciclo económico y el ciclo inmobiliario en particular, además de aclarar en cuadros ejemplificativos como el margen del desarrollador ha disminuido en forma abrupta.

El proyecto Brisamar, como bien se aclaro en el prologo, su compra surgió de una visión y su lanzamiento, si bien se retraso por cuestiones burocráticas relacionadas a la aprobación del plano de construcción; el análisis que sigue trata de mostrar como evolucionó el margen del negocio aplicado al proyecto entre *2008-inicios 2009* y *el año 2012-inicios 2013*.

Los valores detallados son en dólares y aproximados a la realidad al momento de la compra y a la fecha de su lanzamiento.

SITUACION 2008				SITUACION 2012/Inicios 2013			
Base: 1300 m2 Vendibles				Base: 1300 m2 Vendibles			
Costo Construccion Vendible/m2	USD	860,85	47,97%	Costo Construccion Vendible/m2	USD	1.264,64	50,06%
Valor estimado de VENTA/m2	USD	1.794,40	100,00%	Valor estimado de VENTA	USD	2.526,00	100,00%
Datos extraidos de Reporte Inmobiliario (ver Analisis de Precios)							
US\$				US\$			
Terreno y Gastos	58.401	3%		Terreno y Gastos	567.000	17%	
Costo de Construccion	1.119.104	48%		Costo de Construccion	1.644.032	50%	
Honorarios (*)	55.955	2%		Honorarios	82.202	3%	
Impuestos	431.786	19%		Impuestos	607.831	19%	
Margen	667.473	29%		Margen	382.735	12%	
Valor Venta	2.332.720	100%		Valor Venta	3.283.800	100%	
(*) Honorarios del Arquitecto/Contador/Escribano/Otros				(*) Honorarios del Arquitecto/Contador/Escribano/Otros			

Figura 45 – Comparativo Margen del negocio Brisamar 2008 vs 2012
Elaboración propia

Emprendimiento Brisamar-Evolucion 2008/2012

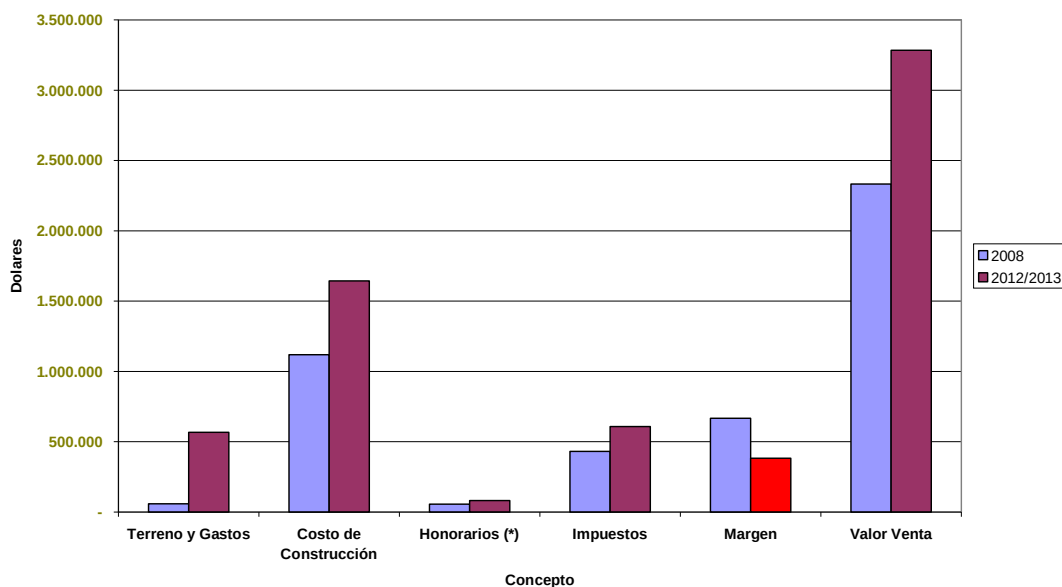


Figura 46 – Esquema porcentual Comparativo Margen del negocio Brisamar 2008 vs 2012
Elaboracion propia

En el caso planteado se observa como la incidencia del valor de la tierra en la Ciudad y en particular en la zona norte de Mar del Plata, se ofertaban a valores muy bajos en relación a los actuales, pues hoy el valor del terreno vale 10 veces más.

Si tomamos para el análisis 1300 m2 vendibles del emprendimiento y partiendo de los costos y valores de venta del m2 relevados en Reporte Inmobiliario (ver *Análisis de precios*), honorarios estimados entre 2 y 3% y un cuadro de tasa de impuestos *estimados a modo ejemplificativo* de partida, obtendremos:

Calculo de la Tasa de IVA

Cada 100 de Compras	100
Materiales 40% (21% IVA)	8,40%
M.O 60% (10,5% IVA)	6,30%
Tasa c/100 de IVA CREDITO FISCAL	14,70%

Cada 100 de Ventas

Precio de Vta	.= Terreno + Obra + (IVA sobre Obra)		
	= Pn x 0,10 + Pn x 0,90 + (Pn x 0,90 x 0,105)		
	.= Pnx (0,10 + 0,90 + 0,0945)		
100,00	= Pn x 1,0945		
91,36	P neto		
8,64	Debito Fiscal		
Tasa c/ IVA DEBITO FISCAL	8,64%		

Calculo

Costo m2 (CF)	USD	860,85	USD	-126,54
Venta m2 (DF)	USD	1.794,00	USD	155,00
IVA a pagar	USD	28,46		

Impuesto a las Gcias

Valor de Venta	USD	1.794,00
Costo	USD	-860,85
Otros	USD	-286,95
Resultado	USD	646,20
Alicuota	35%	
Impuesto a las Gcias a pagar	USD	226,17

Incidencia s/Valor Venta	
IVA	1,59%
IBB	3,00%
Impuesto	
Debito	0,06%
Credito	0,06%
Sellos	1,20%
IG	12,61%
Total	18,51%

Figura 47 – Proyeccion incidencia impositiva en proyecto Brisamar
Elaboración propia

Para el año 2008 dada la baja incidencia del terreno y en función a los datos de partida planteados, el margen previsto o presupuestado rondaba el 29%, coincidente con análisis de otros autores y especialistas del sector, mientras que en el año 2012/Inicio del 2013 por

aumento de incidencia de terreno y también costos de construcción crecientes, el margen cae abruptamente a cerca del 12% con lo cual habrá que estar muy atento a como estructurar el negocio y el proyecto en particular en su conjunto.

Por último dado el extenso análisis económico efectuado en esta tesis, nos proponemos resumidamente analizar que variables macro incidieron en el 2008 y compararlas con el 2013.

Variables MACRO	2008	2012/2013
<u>CRECIMIENTO PIB</u>	6,80%	1,70%
<u>INFLACION</u>	19,50%	24%
<u>Desempleo</u>	6-7%	7-7,8%
<u>Balanza Comercial</u>	12.556 mill U\$S	en baja
<u>Reservas</u>	48.000 mill U\$S	35.093 mill U\$S
<u>Dólar Blue</u>	No existia	ALTO
<u>Deficit Fiscal</u>	No existia	(-8181) mill U\$S

Análisis económico 2008-Compra del terreno

A simple vista observamos que la decisión tomada de comprar tierra en 2008 fue acertada dado que lo convalida la *etapa expansiva* que se daba en aquel año. Con un *crecimiento del PIB* del 6,8% Argentino la dicha fase acompañó la compra del terreno y el análisis de su factibilidad.

Posteriormente luego de la “famosa” Resolución 125 con el voto *no positivo de COBOS* y la caída de Lehman Brothers a nivel internacional, se contrajo la actividad económica local, cayeron las exportaciones y la pérdida de puestos de trabajo industrial por los llamados “vientos de cola”, eran signos a tener muy en cuenta.

Si bien la balanza comercial era positiva, las divisas que entraban por el excedente comercial se iban por la ventanilla de la fuga de capitales.

El Tesoro Nacional mostraba superávit fiscal pero por las transferencias del Banco Central y la ANSES.

Las reservas eran de cerca de 50.000 mill. de dólares pero un 40% del Activo del BCRA estaban en poder del Estado (Letras del tesoro, bonos y Adelantos del tesoro) y no se disponía de reservas de “libre disponibilidad” para pagar las deudas.

No existía el dólar blue pero la incertidumbre de todo proceso electoral, el peso de los subsidios en el gasto, alta inflación y el retraso del tipo de cambio; resultaron ser causas suficientes de los problemas que más tarde asomarían.

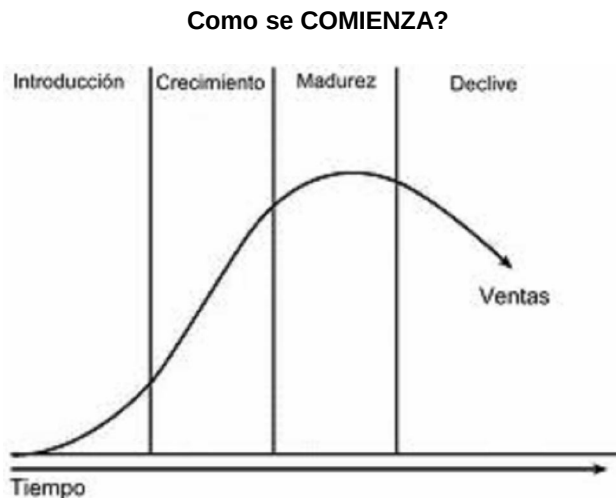
Análisis económico 2012/Inicios 2013-PRE lanzamiento

El crecimiento del PIB como indicador macro de la economía en su conjunto cae drásticamente. Se sale de una fase post recesiva, con una muy lenta expansión para los desarrollos pesificados. En esta etapa se *decide lanzar el producto inmobiliario al mercado*. La inflación no solo sigue alta en comparación con el 2008 sino que supera el 24%, guarismo que hará seguir muy de cerca los ítems relacionados con costos. La variable desempleo no tuvo cambios en el último quinquenio, lo que puede leerse como que el sector privado no creó puestos de trabajo, recrudescido por un enfriamiento en la actividad inmobiliaria en general y en el sector de la construcción en particular. Por otro lado la estabilidad de la tasa de desempleo se debió en gran medida a un aumento del empleo estatal.

Nace en el año 2010 restricción a la compra de dólares por un aumento descomunal en la fuga de capitales, prolegómeno del cepo al dólar actual, germen de innumerables enfermedades económicas. Un aumento del gasto público no pudo ser financiado por los recursos fiscales y el impuesto inflacionario dando comienzo al primer *déficit fiscal de 8.181 millones de pesos* desde el año 1996.

Como incidirá todo esto en el proyecto?

Observamos que el valor de la tierra aumento considerablemente, incluso en el caso planteado hasta 10 veces. Para el proyecto en particular el *ahorro inicial en la compra del terreno, podrá volcarse a PRE-ventas iniciales*



Introduciendo el producto con:
“precios bajos” hasta inicio de Obra
(Análisis del Pto “crítico”)
Para luego:
DESARROLLAR EL MERCADO
SUBIENDO PRECIOS
en la etapa de Crecimiento

Figura 48 – Fuente: imagen extraída de google
Interpretación propia

Respecto al valor del costo de construcción, si bien la construcción en pesos se vio favorecida por aplicación de un dólar celeste o blue, una inflación cercana la 25% no deja de ser preocupación para todo desarrollador. El análisis efectuado para el año 2012/inicio 2013 si se hubiera comprado el terreno al valor de mercado, denota un peligroso margen del 12% en dólares que no sería malo en la medida que se cumpla, previo análisis exhaustivo del valor actual neto y la TIR que justifique este simple análisis inicial.

Parecería obviarse el peso de la tasa de interés en el cuadro, pero dada la inflación *relativamente* alta en el periodo involucrado, las tasas de retorno netas son y siguen siendo negativas transformándose en una fortaleza al comparar tasa interés vs. Inversión en ladrillos.

8. ESTUDIO de MERCADO

8.1. Introducción

A los efectos de disminuir la incertidumbre que nos invade cuando invertimos en *real state*, ya sea cuando se trata de sumas grandes o chicas -a nadie le gusta perder y si es dinero menos- es que para toda inversión no solo de estas características sino en la mayoría es necesario efectuar un estudio previo.

En cuanto al mercado inmobiliario son insoslayables los siguientes pasos:

- ☐ Análisis de la oferta, lo que indirectamente nos brindara información histórica sobre cual fue la demanda efectiva
- ☐ La demanda efectiva futura y potencial
- ☐ Su cuali y cuantificación

- Que mercado se podrá captar, su plazo y por supuesto el target.
- Adecuado análisis de la competencia ofertada para definir correctamente nuestro proyecto.
- Que estrategias y políticas de comercialización serán llevadas a cabo
- Y por último, valga la aclaración “antes de su lanzamiento” : con que MARKETING INMOBILIARIO dotare al proyecto

8.2. Información Previa

A los efectos de poder cumplimentar con los pasos precitados, es fundamental organizar la información, para lo cual como recomienda todo libro *básico* de administración, deberé seguir un orden; que si bien no es taxativo, el mismo me servirá como guía para ordenar los recursos que como el tiempo son “escasos”.

Se delinear los siguientes pasos para llegar al resultado final, es decir llegar a *definir el producto inmobiliario que se llevara a cabo*.

ENTRADAS

) Definir topología de departamentos ofertados y demandados

- cantidad de m2
- cantidad de ambientes
- calidades
- atributos
- segmento social que compra (target)
- demandas efectiva, futura y potencial
- Precios

Proceso de información propiamente dicho

) Planificación y búsqueda de información

- Análisis de datos "relevantes" en general
- Dividir la búsqueda en
 - Primaria** consistirá en
 - Investigación del mercado
 - Efectuar un relevamiento
 - De ser necesario efectuar Encuesta
 - Secundaria:** abarca selección de información "que sirva" emanada Organismos públicos, administradores, etcétera
- Carga de datos a un Sistema

SALIDAS

) Los datos cargados al sistema deberán permitir

- Análisis a través de Gráficos, índices y otros
- Resultados del análisis
 - Delinear del producto inmobiliario
- Definición del producto inmobiliario

8.3. Análisis de la Oferta

8.3.1. Introducción

La oferta inmobiliaria se *puede* definir como “la cantidad de bienes inmuebles que cierto numero de promotores, desarrolladores y comercializadores han puesto a disposición del consumidor a un precio determinado”³⁸

³⁸ Ob. Cit. Dr Franceschini Juan Carlos p.44

Dado el resultado final buscado, esto es, definir “el” nuevo producto inmobiliario a insertar en el mercado, nos enfocaremos en general a un estudio de la oferta de productos terminados, futura, sustituta y en particular al estudio del mercado “a nuevo” de construcción.

8.3.2. Evolución

A los efectos de concatenar el análisis efectuado en la parte económica y este punto en particular, detallaremos a continuación el comportamiento de ciertos indicadores que nos posicionan sobre el comportamiento de la oferta inmobiliaria en general.

Una encuesta cualitativa del sector, explora las expectativas del sector para el mes de Agosto del corriente año, lo que refleja un clima de estabilidad principalmente para quienes realizan obras privadas.

Esta encuesta capta información de un conjunto de aproximadamente cien grandes empresas constructoras del país y su objetivo básico es la evaluación de la situación y las **expectativas económicas de corto plazo** arrojando la misma los siguientes porcentajes:

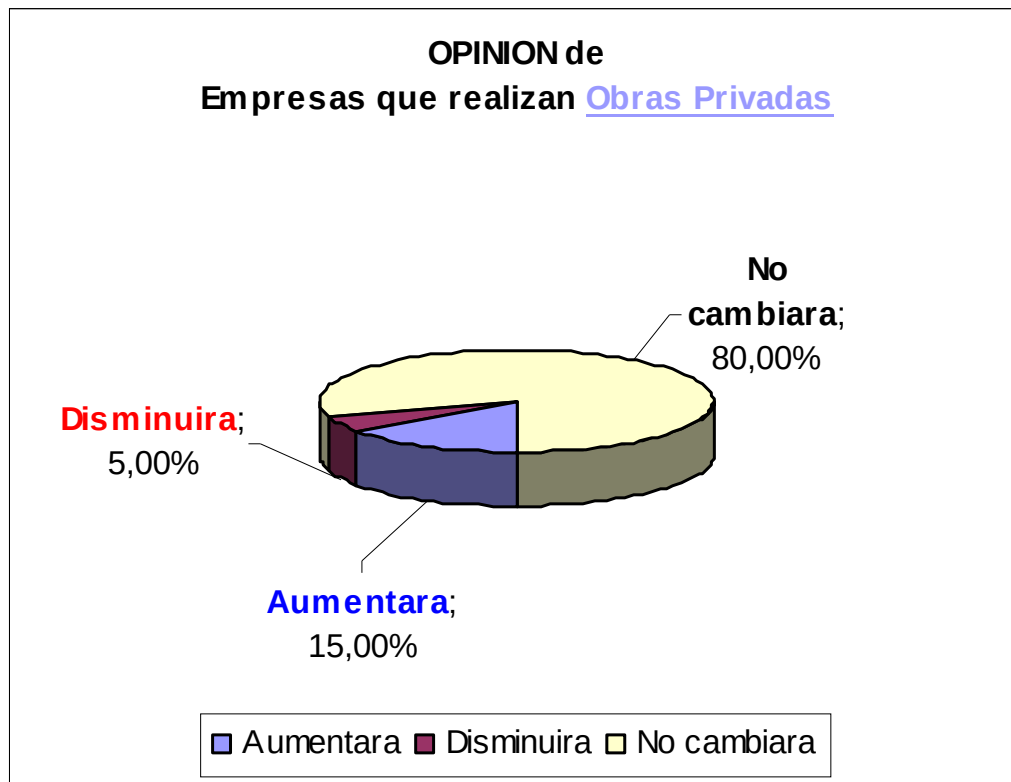


Figura 49 - Fuente: INDEC
Indicadores de la actividad construcción 2013
Elaboración propia

Los permisos de edificación privada constituyen un importante indicador de las intenciones de construcción por parte de los particulares, *anticipando la futura actividad de la construcción y la oferta real de unidades inmobiliarias.*

La superficie a construir registrada informada por los municipios, da una idea aproximada del nivel de actividad que se espera para los próximos meses.

Si bien la serie completa que se presenta anualmente se constituye con información desagregada de una nomina de 188 municipios del país, para el análisis de coyuntura analizado se presenta el dato mensual del total de superficie registrada para construcciones nuevas y ampliaciones de una nomina reducida de 42 municipios que representan aproximadamente el 50% del total de superficie autorizada por los referidos 188; dentro de las cuales se incluye al Partido de General Pueyrredón (Ciudad de Mar del Plata), arrojando los siguientes guarismos:

Superficie Cubierta AUTORIZADA en 42 Municipios
2011 vs 2012

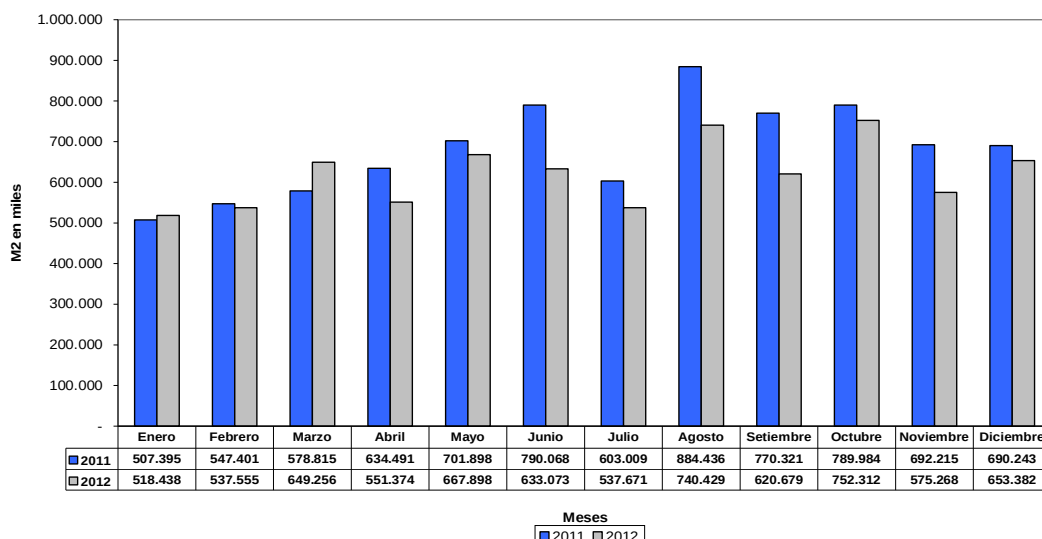


Figura 50 – Fuente: INDEC- Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción
Elaboración propia

Se observa que la superficie a construir registrada por los permisos de edificación otorgados para la ejecución de obras privadas, en una nomina representativa de 42 municipios, **aumento durante el mes de Julio pasado el 17,9% en relación al mes de Junio**. Asimismo se observa, con respecto al mismo mes del año anterior, que el dato de Julio registro una **suba del 28,6%**.

Por su parte, el valor acumulado durante los siete primeros meses del año en su conjunto registra un **crecimiento del 2,90%** en comparación con igual periodo del año 2012.

Este análisis primario parecería indicar “a prima facie”, sin adentrarnos en cuestiones relacionadas con la localización, coyuntura económica en general, riesgo y retorno esperado por parte del desarrollador, que *no es malo el momento para lanzar un desarrollo*, pues dado que la oferta no crece, esto indicaría en principio, una menor oferta en el futuro y como tal una menor competencia.

Sin embargo en la Ciudad de Mar del Plata en el primer semestre del año, los proyectos para construir edificios **cayeron un 25%**. Las restricciones cambiarias y el *retraso en la entrega de planos dificultan la actividad*.

Si bien incluye al semestre veraniego de la Ciudad, en las cuales las solicitudes permisadas decaen; en mi opinión el potencial que tienen ciertas zonas de la Ciudad como el frente costero hacia el norte, Chauvin, Plaza Mitre y Guemes por solo nombrar algunas, tornan al municipio apto para desarrollos chicos-medianos de entre 1000 a2000 m2.

Mar del Plata vivió el record de construcción de los últimos 30 años en el periodo 2006-2007, tendencia que continuo hasta 2010-2011. Solo en 2006 se autorizaron construir 250.000 m2, un 30% más que 2005. Se estuvo lejos de los 920.000 m2 que se construyeron en 1977, pero el boom inmobiliario también se sintió en la feliz.

El secreto estará en todo caso que la mira de los desarrolladores se concentre en atraer capital ajeno a la ciudad buscador de un destino flaco de alternativas que puedan ganarle a la perdida de poder adquisitivo; por caso es relevante nombrar como reflejo de mi apreciación las *TORRES EXPLANADAS* diseñadas por el famoso arquitecto CESAR PELLI, ambicioso proyecto que reúne alta calidad, alto precio y **alta expectativa de la ciudad como destino turístico**.

8.3.3. Descripción

Consiste en conocer los productos que se ofrecen en un cierto mercado y que pueden llegar a competir con Edificio BRISAMAR. Nuestro objetivo primario es descubrir las necesidades de la

demanda para que el proyecto pueda satisfacerlas.

RELEVAMIENTO DE CAMPO EN LA ZONA DE INFLUENCIA DEL EMPRENDIMIENTO

La oferta relevada de edificios nuevos destinados a viviendas unifamiliares que hemos incluido en nuestro relevamiento se dividió en:

- ☐ Oferta de **productos “en construcción”**, dividiéndola en competencia primaria y secundaria
- ☐ Oferta de **productos terminados** recientemente
- ☐ Oferta **futura**

Y por último, resumidamente haremos mención a la

- ☐ Oferta **sustituta**

8.3.3.1. Oferta de productos en construcción

El análisis efectuado se suscribe a la **competencia “actual” primaria** del emprendimiento, es decir la delimitada por las [Av. Constitución \(hacia el norte\), Avda. Félix U. Camet \(frente costero\) hasta llegar a calle Anchorena](#), que se consolida como un polo de departamentos y la **competencia “actual” secundaria**, conformada por desarrollos frente al mar que se delimita en la zona que va desde [Av. Constitución \(hacia el sur\) hasta Av. Independencia](#).

n	UBICACIÓN	Estado de OBRA	Tipo PROPIEDAD	Mes y Año Relevamiento	Unidades totales	SUP. HOMOG	Comercializa
1	LILION II-F.U.Camet y Anchorena	10%	En construcción	Ago-13	36	1.596	Consulta a E. Constructora NES S.A.
2	ADN Edificios - Felix U. Camet y Aguirre	80%	En construcción	Ago-13	38	1.650	Consulta propia
3	Ocean View Trust II - Felix U. Camet y Cataluni	40%	En construcción	Ago-13	18	1.100	Espatolero & Lorenzo
4	Platinum IV- Felix U. Camet y Mugaburu	40%	En construcción	Ago-13	26	1.480	Martinez Arrechea
5	ZEUS - Felix U. Camet y Zagastizabal	25%	En construcción	Ago-13	37	1.448	Valencia propiedades
6	Edificio s/n- Avda Felix U. Camet y Antonio Alici	35%	En construcción	Ago-13	8	400	Consulta propia
7	Edificio s/n - Avda Felix U. Camet y F. de Araña	30%	En construcción	Ago-13	10	480	Consulta propia
8	Edificio VIANI - Felix U. Camet 1025	5%	En construcción	Ago-13	17	985	karina DIAZ www.viani.com.ar
9	Edificio - Avda Felix U. Camet 355	35%	En construcción	Ago-13	8	1.540	Consulta propia
10	YOUNG TOWER III - Liniers 525	35%	En construcción	Ago-13	28	1.064	bc young www.bcyounq.com.ar
11	QUBA (habitat urbano) -	55%	En construcción	Ago-13	10	780	Desarrolla y construye QUBA
12	Sargento Cabral 77	10%	En construcción	Ago-13	10	610	Responsable: Ing.Marianela
13	Edificio - Bvard Marítimo P. Ramos 425	80%	En construcción	Ago-13	9	540	Consulta propia
14	ZENA VI - Bvard Marítimo 449	5%	En construcción	Ago-13	13	1.040	H. LEDESMA
15	Edificio TORRE SALTA - Salta 620	45%	En construcción	Ago-13	40	2.600	DAR Propiedades
16	Edificio - Avda Independencia y Bvard Marítimo	50%	En construcción	Ago-13	32	2.080	Consulta propia

Figura 51 – Oferta de productos en construcción
Elaboración propia

Los edificios nuevos destinados a viviendas unifamiliares que hemos incluido en nuestro relevamiento, ascienden a 16 (dieciséis) inmuebles.

8.3.3.1.1. Competencia primaria

Los edificios en proceso de construcción e ingresados al mercado costero en la zona llamada competencia “actual” primaria son 8 (ocho) designados con la numeración desde el uno al ocho.



Fotos de emprendimientos correspondientes a la competencia “actual” primaria



8.3.3.1.2. Competencia secundaria

Los 8 (ocho) restantes en la zona competencia “actual” secundaria son relevamientos más cercanos al centro de la ciudad, pero con la característica distintiva de encontrarse frente al mar y muy cercanos al emprendimiento bajo estudio.



Fotos de emprendimientos correspondientes a la competencia “actual” secundaria



8.3.3.1.3. Topologías relevadas

Del total relevado, se contabilizaron las siguientes tipologías:

Productos "en construcción"		1 Amb	2 Amb	3 Amb	4 Amb	Total
1	LILION II-F.U.Camet y Anchorena	8	14	14		36
2	ADN Edificios - Felix U. Camet y Aguirre	38				38
3	Ocean View Trust II - Felix U. Camet y Catalonia		9	9		18
4	Platinum IV- Felix U. Camet y Mugaburu		24	2		26
5	ZEUS - Felix U. Camet y Zagastizabal	16	21			37
6	Edificio s/n- Avda Felix U. Camet y Antonio Alice		8			8
7	Edificio s/n - Avda Felix U. Camet y F. de Araña		10			10
8	Edificio VIANI - Felix U. Camet 1025		10	7		17
9	Edificio - Avda Felix U. Camet 355		7	10		17
10	YOUNG TOWER III - Liniers 525		17	1		18
11	QUBA (habitat urbano) -		5	5		10
12	Sargento Cabral 77		10			10
13	Edificio - Bvard Maritimo P. Ramos 425		5	4		9
14	ZENA VI - Bvard Maritimo 449			13		13
15	Edificio TORRE SALTA - Salta 620		40			40
16	Edificio - Avda Independencia y Bvard Maritimo		7	20	5	32
						339

Figura 52 – Tipologías de productos en construcción
Elaboración propia

Resultando los siguientes porcentajes:

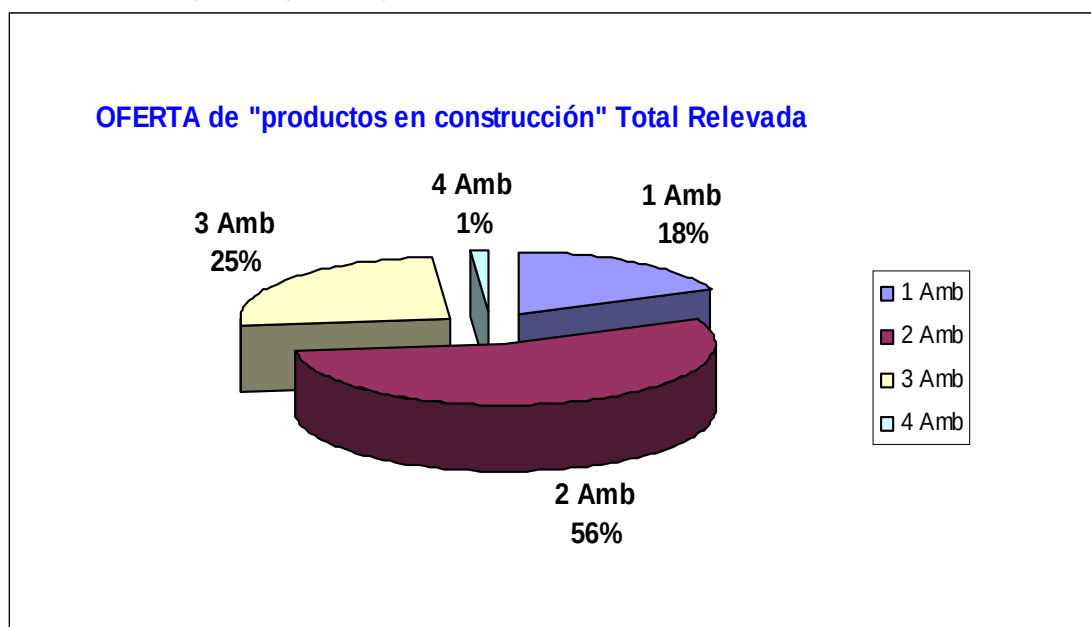


Figura 53 – Tipologías de productos en construcción en porcentaje
Elaboración propia

Lo que se observa en el cuadro es que más del 50% del total relevado corresponde a departamentos de dos ambientes lo que denota un peso relativo importante en el área de acción para este tipo de tipología. En contraposición los departamentos de cuatro ambientes solo representan un 1% del total relevado, mientras que la tipología de tres ambientes se lleva el 25% y los de un ambiente el 18% restante.

Así mismo y al solo efecto interpretativo, en la competencia primaria directa se observa:

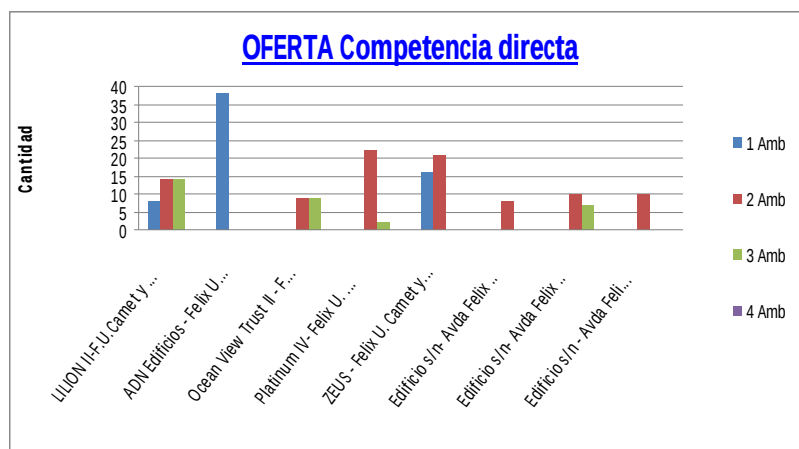


Figura 54 – Esquema comparativo de la oferta competencia directa
Elaboración propia

Y el *promedio* de los emprendimientos relevados como competencia directa, para cada uno arroja:

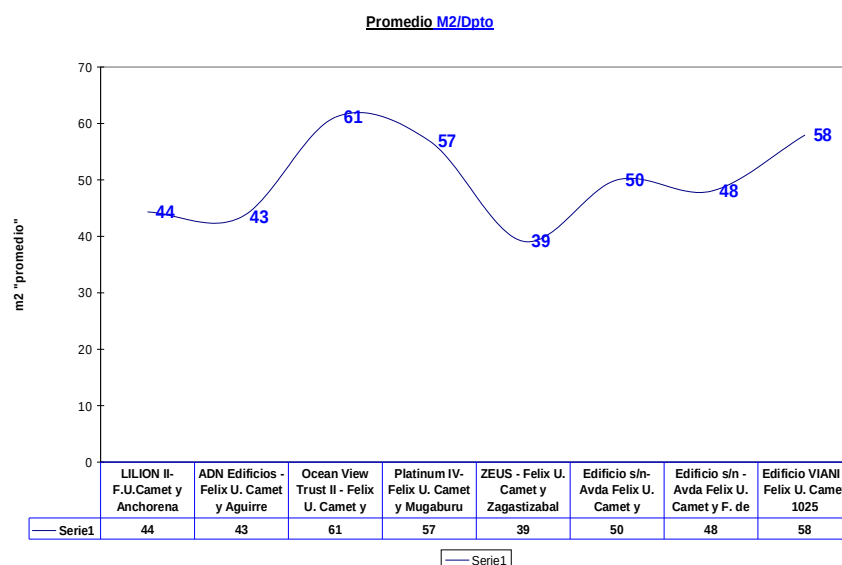
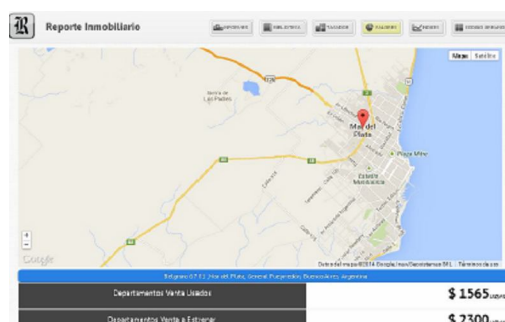


Figura 55 – Esquema comparativo promedio de metros cuadrados por departamento de oferta compatencia directa
Elaboración propia

Y su *caracterización económica* que surge de relacionar el valor promedio del m2 por departamento multiplicado por valor del m2 en dólares de un departamento a estrenar publicado en Reporte Inmobiliario³⁹



³⁹ Publicacion del dia 15 de Octubre 2013. www.reporteinmobiliario.com.ar

CARACTERIZACION ECONOMICA

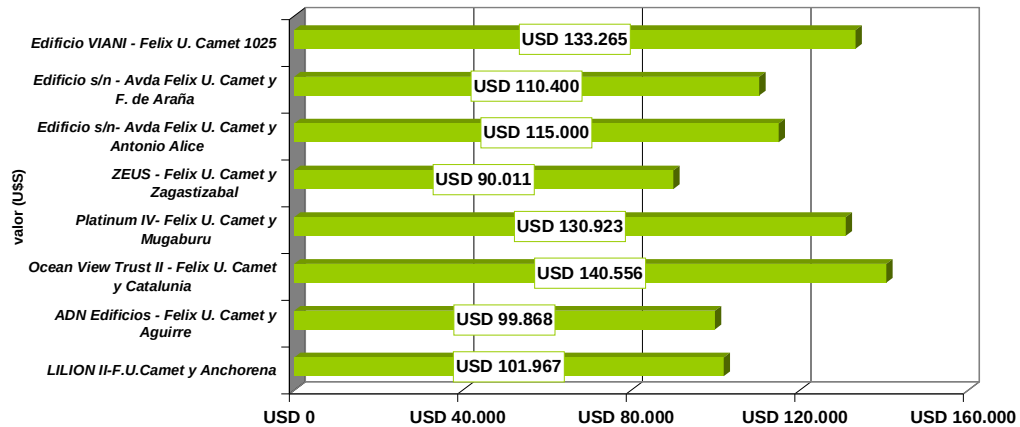


Figura 56 – Esquema comparativo caracterización económica (precio total por unidad en promedio)
Elaboración propia

El ánimo de este cálculo es conocer un rango de valores por unidad *en promedio* de los emprendimientos que compiten en forma directa con el producto (emprendimiento Brisamar), arrojando un valor mínimo de **U\$S 90.011** y uno máximo de **U\$S 140.556** sin considerar la cochera.

8.3.3.1.4. Market share

Una vez efectuado esta “especie” de cuadro estático, no podemos dejar de analizar que peso relativo tiene cada proyecto sobre el total relevado, lo que en la jerga se ha dado en llamar *market share*

MARKET SHARE

Nro	Proyecto analizado	Total	Participacion	
1	LILION II	36	10,62%	
2	ADN Edificios	38	11,21%	
3	Ocean View Trust II	18	5,31%	
4	Platinum IV	26	7,67%	
5	ZEUS	37	10,91%	
6	Edificio s/n- Avda Felix U. Camet y Antonio Alice	8	2,36%	
7	Edificio s/n - Avda Felix U. Camet y F. de Araña	10	2,95%	
8	Edificio - Avda Felix U. Camet 355	17	5,01%	56,05%
9	Edificio VIANI	17	5,01%	
10	YOUNG TOWER III	18	5,31%	
11	QUBA (habitat urbano) -	10	2,95%	
12	Sargento Cabral 77	10	2,95%	
13	Edificio - Bvard Maritimo P. ramos 425	9	2,65%	
14	ZENA VI	13	3,83%	
15	Edificio TORRE SALTA	40	11,80%	
16	Edificio - Avda Ind y Bvard Maritimo	32	9,44%	43,95%
	339		100,00%	

Figura 57 – Market share (Participación de cada emprendimiento sobre el total relevado)
Elaboración propia

Representando un 56% del total la *competencia directa primaria*, reflejando la importancia relativa sobre el total de la oferta del norte de la ciudad.

El objetivo base es evaluar cual es la evolución de nuestra competencia directa y poder establecer parámetros comparativos que nos permitan determinar que no puede faltar y a partir de esta premisa que podemos sumar como aspecto diferenciador para posicionar nuestro proyecto, como punto de partida para establecer las estrategias de comercialización y muy especialmente los precios de lanzamiento.

8.3.3.1.5. Estudio de atributos

Aplicando el concepto anteriormente vertido se efectuó el siguiente análisis de atributos, dividiéndolos por Departamento y Edificio y asignando la importancia relativa que para el comprador representa en el *departamento*, la distribución interna, terminación, si posee dormitorio en suite, amplitud del balcón y existencia de placares cómodos. Por la característica *edificio* analizo si el emprendimiento tiene parrilla y sala de usos múltiples, calidad de diseño y amenities. El entorno no se pondero pues para los emprendimientos relevados es *similar*.

El análisis efectuado arroja los siguientes guarismos:

ATRIBUTOS	Peso RELATIVO en la DECISION de COMPRA	Escala atributos	Puntaje
Departamento			
Distribucion Interna	30%	Optimo	5
Niveles de Terminacion	20%	Muy Bueno	4
Suite	10%	Bueno	3
Balcon	15%	Regular	2
Placares	5%	Malo	1
EDIFICIO			
SUM/Parrilla	5%		
Diseño	5%		
Amenities	10%		
TOTAL	100%		

P1 al 16: Relevamiento de proyectos en construcción

P 17: Edificio **BR SAMAR**

ATRIBUTOS	Percepcion	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10	P11	P12	P13	P14	P15	P16	P17
Departamento																		
Distribucion Interna	30%	5,00	2,00	5,00	4,00	5,00	4,00	4,00	4,00	4,00	5,00	5,00	4,00	4,00	5,00	4,00	5,00	4,50
Niveles de Terminacion	20%	4,00	2,50	4,00	4,00	4,00	3,00	3,50	5,00	4,00	5,00	5,00	3,00	4,00	4,00	4,00	5,00	4,50
Suite	10%	4,00	0,00	4,00	4,00	3,00	0,00	0,00	0,00	4,50	5,00	5,00	0,00	3,50	4,50	3,50	4,00	3,50
Balcon	15%	3,00	3,00	4,00	5,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	5,00	5,00	3,50	4,50	4,50	4,50	4,00	4,00
Placares	5%	3,00	3,00	4,00	5,00	4,00	3,00	3,00	4,00	4,00	4,00	5,00	3,50	4,00	3,50	4,50	5,00	4,00
EDIFICIO																		
SUM/Parrilla	5%	4,00	3,00	5,00	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	5,00	5,00	4,00	4,50	4,50	4,50	5,00	4,50
Diseño	5%	4,00	3,00	5,00	4,50	4,00	3,50	3,00	5,00	4,00	5,00	5,00	3,50	4,00	3,50	3,50	5,00	3,50
Amenities	10%	4,00	3,00	4,00	4,00	3,50	4,00	4,00	4,00	3,50	4,00	5,00	4,00	5,00	5,00	4,00	5,00	3,50

Multiplicando el valor atribuido por la percepcion del atributo, obtendremos el puntaje para cada emprendimiento

ATRIBUTOS	Percepcion																	
Departamento																		
Distribucion Interna	30%	1,50	0,60	1,50	1,20	1,50	1,20	1,20	1,20	1,20	1,50	1,50	1,20	1,20	1,50	1,20	1,50	1,35
Niveles de Terminacion	20%	0,80	0,50	0,80	0,80	0,80	0,60	0,70	1,00	0,80	1,00	1,00	0,60	0,80	0,80	0,80	1,00	0,90
Suite	10%	0,40	0,00	0,40	0,40	0,30	0,00	0,00	0,00	0,45	0,50	0,50	0,00	0,35	0,45	0,35	0,40	0,35
Balcon	15%	0,45	0,45	0,60	0,75	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,75	0,75	0,53	0,68	0,68	0,68	0,60	0,60
Placares	5%	0,15	0,15	0,20	0,25	0,20	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	0,25	0,18	0,20	0,18	0,23	0,25	0,20
EDIFICIO																		
SUM/Parrilla	5%	0,20	0,15	0,25	0,23	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,25	0,25	0,20	0,23	0,23	0,23	0,25	0,23
Diseño	5%	0,20	0,15	0,25	0,23	0,20	0,18	0,15	0,25	0,20	0,25	0,25	0,18	0,20	0,18	0,18	0,25	0,18
Amenities	10%	0,40	0,30	0,40	0,40	0,35	0,40	0,40	0,40	0,35	0,40	0,50	0,40	0,50	0,50	0,40	0,50	0,35
TOTAL por emprendimiento		3,30	1,70	3,50	3,40	3,40	2,55	2,65	3,00	3,25	3,95	4,00	2,50	3,23	3,60	3,25	3,75	3,40
EDIFICIO		0,80	0,60	0,90	0,85	0,75	0,78	0,75	0,85	0,75	0,90	1,00	0,78	0,93	0,90	0,80	1,00	0,75
TOTAL por emprendimiento		4,10	2,30	4,40	4,25	4,15	3,33	3,40	3,85	4,00	4,85	5,00	3,28	4,15	4,50	4,05	4,75	4,15

Figura 58 – Estudio de Atributos
Elaboración propia

Observándose que el producto proyectado es MUY BUENO en comparación con los 16 dieciséis emprendimientos *en construcción relevados*.

Figura 59 – Estudio de Atributos- Ponderación

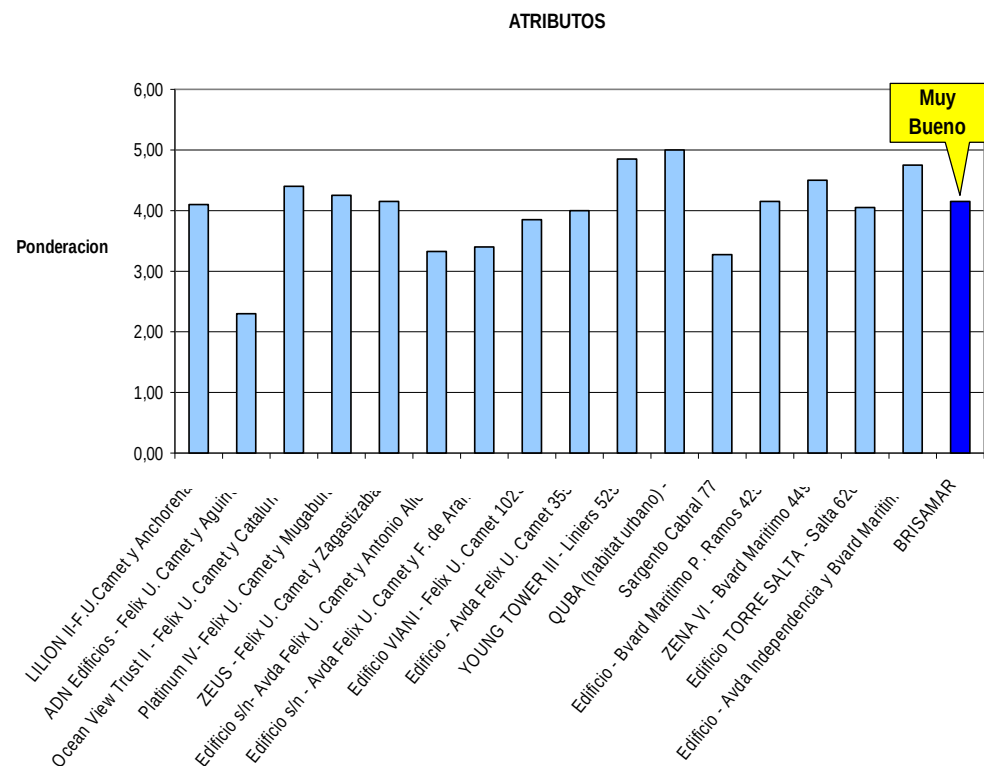


Figura 59 – Estudio de Atributos- Ponderación
Elaboración propia

Observándose que el producto proyectado es MUY BUENO en comparación con los 16 dieciséis emprendimientos *en construcción relevados*.

8.3.3.2. Oferta de productos terminados

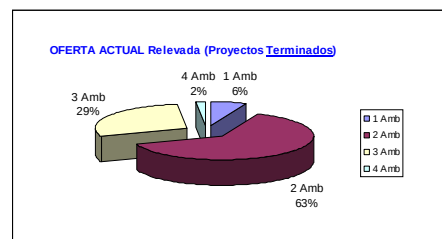
Los edificios destinados a viviendas unifamiliares recientemente construidos e ingresados al mercado costero de la zona son relevamientos cercanos al centro de la ciudad, cuyas características edilicias y de calidad concuerdan con atributos comparables al edificio Brisamar.

Se ha relevado la siguiente información:



UBICACIÓN	Tipo PROPIEDAD	Mes/Año Comercialización	Unidades totales	COCHERA	SUP. HOMOG	Comercializo
1 Vista Norte - Avda Constitución y F.U.Camet	Terminado	19/10/2010	12	Cubierta	1.557	Sacchetta Alejandro
2 Ocean View Trust - F.U.Camet y Catalunia	Terminado	01/06/2010	14	Semi-cubierta	840	Espatolero & Lorenzo
3 Platinum I - F.U.Camet y Acevedo	Terminado	01/03/2010	14	Cubierta	952	Martinez Arrechea
4 Open Beach - F.U.Camet y Strobel	Terminado	01/02/2009	38	Cubierta	2.525	Torivio Achaval
5 Feles I - Charlone 247	Terminado	01/02/2010	24	Cubierta	1.080	Propietario
6 Maria del MAR - F.U.Camet y J.A. Peña	Terminado	01/03/2009	20	Cubierta	1.540	Valencia
7 Young Tower - Salta 321	Terminado	01/06/2009	15	Cubierta	922	bc young Desarrollos Inmobiliarios
8 Edificio Virrey VCG - Liniers 545	Terminado	01/05/2010	12	Cubierta	960	Valencia
9 Edificio Liniers 555	Terminado	01/06/2010	13	Cubierta	975	Valencia
10 Edificio Avda Felix U. Camet 335	Terminado	01/04/2009	13	Cubierta	890	Tornato propiedades

PROYECTOS CONCLUIDOS	1 Amb	2 Amb	3 Amb	4 Amb	Total
1 Vista Norte - Avda Constitución y F.U.Camet		12	12	1	25
2 Ocean View Trust - F.U.Camet y Catalunia		12	2		14
3 Platinum I - F.U.Camet y Acevedo		7	7		14
4 Open Beach - F.U.Camet y Strobel			22	16	38
5 Feles I - Charlone 247	12	12			24
6 Maria del MAR - F.U.Camet y J.A. Peña		10	10		20
7 Young Tower - Salta 321		7	7	1	15
8 Edificio Virrey VCG - Liniers 545		12			12
9 Edificio Liniers 555		12	1		13
10 Edificio Avda Felix U. Camet 335		12		1	13
					188



Nro	Proyecto analizado	1 Amb			2 Amb			3 Amb			4 Amb		
		m2	Total	por m2	m2	Total	por m2	m2	Total	por m2	m2	Total	por m2
1	Vista Norte - Avda Constitución y F.U.Camet				101	185.000	1.840	123	225.000	1.837	222	380.000	1.713
2	Ocean View Trust - F.U.Camet y Catalunia				56	104.500	1.866	70	129.000	1.843			
3	Platinum I - F.U.Camet y Acevedo				55	99.500	1.809	81	149.000	1.840			
4	Open Beach - F.U.Camet y Strobel				57	102.500	1.798	89	167.000	1.876			
5	Feles I - Charlone 247	34	58.500	1.721	53	95.000	1.792						
6	Maria del MAR - F.U.Camet y J.A. Peña				75	151.000	2.013	79	155.000	1.962			
7	Young Tower - Salta 321				59	120.700	2.046	78	167.000	2.141	170	320.000	1.882
8	Edificio Virrey VCG - Liniers 545				59	110.600	1.875						
9	Edificio Liniers 555				54	118.000	2.185	86	168.000	1.953			
10	Edificio Avda Felix U. Camet 335				48	102.900	2.144				129	258.500	2.004

Valores expresados en dólares

Precios a base de superficie propia y semicubierta balcon

Figura 60 – Oferta de productos terminados/topologías por cantidad de ambientes y valores en dólares
Elaboración propia

Si bien la información habla por si sola, observamos el protagonismo de la tipología de dos (2) ambientes en los productos lanzados al mercado, con poca participación de 1 y 4 ambientes.

El rango de valores ofertados oscila entre 1.800 y 2.100 dólares, aunque de los departamentos disponibles se observa que por tratarse de pisos altos frente a la costa sus valores aumentan llegando el valor del m2 a los 2.600 dólares.

8.3.3.3. Análisis de precios

Se efectuó el siguiente análisis para determinar el valor probable de venta en dólares del m2 para cada emprendimiento que conforma la competencia directa.

El valor del m2 de construcción usada⁴⁰ se le adiciono un porcentual en función al atributo de cada proyecto, resultando el valor mínimo en dólares a comercializarse.

ATRIBUTOS		Percepcion																	
Departamento	80%	3,30	1,70	3,50	3,40	3,40	2,55	2,65	3,00	3,25	3,95	4,00	2,50	3,23	3,60	3,25	3,75	3,40	
EDIFICIO	20%	0,80	0,60	0,90	0,85	0,75	0,78	0,75	0,85	0,75	0,90	1,00	0,78	0,93	0,90	0,80	1,00	0,75	
TOTAL por emprendimiento		4,10	2,30	4,40	4,25	4,15	3,33	3,40	3,85	4,00	4,85	5,00	3,28	4,15	4,50	4,05	4,75	4,15	
PRECIO venta "MINIMO" (U\$S)		2201	1920	2248	2224	2209	2080	2092	2162	2185	2318	2342	2072	2209	2263	2193	2302	2209	

P venta=Funcion (Valor Usado*(1+Atributo/10))

P usado **USD 1.561**

Figura 61 – Determinación del precio mínimo
Interpretación y elaboración propia

⁴⁰ Valor de referencia publicado en Reporte inmobiliario fecha 15 de Octubre 2013

Se parte de un valor bajo U\$S 1.561⁴¹ a los efectos de no crear una burbuja, que no solo imposibilite la venta sino distorsione el conjunto del mercado meta relevado, surgiendo en consecuencia un valor dolarizado de U\$S 2.209, que multiplicado por el valor del *dólar oficial, blue o celeste*, arroja un valor en pesos que servirá de base al momento del armado de la plantilla de precios.

Si a este valor lo cotejamos con el publicado por Reporte Inmobiliario para cada relevamiento, observamos que no están muy alejados de la realidad; lo que convalidaría este análisis al solo efecto preliminar.

VARIACIONES MAR DEL PLATA 2007-2011 (Nuevos Desarrollos)			
AÑO	CANT. EDIFIC.	Valor m2	aumentos
2007	21	U\$S 1507	
2008	21	U\$S 1774	17.74% ↑
2010	14	U\$S 2023	14.03% ↑
2011	15	U\$S 2389	18,09% ↑
Reporte Inmobiliario			

Para la Ciudad de Mar del Plata en pesos a un dólar celeste el valor del m2 podría llegar a lanzarse en \$ 19.392 aunque, como ya se explico anteriormente (se compro el terreno a un valor muy pero muy bajo) podría ser un valor menor si se pretende financiar la obra con dinero de terceros para lo cual no solo habrá que seducir a los potenciales compradores con el marketing del producto en si mismo que es más importante que el precio, sino con la calidad, seriedad y profesionalidad que todo producto de estas características pretende alcanzar.

Como colorario de lo expuesto el parámetro inicial de lanzamiento para nuestro producto en comparación con lanzamientos ofrecidos en la misma zona, se parametrizó un rango probable de precios en un mínimo de \$13.500 pesos y un máximo al día del análisis de \$ 20.974 pesos.

8.3.3.4. Oferta futura

La zona en la cual se encuentra emplazado el proyecto es de “alto potencial de desarrollo” pues a la cantidad de productos relevados existen en el flanco costero muchos chalets que si bien brindan una fachada atractiva (por su combinación con los edificios en altura) no es desdeñable inferir que en un futuro próximo sus propietarios se vean tentados a demoler y cambiar su hermoso chalet por los dólares, pesos o metros cuadrados que le ofrezca un emprendedor avisado.

La tendencia en auge o el mayor dinamismo de nuevos emprendimientos se ubica actualmente en la zona del macro centro, zona comercial de Güemes, el barrio Chauvin y alrededores de Plaza Mitre y según⁴² “...*Mar del Plata se empieza a abrir lugar hacia el NORTE. Primero fue el frente que se extiende desde La Perla hasta Avenida Constitución y la tendencia ahora sigue hacia Parque Camet, favorecida por accesos cómodos y bien iluminados que se empalman con la nueva autovía 11.* Zona que también ha tenido impulso a partir de la construcción en marcha del Museo de Arte Contemporáneo, una obra del gobierno bonaerense que es una de las más ambiciosas que haya emprendido.”



⁴¹Referencia 39: <http://www.reporteinmobiliario.com/miembros/informes/vernota/?id=119>

⁴²LA NACION. Día 08 de Noviembre 2012 <http://www.lanacion.com.ar/1524582-las-obras-protagonistas>

Por otro lado, reconocidos estudios especializados, opinan ⁴³ que más allá de la General Paz, menciona a Mar del Plata y Rosario “...ciudades que tendrán un gran potencial para crecer en el mercado de la segunda vivienda”. Aclarando que el valor de las unidades tiene mucho por crecer en la Argentina, en comparación con lo que ocurre en otros países.

Convalidan esta postura Román Oyarzun Marchesi ⁴⁴ embajador de España en Argentina: “Mar del Plata es un lugar espléndido para invertir...” y el Grupo MONARCA que tiene en carpeta desarrollos próximos a lanzar en Rosario, Mar del Plata y Hudson ⁴⁵.

Esto reafirma la visión de Román Marchesi, la opinión del Arquitecto Fernandez Prieto y en particular la opinión generalizada de que todo desarrollo inmobiliario debe estar acompañado de “agua” y Mar del Plata no solo lo cumplimenta sino que lo supera pues estar frente al mar es como tener un cuadro pintado por la naturaleza distinto cada día.

Se relevó la oferta futura, efectuando una previa consulta al Ing. MG COMPANY Sergio Alejandro, sobre el potencial del terreno medido en metros cuadrados, arrojando los siguientes guarismos:

PROYECTO	UBICACIÓN	Tipo	Potencial M2
1	Avda Bvard Maritimo P. Ramos 435	PH	900
2	Edificio maymara - Felix U.Camet esq Falkner	PH	2.000
3	Avda Felix U. Camet y Alfonsina Storni	PH	1.700
4	Avda Felix U. Camet y Sagastizabal	PH	1.500
5	Avda Felix U. Camet 2175	PH	1.500
6	Avda Felix U. Camet y Lucio Mansilla	PH	1.200
7	Charlone y Rejon (Frente al Mar)	PH	800
8	Avda Felix U. Camet 3202	PH	1.500
Todos relevados sobre franja costera			11.100



Figura 62 – Oferta futura
Elaboración propia

Se observa un futuro próximo con oferta alta, teniendo en consideración que si a los 11.100 m2 estimados se divide por un departamento tipo de 2 ambientes, por ejemplo de 60 m2; próximamente habrá 185 unidades funcionales que se sumaran a los que se encuentran en proceso de construcción y a la oferta terminada no vendida y/o sin alquilar.

Dado lo anterior no solo el producto a diseñar debe reunir los mínimos atributos para competir sino dotarlo de aspectos diferenciadores, calidad y profesionalidad humana que deberán ser los valuartes no solo de Brisamar sino de cualquier emprendimiento que se evalúe lanzar en un mercado inmobiliario.

⁴³EL CONSTRUCTOR. Arquitecto FERNANDEZ PRIETO Alberto. 04 de Marzo 2013

⁴⁴LA CAPITAL de Mar del Plata. 05 de Abril 2013. <http://www.lacapitalmdp.com/noticias/La-Ciudad/2013/04/05/240123.htm>

⁴⁵http://www.grupomonarca.com.ar/backend/archivos/1368550243elcronista_negocios.pdf

8.3.3.5. Oferta “indirecta” o sustituta

Dado que el emprendimiento se encuadra en el tipo urbano, nuestra competencia indirecta estará dada tanto por los departamentos usados como los departamentos nuevos en emprendimientos localizados en zonas cercanas.

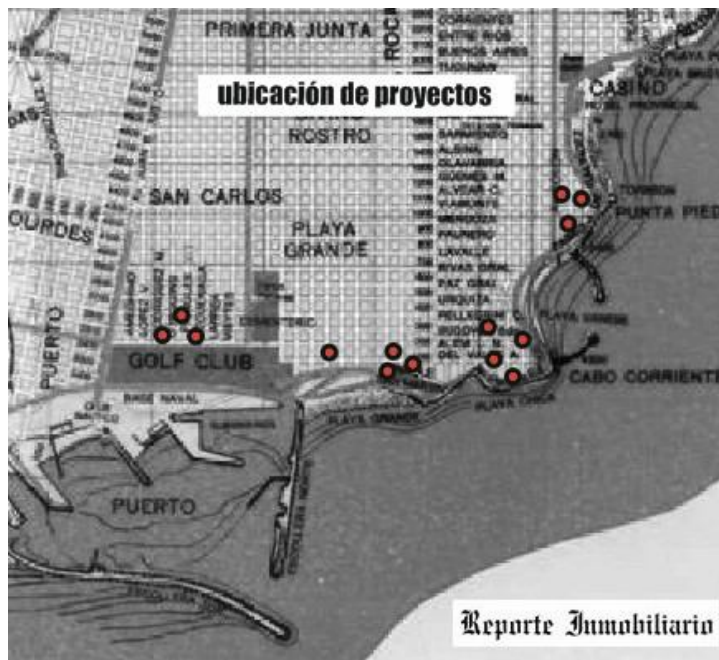
Se tomo en cuenta para evaluar a la oferta sustituta emprendimientos nuevos recientemente construidos y que forman parte del frente costero, pues quien elige comprar un departamento frente al mar, toma esta *característica* como diferencial, ponderando este atributo como sustantivo para la potencial demanda.

Es dable destacar un informe publicado recientemente por Reporte Inmobiliario de fecha 30/01/2012⁴⁶

	Nombre del Edificio y UBICACIÓN	Tipo PROPIEDAD	Año de relevamiento	Unidades	SUP. HOMOG	Valor US\$	Cochera US\$	Valor US\$ / M2	Comercializo
1	Rucahue - O'Higgins 251	Terminado	2011	3 Amb	110,00	195.000,00		1.773,00	Martínez Arrechea
2	Terrazas de Irigoyen - B. de Irigoyen 4550	Terminado	2011	3 Amb					Luis Ferraro
3	Palcos del Golf - Alem y Larrea	Terminado	2011	4 Amb	140,00	269.000,00		1.921,00	Robles- Emprendimientos
4	Malecon - (Playa Chica) A. del Valle 2950	Terminado	2011	2 y 3 Amb					Giromini Propiedades
5	Bideluza - Gascon 75	Terminado	2011	3 Amb	96,00	220.600,00	18.000,00	2.298,00	Bideluze
6	Tiger Tower - A. del Valle 2450	Terminado	2011	Pisos 3 amb	100,00	220.000,00	20.000,00	2.200,00	Suarez Inmobiliaria
7	Varese Trust - Gascon 450	Terminado	2011	2 Amb	57,00	140.000,00	18.500,00	2.456,00	Espatolero & Lorenzo
8	MARAL Explanada - Rawson y La Costa		2011	3 Amb	67,00	516.000,00	15.000,00	4.031,00	Maral y Giromini Propiedades
9	Rivas Trust - Rawson 2450		2011	3 Amb	128,00	195.000,00	25.000,00	2.167,00	Espatolero & Lorenzo
10	Acuarela - La Costa y B. de Irigoyen		2011	Sempisos 3 amb	90,00	337.000,00	18.000,00	3.585,00	Devesa-D'Angelo
11	Edificio Paunero - Paunero 2256		2011	Sempisos 3 amb	94,00		25.000,00		LBC Consulting
12	Neptuno XXXIV - Viamonte y Bolívar	Terminado	2011	3 Amb		244.000,00		2.218,00	Valencia
13	Lumiere - Bolívar y Alvear	Terminado	2011	3 Amb	72,00	197.230,00	16.000,00	2.739,00	Gama
14	Edificio Maires - Viamonte y Moreno	Terminado	2011	3 Amb			19.600,00		Boulevard

Valor "promedio" del m2 USD 2.373,00

Figura 63 – Oferta indirecta o sustituta
Elaboración propia



En esta franja de aproximadamente 3,5 Km. paralelos a la costa se detectaron un total de 15 obras en construcción o recientemente terminadas. La cantidad de desarrollos supera a la última medición registrada en el año 2010.

⁴⁶Reporte Inmobiliario. Relevamiento Interior Mar del Plata.

Por detrás de esta línea los precios disminuyen.

Solo en dos de los 15 emprendimientos los valores se hallan por debajo de los U\$S 2000 dólares por metro cuadrado, el resto supera esa cifra y en el caso específico del edificio proyectado por el arquitecto Cesar Pelli, "Maral Explanada" la cotización por m2 excede los U\$S 4000.

VARIACIONES MAR DEL PLATA 2007-2011 (Nuevos Desarrollos)			
Año	CANT. EDIFIC.	Valor m2	aumentos
2007	21	U\$S 1507	
2008	21	U\$S 1774	17.74% ↑
2010	14	U\$S 2023	14.03% ↑
2011	15	U\$S 2389	18,09% ↑
Reporte Inmobiliario			

El valor promedio de cotizaciones excluyendo el emprendimiento antes mencionado llega casi a los U\$S 2400 dólares (2.389 U\$S/m2) que frente a los U\$S 2023 dólares por m2 vigentes como promedio en el año 2010, representa un incremento interanual del 18,09 %. Dato que convalida el análisis anteriormente suscripto al analizar los precios.

8.4. Análisis de la Demanda

8.4.1. Introducción

Según Dr. Franceschini Juan Carlos⁴⁷ la *demanda de inmuebles* es el gran motor y la base de sustentación de los "tres pilares del mercado inmobiliario". Pues aclara que ante su identificación o el comportamiento histórico verificado en el mercado los desarrolladores lanzan nuevos productos que dinamizan la construcción en todas sus facetas y el mercado de los servicios inmobiliarios siente el impulso de dicha demanda.

Si la demanda es la cantidad de un determinado bien o servicio que el mercado requiere para satisfacer una necesidad a un determinado precio, la demanda inmobiliaria es la cantidad de bienes inmuebles que el mercado solicita para satisfacer una necesidad, al precio ofrecido.

La pregunta que surge es si hay que esperar a la demanda. Sin embargo *esa espera* en tiempos modernos es como quien desea abordar un tren que ya paso. Simplemente hay que ir a buscar clientes "pero" aquellos clientes que son interesantes de acuerdo al objetivo que tiene el emprendimiento.

Por lo tanto primero hay que establecer el público objetivo para después redactar una especie de ley de atracción.

8.4.2. Factores influyentes

La demanda de bienes durables, en los cuales se incluye al bien inmobiliario esta influenciado por factores que en palabras de Franceschini Juan Carlos⁴⁸ los clasifico en:

- Disparadores *primarios* de la demanda
- Disparadores *secundarios* de la demanda

El análisis que surge de evaluar el crecimiento vegetativo de la población y los otros factores que se comportan como disparadores *primarios* de la demanda puede estimarse como demanda "potencial", ya que para transformarse en demanda efectiva (demanda real) deben cristalizarse los disparadores secundarios de la demanda

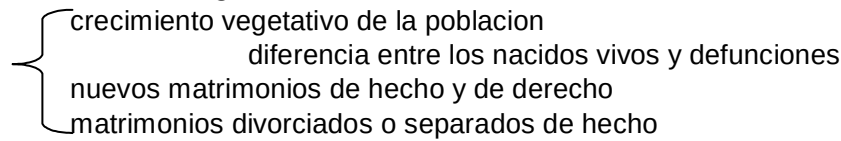
⁴⁷ Dr. Franceschini Juan Carlos. El Mercado Inmobiliario y la preparación de proyectos. Editorial Cdi (2000). pag 4

⁴⁸ Ob. cit. 6. pag. 49

8.4.2.1. Disparadores primarios

Disparadores primarios

Base: necesidad de abrigo del consumidor



Generan demanda **potencial** de inmuebles

"Son adquirentes de un inmueble en potencia"

En cuanto al *crecimiento poblacional* en el país, considerando que la Ciudad de Mar del Plata es un polo de atracción a nivel nacional

EVOLUCION poblacional argentino 2000-2012

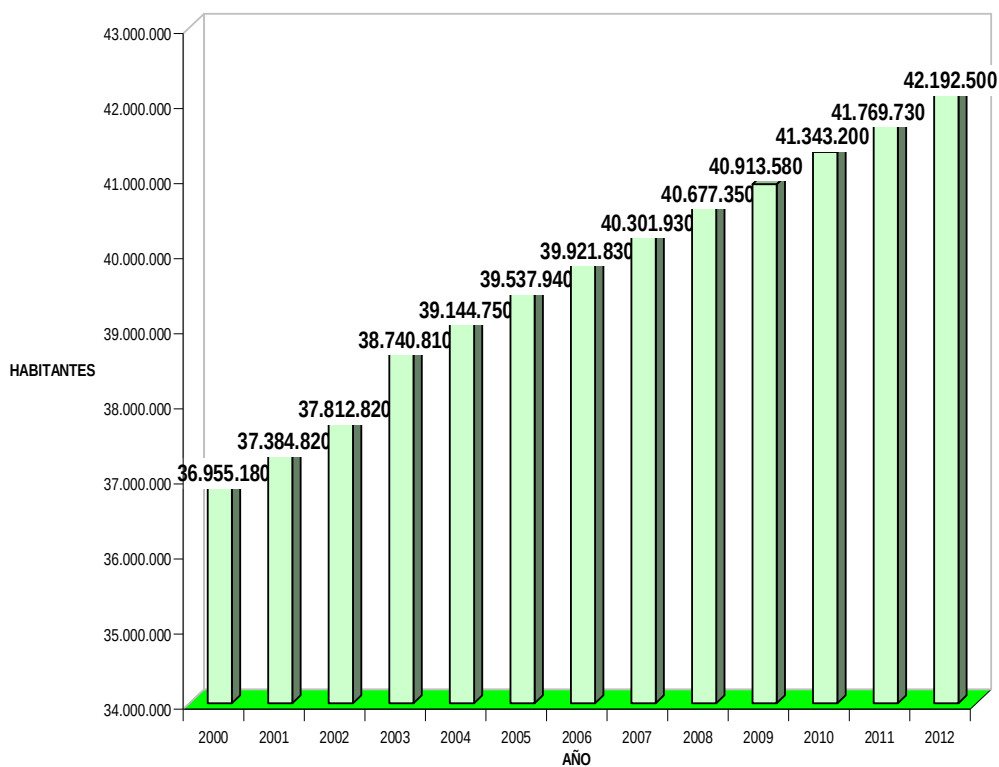


Figura 64 - Fuente: CIA World Factbook
Elaboración propia

Investigando la tasa media anual de crecimiento, entendida como:

promedio porcentual anual del cambio en el número de habitantes, como resultado de un superávit (o déficit) de nacimientos y muertes, y el balance de los migrantes que entran y salen de un país. El porcentaje puede ser positivo o negativo.

La tasa de crecimiento es un factor que determina la magnitud de las demandas que un país debe satisfacer por la evolución de las necesidades de su pueblo en cuestiones relacionadas con la *infraestructura* (por ejemplo, escuelas, hospitales, vivienda, carreteras), *recursos* (por ejemplo, alimentos, agua, electricidad), y *empleo*.

TASA Crecimiento Argentino 2000-2012

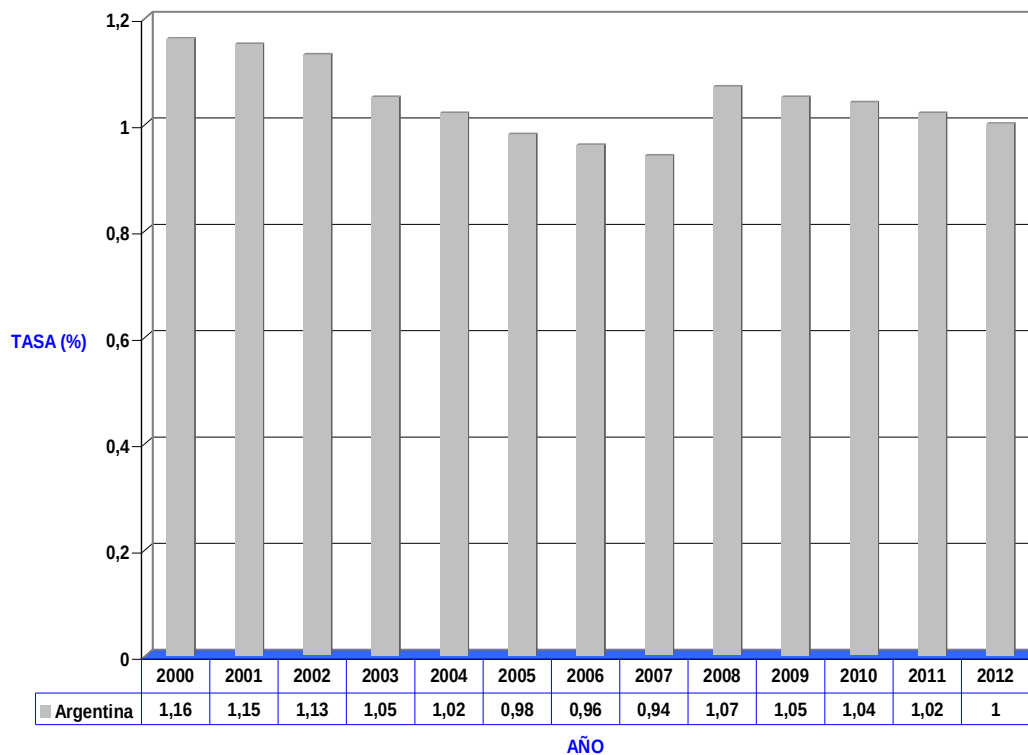


Figura 65 - Fuente: CIA World Factbook⁴⁹
Elaboración propia

En 1869 bajo la presidencia de Domingo Faustino Sarmiento, se realizó el primer Censo nacional de la población Argentina. Desde esa fecha se realizaron diez censos:

	1869	1895	1914	1947	1960	1970	1980	1991	2001	2010
Argentina	1.830.214	4.044.911	7.903.562	15.893.611	20.013.793	23.364.431	27.949.480	32.615.528	36.260.130	40.091.359
Variación		2,21	1,95	2,01	1,26	1,17	1,20	1,17	1,11	1,11
Media					1,46469023					

A lo largo de la historia “cambió” la cantidad de población de nuestro país. También cambiaron las ciudades, sus calles y sus casas.

*la idea es **anticiparse** al cambio.*

Para lo cual se necesita no solo de un conocimiento apropiado en la materia, sino aplicar aquellas herramientas que nos permitan materializar dicho cambio.

8.4.2.1.2. Análisis comparativo

En particular la evolución en la Ciudad de Mar del Plata fue la siguiente:

⁴⁹<http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=ar&v=24&l=es>

Evolucion poblacional de la Ciudad de MAR DEL PLATA

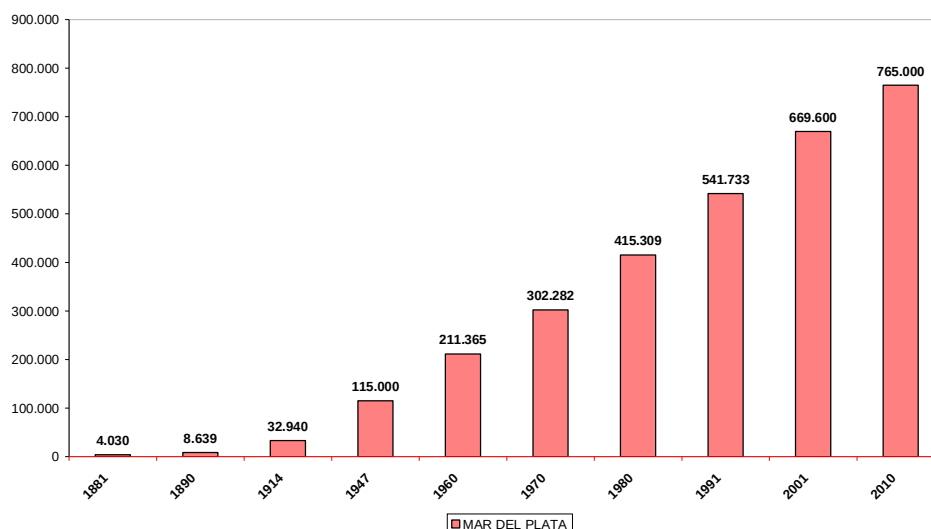


Figura 66 - Fuente: Revista Real State Mar del Plata *La inversión que se disfruta* (*)
Elaboración propia

(*) El valor del 2010 aclara la publicación que corresponde a Jun-Agosto 2012

Evolucion poblacional Argentina vs Mar del Plata

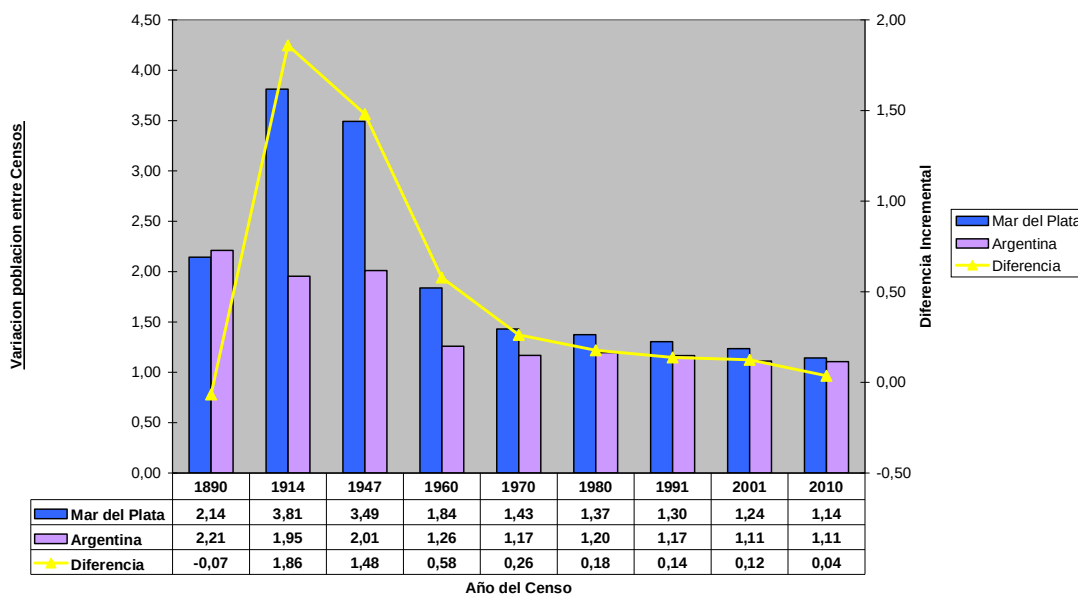


Figura 67 - Fuente: INDEC
Elaboración propia

Salvaguardando todas las críticas y diferencias obvias de comparación, se observa que la media de crecimiento para el país fue de 1,46 mientras que para Mar del Plata llega casi a 2, interpretándose que la Ciudad *absorbió* en una mayor cuantía dicho crecimiento poblacional en el país.

Dada la tendencia de crecimiento en forma geométrica que se observa podría llegar a interpretarse que dicha tendencia continuará, lo que redundara en una creciente demanda de bienes y servicios, dentro de los cuales por su puesto se incluye al producto inmobiliario, convalida esta interpretación.

Esta tendencia se verifica si comparamos la evolución población de Mar del Plata y ciudades emblemáticas como Rosario y Córdoba:

Mar del Plata vs Cordoba

	1881	1890	1914	1947	1960	1970	1980	1991	2001	2010
MAR DEL PLATA	4.030	8.639	32.940	115.000	211.365	302.282	415.309	541.733	669.600	765.000
Variacion		2,14	3,81	3,49	1,84	1,43	1,37	1,30	1,24	1,14
Media 1,974748541										

	1869	1895	1914	1947	1960	1970	1980	1991	2001	2010
Cordoba	34.458	54.763	134.935	386.828	589.153	801.071	933.055	1.179.372	1.284.582	1.329.604
Variacion		1,59	2,46	2,87	1,52	1,36	1,16	1,26	1,09	1,04
Media 1,595084816										

Evolucion Mar del Plata vs Cordoba

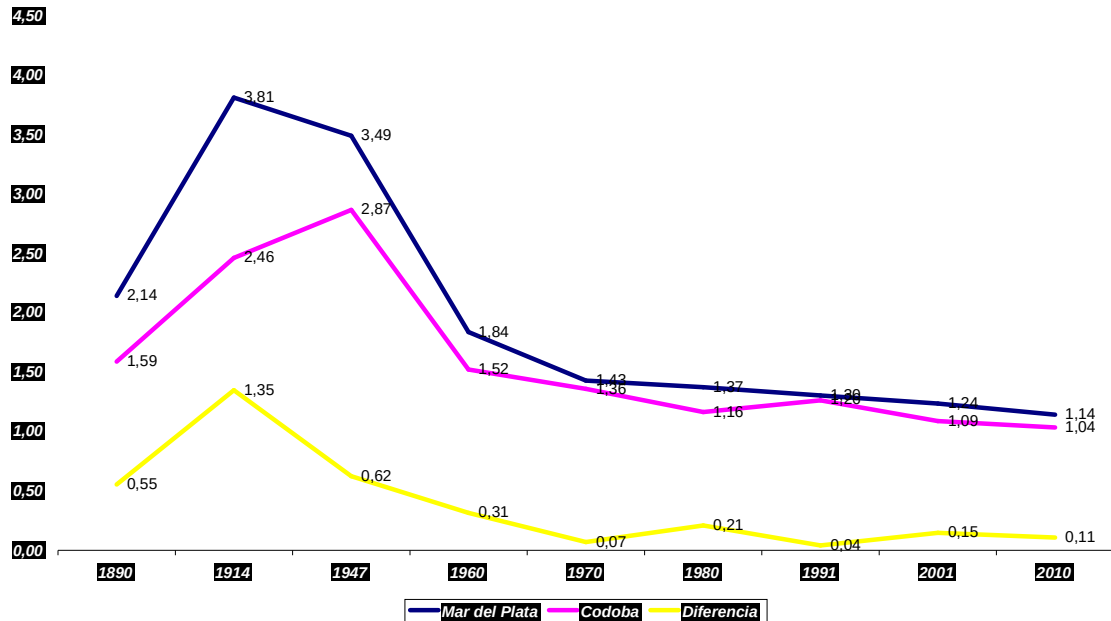


Figura 68 – Evolución Mar del Plata vs Cordoba
Elaboración propia

Se observa claramente que la línea tendencial estuvo por encima que la demarcada para la Ciudad de Córdoba lo que se corresponde por tener Mar del Plata una media de crecimiento del 1,9747 mientras que la cifra para Córdoba fue de 1,59508.

Mar del Plata vs Rosario

	1881	1890	1914	1947	1960	1970	1980	1991	2001	2010
MAR DEL PLATA	4.030	8.639	32.940	115.000	211.365	302.282	415.309	541.733	669.600	765.000
Variacion		2,14	3,81	3,49	1,84	1,43	1,37	1,30	1,24	1,14
Media 1,974748541										

	1869	1895	1914	1947	1960	1970	1980	1991	2001	2010
Rosario	23.169	91.669	222.592	467.937	671.852	697.257	797.337	908.875	909.397	1.198.528
Variacion		3,96	2,43	2,10	1,44	1,04	1,14	1,14	1,00	1,32
Media 1,729165666										

Mar del Plata vs Rosario

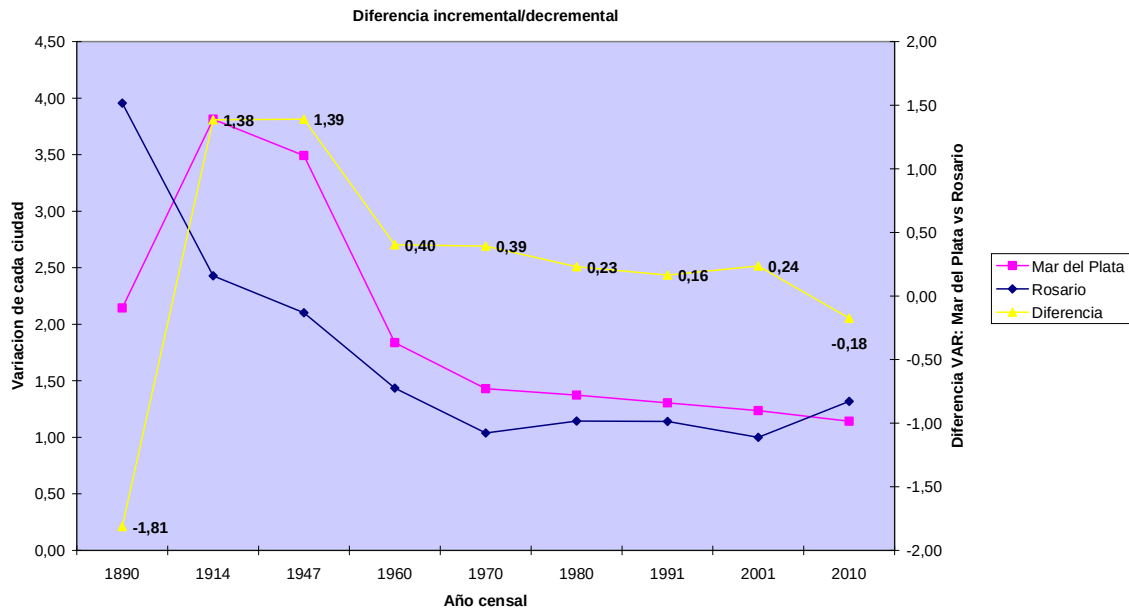


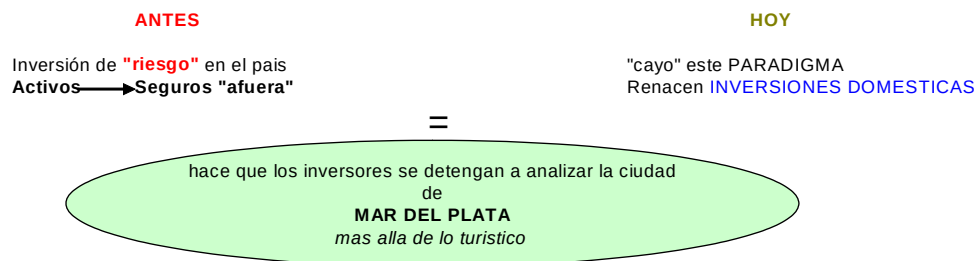
Figura 69 – Evolución Mar del Plata vs Rosario
Elaboración propia

Diferencia que salvo en 1890 y por 0,18 el último censo, estuvo siempre Mar del Plata por encima de Rosario.

Convalida este análisis que Mar del Plata es por elección uno de los principales destinos para vivir históricamente hablando.

Esto a través de los censos, denota que la falta de desarrollo de la Ciudad en muchos aspectos no es óbice para que sea elegida entre los destinos previamente analizados.

Con las diversas crisis internacionales, se experimentó un *sesgo domestico* vinculado a la seguridad de las inversiones:



Se reafirma el posicionamiento de la ciudad como plaza de inversión, que permite asociarla al fenómeno mundial de la segunda vivienda como costumbre masiva de vacacionar en *departamentos* (Turismo residencial vs. Turismo que utiliza servicios hoteleros)

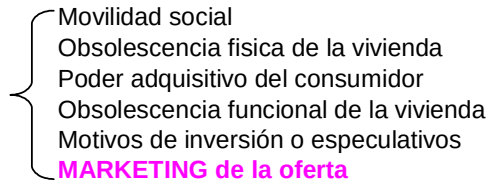
Todo lo anterior ha permitido

- Darle un particular desarrollo a los mercados inmobiliarios locales y en particular a la Ciudad de Mar del Plata, toda vez que las vistas y visitas al mar siguen siendo un aspecto diferenciador difícil de igualar
- Fomenta la dinamización del turismo, la construcción, fija la demanda y fideliza a los turistas, bajando los índices de estacionalidad.

8.4.2.2. Disparadores secundarios

Están basados en las reales posibilidades, preferencias y gustos del consumidor inmobiliario, y se pueden describir como⁵⁰

Disparadores secundarios



Generan demanda **efectiva** de inmuebles

"Son adquirentes de un inmueble en la realidad"

Las definiciones vertidas por el autor citado hablan por si solas, aunque sucintamente y aplicadas al caso planteado, podríamos agregar:

Movilidad social: generan demanda real de bienes inmuebles, como por ejemplo una familia que buscando alejarse del stress decide trasladarse a una ciudad *feliz* como ha dado en llamarse Mar del Plata.

Obsolescencia física y funcional de la vivienda: desgaste de la vivienda, nuevos estilos que predominan en la generalidad y modas que se establecen pueden generar una demanda adicional por cambios de la inteligencia colectiva en relación a gustos y Mar del Plata puede ser elegida como destinataria. Un ejemplo de actualidad podría ser las Torres Explanada de Cesar Pelli, la cual por una moda podrá generar demanda de este producto en particular.

Poder adquisitivo del consumidor, motivos de inversión o especulativos: obviamente quien tenga un buen pasar económico podrá activar su poder decisorio y aplicar sus ahorros al cambio de su vivienda ya sea por gusto, para invertir o especular.

MARKETING de la oferta

Este punto es de especial relevancia pues si a una oferta determinada la dotamos de un *marketing* que derrita las neuronas de la potencial demanda, podremos transformarla en efectiva y hacerla realidad.

Como hacerlo es el espíritu de esa ley de atracción que intentamos decretar aunque más no sea en forma aproximada con este trabajo de tesis. Nos referiremos a este punto en el capítulo destinado a marketing, más precisamente nos referimos al capítulo 11.

8.4.3. Análisis cuantitativo

8.4.3.1. Demanda efectiva o real de productos terminados

Se la define como la demanda ocurrida en el mercado en un determinado periodo de tiempo pasado.

Es necesario conocer la velocidad de venta y la absorción que ha tenido el mercado en esta área.

Del análisis de la oferta de productos terminados se analizó la demanda efectiva o real como sigue:

⁵⁰Ob. cit. 6. pag. 52

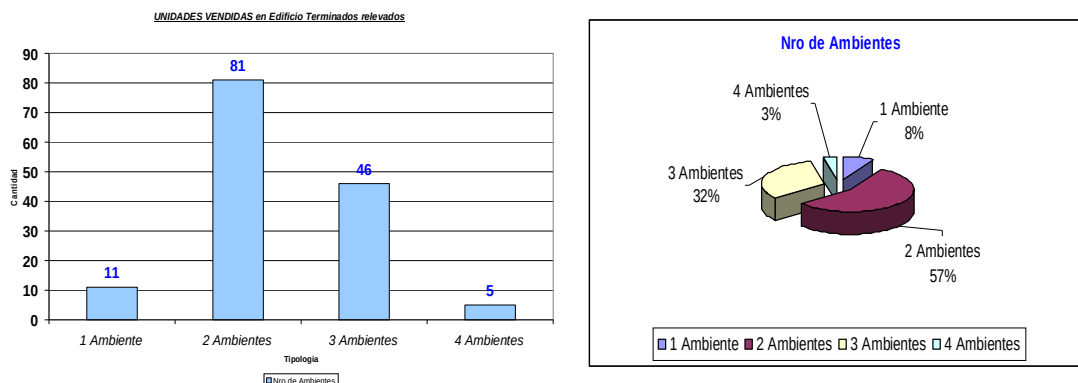


Figura 70 – Unidades vendidas en edificios terminados relevados
Elaboración propia

Si bien el protagonismo lo gana la modalidad de 2 ambientes, en gran medida se debe a que los proyectos en su conjunto lanzaron al mercado un 57% de esta tipología. En mi opinión departamentos de 1 amb. (chicos) serán la vedette del mercado al momento de lanzar un producto inmobiliario en el contexto actual, como ladrillo de seguridad por aumento del riesgo soberano.

Nro Proyecto analizado	1 Amb	2 Amb	3 Amb	4 Amb	Total	Vendidos	Disponibles	ABSORCION
1 Vista Norte - Avda Constitucion y F.U.Camet		12	12	1	25	18	7	72,00%
2 Ocean View Trust - F.U.Camet y Catalunia		12	2		14	11	3	78,57%
3 Platinum I - F.U.Camet y Acevedo		7	7		14	13	1	92,86%
4 Open Beach - F.U.Camet y Strobel		22	16		38	32	6	84,21%
5 Feles I - Charlone 247	12	12			24	20	4	83,33%
6 Maria del MAR - F.U.Camet y J.A. Peña		10	10		20	17	3	85,00%
7 Young Tower - Salta 321		7	7	1	15	14	1	93,33%
8 Edificio Virrey VCG - Liniers 545		12			12	8	4	66,67%
9 Edificio Liniers 555		12	1		13	8	5	61,54%
10 Edificio Avda Felix U. Camet 335		12		1	13	8	5	61,54%
					188	149	39	79,26%

Del stock total quedan disponibles 39 unidades, arrojando una absorción del 79,26%. Por tipología surge el siguiente análisis

Nro Proyecto analizado	1 Amb	Disp.	2 Amb	Disp.	3 Amb	Disp.	4 Amb	Disp.	Total	Disponibles	% Vac 1 Amb	% Vac 2 Amb	% Vac 3 Amb
1 Vista Norte - Avda Constitucion y F.U.Camet			12	3	12	4	1		25	7		25,00%	33,33%
2 Ocean View Trust - F.U.Camet y Catalunia			12	3	2				14	3		25,00%	
3 Platinum I - F.U.Camet y Acevedo			7	1	7				14	1		14,29%	
4 Open Beach - F.U.Camet y Strobel			22	4	16	2			38	6		18,18%	12,50%
5 Feles I - Charlone 247	12	1	12	3					24	4	8,33%	25,00%	
6 Maria del MAR - F.U.Camet y J.A. Peña			10	1	10	2			20	3		10,00%	20,00%
7 Young Tower - Salta 321			7	1	7		1		15	1		14,29%	
8 Edificio Virrey VCG - Liniers 545			12	4					12	4		33,33%	
9 Edificio Liniers 555			12	5	1				13	5		41,67%	
10 Edificio Avda Felix U. Camet 335			12	5			1		13	5		41,67%	
									188	39	8,33%	24,84%	9,40%

Figura 71 – Unidades vendidas en edificios terminados relevados por tipología
Elaboración propia

Uno de los indicadores relevantes al analizar una demanda es la *velocidad de venta*, que indica el porcentaje de unidades vendidas en un periodo de tiempo determinado. Los proyectos poseen unidades funcionales con distinta tipología, por ello podemos indicar dicha velocidad como porcentaje de la venta y desagregando la información según gráfico anterior.

Se observa una tasa de vacancia del 20,74% (100%-79,26% de absorción), siendo la misma por tipología de unidades, para 1 ambiente del 8,33%, para el de 2 ambientes del 24,84% y para el de 3 ambientes de 9,4%. Es dable considerar que a mayor cantidad de tipología proyectada mayor será la probabilidad de que su tasa de vacancia sea mayor, pues podría ocurrir que sean más demandados los departamentos que tengan menor stock.

Uno de los indicadores relevantes al analizar una demanda es la *velocidad de venta*, que indica el porcentaje de unidades vendidas en un periodo de tiempo determinado.

Los proyectos poseen unidades funcionales con distinta tipología, por ello podemos indicar dicha velocidad como porcentaje de la venta y desagregando la información según gráfico que sigue.

La lógica matemática aplicada es

BASE Oct-13		RELEVAMIENTO = Octubre 2013				
Designacion Emprendimiento	Mes de Comercialización	Vendidos	Vendidos		Total Disponible meses	V.V
		Total Dptos Disponibles	Total Dptos	Disponibles		
E1	Dic-11	18 25 7	18 25	7	22	3,27%
E2	Nov-11	11 14 3	11 14	3	23	3,42%
E3	Nov-11	13 14 1	13 14	1	23	4,04%
E4	Nov-11	32 38 6	32 38	6	23	3,66%
E5	Ene-12	19 24 5	19 24	5	21	3,77%
E6	Abr-12	17 20 3	17 20	3	18	4,72%
E7	Dic-11	14 15 1	14 15	1	22	4,24%
E8	May-12	8 12 4	8 12	4	17	3,92%
E9	Ene-12	8 13 5	8 13	5	21	2,93%
E10	Jun-12	8 13 5	8 13	5	16	3,85%
Total/Promedio						3,78%

Figura 72 – Velocidad de venta
Elaboración propia

La velocidad de venta no debería analizarse como un concepto aislado del contexto económico pues vender un departamento en un contexto actual *no es lo mismo* que hacerlo en un contexto frondoso a nivel macro-económico como imperó en 2009-2010 (ver *Ciclo Inmobiliario*) y por otro lado cuanto más alejado esté la fecha de comercialización vs. la fecha relevada, la velocidad de venta disminuirá pues el emprendimiento se va asentando.

El análisis indica que la velocidad de venta, cuyo resultado surge de un promedio ponderado por los emprendimientos incluidos en el análisis (surgen de la figura 72) arroja un guarismo del 3,78%.

Indicando que del total relevado (diez emprendimientos) a una velocidad de venta del 3,78% por mes, indica que 8 unidades aproximadamente fueron vendidas por mes calendario.

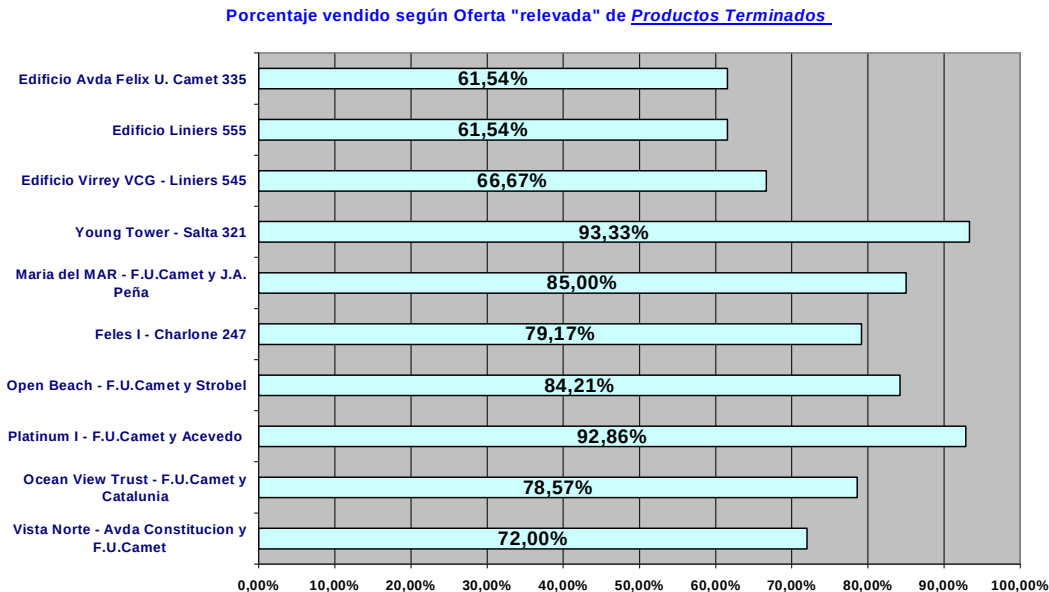


Figura 73- Porcentaje total absorbido de la oferta relevada de productos terminados
Elaboración propia

Por último se observa el porcentaje vendido por proyecto obteniendo una mayor porción del mercado aquellos que han cubierto la demanda de 2 ambientes.

8.4.3.2. Demanda efectiva de productos en construcción

En materia de productos en proceso de construcción se observa que muchos emprendimientos son financiados con capital propio

- No se benefician del efecto apalancamiento por PRE ventas con costo mínimo o cero, abandonando la posibilidad de aplicar el capital invertido a otro proyecto.
- Pierde peso relativo el análisis de la velocidad de venta, toda vez que quien invierte capital propio es porque no *quiere vender* esperando en que *aguantando* la construcción obtendrá un retorno mayor a futuro, desvirtuando el promedio.

Nro	Proyecto analizado	Total	Disponibles	% Total Vacancia	
1	LILION II	36	34	94,44%	Financia 80% Capital propio
2	ADN Edificios	38	8	21,05%	
3	Ocean View Trust II	18	4	22,22%	
4	Platinum IV	26	19	73,08%	
5	ZEUS	37	36	97,30%	Financia Capital propio
6	Edificio s/n- Avda Felix U. Camet y Antonio Alice	8	8	100,00%	Financia Capital propio
7	Edificio s/n - Avda Felix U. Camet y F. de Araña	10	10	100,00%	Financia Capital propio
8	Edificio - Avda Felix U. Camet 355	17	17	100,00%	Financia Capital propio
9	Edificio VIANI	17	17	100,00%	Financia Capital propio
10	YOUNG TOWER III	18	7	38,89%	Financia Capital propio
11	QUBA (habitat urbano) -	10	8	80,00%	
12	Sargento Cabral 77	10	9	90,00%	
13	Edificio - Bvard Maritimo P. Ramos 425	9	7	77,78%	
14	ZENA VI	13	13	100,00%	
15	Edificio TORRE SALTA	40	28	70,00%	
16	Edificio - Avda Indcia y Bvard Maritimo	32	25	78,13%	
		339	250	77,68%	

La oferta disponible de productos en proceso de construcción nos servirá como un dato más para calcular el agotamiento de nuestro stock. (Ver *Teoría sobre la Evolución del mercado inmobiliario*)

8.4.3.3. Demanda futura

Analizar y tratar de determinar la demanda de un bien ya de por si es una tarea bastante complicada en los diversos mercados en los cuales se la analiza. En el mercado inmobiliario no

solo es más complejo, por tratarse de un bien durable, sino que al mismo tiempo es condición *sin ecuanon* para el lanzamiento de un proyecto.

La pregunta de todo desarrollador es o debería ser:



Son preguntas que de tener las respuestas con una certeza absoluta nos transformarían en líderes del mercado. Si bien podemos alcanzar ese ideal; hoy si hay que efectuar un análisis de los factores macro y micro que condicionarán las decisiones de los distintos agentes y por lo tanto inferir como se comportará la demanda del mercado.

Debemos enfocarnos primero en un análisis de la demanda potencial, para luego estudiar la demanda efectiva futura

8.4.3.3.1. Demanda potencial

Como bien la palabra lo indica es aquella que se encuentra “latente”, es decir, esta en *potencia*. Los disparadores primarios o *genuinos* de la demanda ya desarrollados son causa de demanda de bienes inmuebles que se encuentra en “potencia”. *Para que esa demanda se transforme en demanda efectiva futura* es necesario activar (o que se activen) los disparadores *secundarios* de la demanda.

Si nos basamos en que todo mercado tiene un potencial (límite), efectuando una proyección del mismo podría calcular cuales son los recursos o esfuerzos necesarios para alcanzar dicha proyección. Es decir que conociendo el *potencial del mercado*, podré definir decisiones de inversión para lo cual toma relevancia establecer que estrategia de *marketing* deberé aplicar, para que en forma eficiente y eficazmente se utilicen los recursos disponibles (que en la mayoría de los casos es escaso) y poder aumentar nuestro *market share*.

Si bien es solo un indicador importante, no es condición suficiente para llevar a cabo un determinado emprendimiento inmobiliario.

La pregunta que sigue es, cómo cuantificar esta demanda *utópica*.

8.4.3.3.2. Demanda efectiva futura

Es una estimación con vistas a futuro la cual *será menor que la demanda potencial* del mercado.

Sin dar cifras exactas un buen desarrollador debería al menos intentar bosquejar un resultado que indiquen un comportamiento futuro.

En la transformación de la demanda potencial en efectiva futura el *marketing de la oferta* toma especial relevancia dado que es donde las acciones del desarrollador toman fuerza. Es la magia que ocupa ese vacío existencial creando la energía divina para que se materialicen nuestros pensamientos, que nacen con ideas, crecen con palabras y se desarrolla en proyecto concreto.

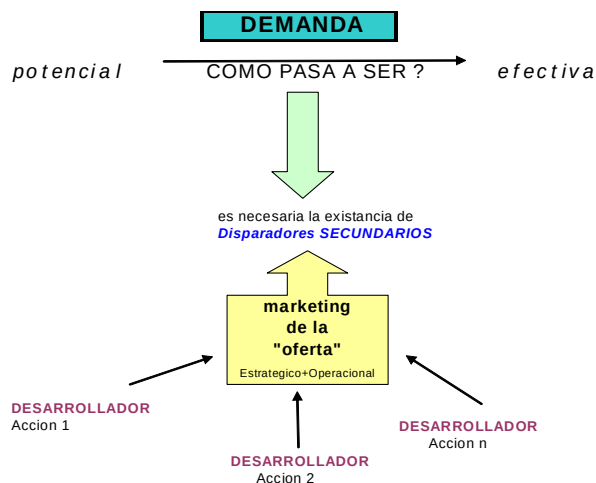


Figura 74 – Marketing de la oferta
Fuente: El Mercado Inmobiliario y la preparación de proyectos
Elaboración propia

Determinación de la demanda efectiva futura a través de dos modalidades

1. Intención de compra de un bien inmueble
2. métodos de proyección de la demanda efectiva

8.4.3.4. Metodos proyectivos del mercado

8.4.3.4.1. Método de la razón de cadena

Llamado también método *descendente* se comienza con un valor *población entera*, que multiplicado por una serie de factores se llega a una estimación más pequeña y *probable de demandantes*. **Las proyecciones pueden no ser reales (la misma palabra lo indica) ya que se trata de una localización (localidad de Mar del Plata) pero sí nos brindara información adicional para el análisis del conjunto; que es precisamente lo que se busca.**

El emprendimiento fue publicado durante un periodo de tiempo en diversos *sitios de Internet* a los efectos de estimar la probable demanda potencial, se efectuó el siguiente análisis:

Se estimo una población del área de influencia del proyecto en 100.000 personas y que el promedio de habitantes por hogar es de 3,38 personas, la *demanda efectiva futura* estimada fue la siguiente:

- El 4,59% de las visitas corresponde a la Ciudad de Mar del Plata (ver Registro de visitas)
- La intención de compra de un departamento se la midió por las respuestas enviadas por correo electrónico, arrojando un valor de 6%
- El 80% consulto por un departamento de 2 ambientes.
- De ese 80% el 50% mostró disposición para adquirir un inmueble que no supere los U\$\$ 100.000

La *demanda efectiva futura* resulta del siguiente análisis:

Portal Publicacion	VISI TAS	
	TOTALES	MDP
OLX	1.210	356
DOOMOS	8	6
VIVAVISOS	596	92
ALAMAULA	7.308	1.234
Mdo LIBRE	556	145
ZONAPROP	2.243	811
GOOGLE	867	92
SOLTWIN	4.592	1.856
Poblacion	17.380	4.592

Registro de Visitas MDP

Consulta de visitas - año 2013

Mes	Cantidad	Estadística
Julio	252	
Agosto	632	
Septiembre	655	
Octubre	1163	
Noviembre	943	
Diciembre	897	
Total	4592	

Poblacion	100.000
Personas por hogar	3,38
Cantidad de hogares	29.586

%	Demanda
---	---------

1 - Intencion de compra
2 - Intencion de compra de un departamento
3 - Adquisicion de un departamento de 2 Amb
4 - Valor hasta U\$S 100.000

4,59%	1359
6%	88
80%	71
50%	35

Total DEMANDA	35
----------------------	-----------

Poblacion	Area de influencia	(Estimacion)	100.000
Intencion de compra			4,59%
Visitas desde Mar del Plata		4592	
Poblacion total		100.000	
Intencion de compra de un departamento			6%
Respuestas consultas concretas (e@mail)		298	
Visitas a paginas desde MDP		4.592	

Figura 75 – Método proyectivo del mercado-Razon de cadena
Fuente: El Mercado Inmobiliario y la preparacion de proyectos
Elaboración propia

Este análisis significa que para el emprendimiento Brisamar existirá una demanda efectiva futura aproximada de 35 unidades para la tipología de 2 ambientes con un valor que no supere los 100.000 dólares. **Este cálculo es solo un valor aproximado pues su conducta dependerá de diversos factores macro y micro.**

8.4.3.4.2. Proyecciones de mercado

Cuando contamos con información histórica del mercado en relación con la demanda efectiva, se puede realizar un análisis a través de la aplicación de una ecuación de regresión simple o múltiple, según sea la cantidad de variables independientes que influyen en la determinación de la demanda.

8.4.3.4.2.1. Analisis de regresión simple

Este análisis comprende la existencia de una sola variable independiente y describe la ecuación matemática que *mejor se ajusta* a los valores registrados de las dos variables: la variable dependiente (Y) y la variable independiente (X). Lo que se pretende predecir o estimar es el valor de (Y) para un valor determinado de (X).

En materia de inmuebles la variable dependiente (Y) será la demanda y se seleccionó como variable independiente (Y) al PBI; es decir se elige aquel factor como más influyente en la demanda de inmuebles.

Este tipo de análisis sirve cuando el comportamiento de las variables macro tiene comportamientos más o menos regulares. Decimos esto toda vez que si como demanda se toman la cantidad de escrituras, cuestiones como el cepo al dólar distorsionan este análisis.

Este ítem se desarrollo toda vez que efectuando esta ejercitación, obtendremos un parámetro que si bien por ciertas variables imperantes en la economía pueden no cristalizarse, servirán como guía para un análisis más exhaustivo de la cuestión.

Se seleccionó la siguiente información:

Años: 2001-2012 (Periodos 01-12)

Variable dependiente (Y): cantidad de demanda de unidades *desde el pozo* en Mar del Plata.

Variable independiente(X): PBI (Miles de millones de dólares corrientes)

Tomando como base estadística el crecimiento de la demanda efectiva en la ciudad de departamentos a construir desde el pozo, (datos de la variable dependiente (Y) fueron relevados con dos referentes del sector en función a *demanda real pasada*) y considerando que la variable

independiente de mayor influencia en su comportamiento es el crecimiento del producto bruto interno del país, se obtuvo la siguiente información:

	Y (Demanda UF)	X (PIB)	y	x	xy	x ²	Y'
1	858	268,7	-146,21	-6,40	935,73	40,96	992,49
2	680	101,0	-323,55	-174,06	56318,24	30298,13	690,35
3	414	125,5	-589,80	-149,60	88234,76	22380,21	734,43
4	680	151,4	-324,13	-123,68	40089,71	15297,97	781,13
5	785	181,5	-219,03	-93,59	20499,48	8759,18	835,36
6	1070	211,7	66,14	-63,42	-4194,36	4021,88	889,74
7	1302	260,3	297,75	-14,83	-4416,78	220,05	977,29
8	1312	325,7	308,48	50,61	15611,51	2561,21	1095,22
9	1314	307,2	309,86	32,08	9941,74	1029,45	1061,84
10	1116	368,0	111,84	92,91	10391,07	8632,92	1171,45
11	1138	447,0	134,09	171,91	23052,24	29553,45	1313,81
12	1379	553,2	374,58	278,07	104160,01	77324,73	1505,12

Figura 76 – Tabla de cálculo para resolver la Regresión Simple

Tabla de cálculos para resolver la regresión

Ecuación= $Y=a+bX$

Ajuste de la regresión (aplicando la tabla) y la formula de a y b, obtenemos:

a 1,8020343

b 508,2846407

Surgiendo una Ecuación ajustada por mínimos cuadrados ordinarios:

$Y'=1,8020343+508,2846407x$

e (Y-Y')	e ²	y ²
-134,677872	18138,1292	21377,5602
-9,88124385	97,63898	104684,477
-320,219266	102540,379	347868,638
-101,243039	10250,1529	105058,688
-50,3804981	2538,19459	47975,7886
180,419946	32551,357	4374,24256
324,478588	105286,354	88653,391
217,278273	47209,848	95157,702
252,038306	63523,3075	96011,0858
-55,5973599	3091,06642	12507,2833
-175,695915	30869,0544	17981,1795
-126,519919	16007,29	140308,38
	432102,772	1081958,42

R² 0,60062904

El coeficiente de determinación múltiple R², se la define como la proporción de la variación total de Y *explicada* por la regresión múltiple de Y sobre X.

R²=60%

Un valor pequeño de R² quiere decir que la variable X contribuye con poca información para la

predicción de Y', cosa que no se observa puesto que R2 llega al 60%.

Proyección de la demanda futura

	Y-DEMANDA	X-PBI	Y'
1	858	268,7	992
2	680	101,0	690
3	414	125,5	734
4	680	151,4	781
5	785	181,5	835
6	1070	211,7	890
7	1302	260,3	977
8	1312	325,7	1095
9	1314	307,2	1062
10	1116	368,0	1171
11	1138	447,0	1314
12	1379	553,2	1505
13		567	1530
14		581	1556
15		596	1582
16		611	1609

Figura 77 – Resultados de la Regresión Simple

Para realizar la proyección de Y' se tiene en cuenta la formula anterior donde $Y'=a+b X$, y estimando que la evolución futura del PIB a partir del año 2013 será del 1,25% anual acumulado hasta el periodo 2016.

Dado que R2 es igual a 60%, la variable X, el PBI contribuye con buena información para la predicción de Y'. Resultando una demanda efectiva efectiva futura para el año 2013 de 1530 unidades funcionales, para el 2014 de 1556, para el 2015 de 1582 y para el 2016 de 1609.

8.4.3.4.2.2. Análisis de regresión multiple

Se analiza cuando contamos con más de una variable independiente, en este caso X1 y X2. Se seleccionó como segunda variable independiente el crecimiento poblacional de la ciudad de Mar del Plata

n=12

Variable que intervienen:

Variable dependiente Y=Demanda de unidades

Variable Independiente X1=Evolución del PIB

Variable Independiente X2=Población de la ciudad

	Y-DEMANDA	X1-PBI	X2-Poblacion
1	858	268,7	665000
2	680	101	668325
3	414	125,5	671667
4	680	151,4	675025
5	785	181,5	678400
6	1070	211,7	681792
7	1302	260,3	685201
8	1312	325,7	688627
9	1314	307,2	692070
10	1116	368	695531
11	1138	447	699008
12	1379	553,2	702503

Figura 78- Tabla de datos para resolver la regresión multiple

Ecuación $Y_i=a+b_1X_1+b_2X_2$

Siendo el parámetro a el termino constante u ordenada al origen de la regresión y otorga el valor estimado de Y_i cuando $X_1=X_2=0$

El parámetro b_1 , mide el cambio de Y por cada unidad que cambia X_1 , mientras si se mantiene constante X_2 , el parámetro b_2 mide el cambio de Y por cada unidad que cambia en X_2 , mientras se mantiene constante X_1 .

Ajuste de la regresión, surge del siguiente análisis:

Resumen

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,81319271
Coefficiente de determinación R^2	0,66128239
R^2 ajustado	0,5860118
Error típico	201,849294
Observaciones	12

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad		de cuadrado de los cua		F	Valor crítico de F
Regresión	2	715889,763	357944,881		8,78540298	0,007660728
Residuos	9	366688,237	40743,1375			
Total	11	1082578				

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-7706,24757	6490,54177	-1,18730421	0,26549856	-22388,87308	6976,37795	-22388,87308	6976,37795
Variable X 1	0,82693361	0,89335339	0,92565117	0,3787793	-1,193972157	2,847839381	-1,193972157	2,847839381
Variable X 2	0,01240903	0,00980288	1,26585511	0,23734947	-0,00976663	0,034584684	-0,00976663	0,034584684

Figura 79 – Análisis de aplicación de la regresión múltiple

b1 0,82693361
b2 0,01240903
a -7706,24757

Resultando, la siguiente ecuación por mínimos cuadrados ordinarios:

$$Y' = -7706,24 + 0,82693 X_1 + 0,01240903 X_2$$

El coeficiente, cuyo significado ya fue explicado en el método de la regresión simple, y se define en este caso como la proporción de la variación total de Y explicada por la regresión múltiple de Y sobre X_1 y X_2 .

Proyección de la demanda futura

Si se estima que la evolución futura del PBI a partir del periodo 12, es decir, año 2012 será del 1,2% anual acumulado hasta el 2016 y que la población crece al mismo ritmo que venía creciendo en años anteriores, obtendremos:

	Y-DEMANDA	X1-PBI	X2-Poblacion	Y'
1	858	268,7	665000	768
2	680	101	668325	671
3	414	125,5	671667	732
4	680	151,4	675025	795
5	785	181,5	678400	862
6	1070	211,7	681792	929
7	1302	260,3	685201	1012
8	1312	325,7	688627	1108
9	1314	307,2	692070	1136
10	1116	368	695531	1229
11	1138	447	699008	1337
12	1379	553,2	702503	1469
13		559,84	706016	1518
14		566,56	709546	1567
15		573,36	713094	1617
16		580,24	716659	1667

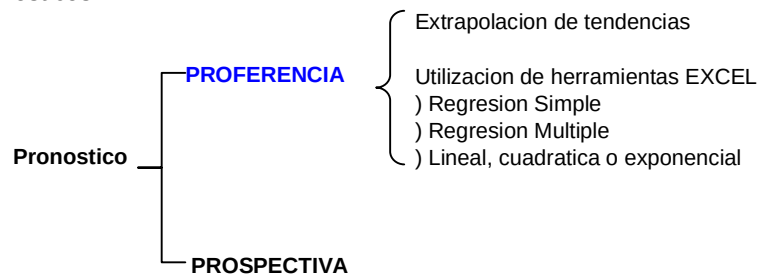
Figura 80 – Resultados de la Regresión Múltiple

Luego del análisis realizado y de determinar que el coeficiente R2 es igual al 58,6%, las variables X1 y X2, PIB y población, respectivamente contribuyen con buena información a la predicción de la demanda.

8.4.3.4.2.3. Comentario sobre los resultados obtenidos

A modo de comentario final este análisis matemático con base estadístico trata de extrapolar tendencias a través del método de regresión lineal y regresión múltiple, para tener un parámetro en función del pasado.

La importancia del pronóstico en la administración estratégica radica en que las oportunidades y las amenazas externas más trascendentes, solamente se identifican con eficacia a través de buenos pronósticos:



La *preferencia* es un conjunto de técnicas que toma como referencia los datos del pasado, realiza un análisis en el presente y *con toda esa información trata de predecir un futuro y es lo que se intentó hacer*.

Pronosticando que por el método de regresión simple habrá una demanda futura para el 2014 de 1556 unidades funcionales y por el método de regresión múltiple de 1567.

Mientras que la *prospectiva* estudia el futuro para visualizar el presente. Hoy en día la literatura esta saturada de estudios sobre el pasado en función a tendencias y la coyuntura, en cambio este método lo que hace es *como comparar (una demanda de inmuebles, por ejemplo) con los diversos futuros que se pudieran llegar a encontrar y muy particularmente con respecto al mejor de los futuros posibles*. En este caso la planeación estratégica, estará en función no solo del presente y del pasado sino *por sobre todo del futuro*.

Este método prospectivo arroja resultados *cualitativos* y “a mi entender” un poco arbitrarios, razón por la cual en este acápite nos referimos solo a los *cuantitativos* para llegar a resultados a ser incluidos en el análisis posterior.

8.4.4. Análisis cualitativo de la demanda

Como premisa definiremos a un análisis cualitativo como “*aquellas características del consumidor, abarcativo del segmento socioeconómico al cual pertenece, cuales son sus gustos y cuales son sus necesidades para un bien -en este caso- inmobiliario*”.

Efectuar una segmentación del mercado es una condición necesaria para conocer el mercado objetivo del proyecto analizado, debido a que una vez identificado cualitativamente, influirá en la definición de nuestro producto.

8.4.4.1. Segmentacion del mercado

Según Franceschini Juan Carlos⁵¹ por segmentación del mercado se entiende a la identificación de grupos de consumidores que pueden reaccionar de manera similar cuando se les ofrece un producto inmobiliario.

Saber a quien se le *vende* es como comprarse un traje a medida para la ocasión, esto es, establecer qué decisiones estratégicas se tomarán a nivel empresarial y a nivel del proyecto a incorporar al mercado.

⁵¹Ob. cit. 6. pag 77

En todo mercado, como ya nos expresamos, existe una oferta y una demanda, es decir quien compra y quien vende. Los segundos ofrecen sus productos a los primeros, sin embargo, para comunicar los “*porque me tiene que comprar*” es decir atributos de sus productos para seducirlos no se puede hacer de la misma manera para todos igual debido a que los gustos y preferencias, las necesidades y hábitos de compra entre ellos son diferentes⁵².

Los conceptos del Marketing Moderno, desarrollado extensamente por Philip Kotler aclaran, “...hay que alejarse de las mercadotecnia masivas y más bien orientarse a dividir o segmentar el mercado y escoger uno o más mercados meta de manera que se pueda ajustar el producto, el precio, los canales de distribución y su publicidad para llegar a ellos con eficiencia”.

Según Philip Kotler, la mercadotecnia de selección de mercado meta requiere tres pasos principales. El primero es la *segmentación de mercado*, que consiste en dividir un mercado en grupos distintos de compradores que pudieran necesitar productos o mezclas de mercadotecnia diferentes. La compañía identifica distintas maneras para segmentar el mercado y desarrolla perfiles de los segmentos de mercado resultantes.

El segundo es la *selección del mercado meta*, que consiste en evaluar el atractivo de cada segmento y seleccionar uno o más de los segmentos de mercado para entrar.

El tercero es el *posicionamiento en el mercado*, la formulación de un posicionamiento competitivo para el producto y una mezcla de mercadotecnia detallada⁵³

8.4.4.1.1. Segmentación Geográfica y por Cuota de poder adquisitivo

Ante una buena oferta, a la medida del segmento seleccionado, siempre habrá demanda, entonces la variable Geográfica se torna crucial.



**Principal Destino Playa
América del Sur
World Travel Awards 2013**



⁵² Tesis Gestión y Dirección de Empresas Constructoras e Inmobiliarias. Hoyos Vertiz Carlos. Octubre 2008

⁵³ KOTLER, Philip. Mercadotecnia, Segmentación-selección de mercados y posicionamiento. Cap.20, pag.40

Si definimos a los niveles socioeconómicos como sigue:

Segmento	Ocupación Principal del PSH		Educación PSH
	Calificación	Descripción	
AB	Profesional	- Socio/duño de empresas medianas o grandes - Directivos de grandes empresas - Rentista	- Univ. completa - Postgrado
C1	Profesional	- Directivos de pymes - Directivos de 2da. línea de gran empresa - Socio/duño de empresas pequeñas - Profesionales independientes con ocupación plena - Profesional dependiente - Rentista	- Univ. completa - Postgrado
C2	Técnico Profesional	- Profesional dependiente - Profesionales independientes sin ocupación plena - Jefes en empresas medianas y grandes - Docente universitario ocupado pleno	- Univ. incompleta - Terc. completa
C3	Técnico	- Empleado - Jefes de empresas chicas y medianas - Cuentapropista ocupado pleno - Docente primario/secundario ocupado pleno - Jubilados/pensionados c/educación terciaria completa	- Secundaria completa - Terciaria incompleta - Univ. incompleta
D1	Operario Sin calificación	- Empleado - Cuentapropista de calificación operario - Jubilados/pensionados c/educ. secundaria completa	- Secundaria incompleta - Primaria completa
D2	Sin calificación	- Empleado - Cuentapropista no calificado - Empleada doméstica - Jubilados/pensionados c/educ. primaria o inferior	Primaria incompleta
E	Sin calificación	- Trabajo inestable - Cartonero - Plan "Trabajar"	- Primaria incompleta - Sin estudios

Figura 82 – Tabla de niveles socioeconomicos

Extrapolamos este cuadro en la práctica y adentrándonos en como esta distribuido el ingreso de un país, analizaremos la siguiente información:

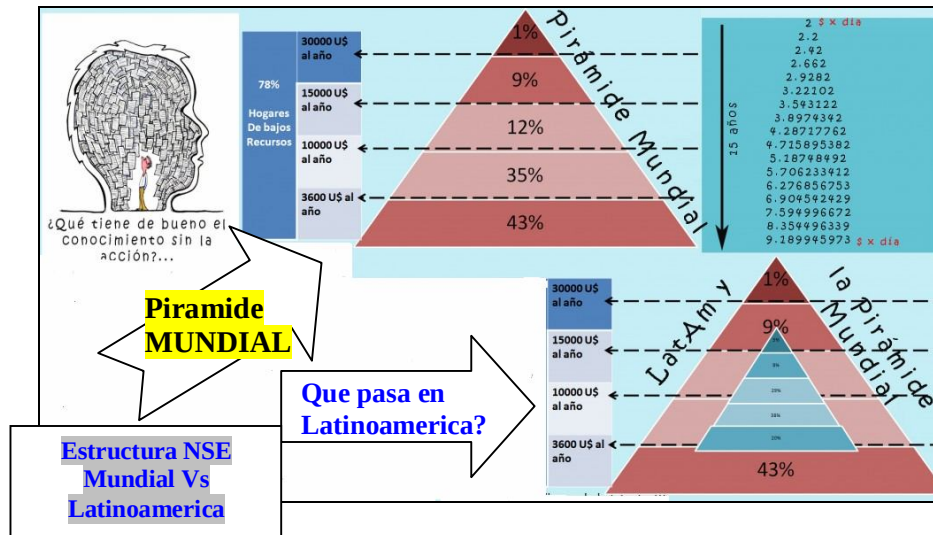


Figura 82 – Estructura NSE Mundial vs Latinoamérica

Se demuestra la dramática inequitativa distribución del ingreso pues solo el 1% llega a ganar 30.000 dólares al año mientras que el 43% sólo vive con 3600 de la misma moneda lo que equivale a decir que el 78% de los hogares son de bajos recursos.

En Latinoamérica la torta está mejor distribuida pues el 5% se encuentra en la cima de la pirámide mientras que "solo" el 20% en la base. Hay más *clase media*.

En nuestro país:

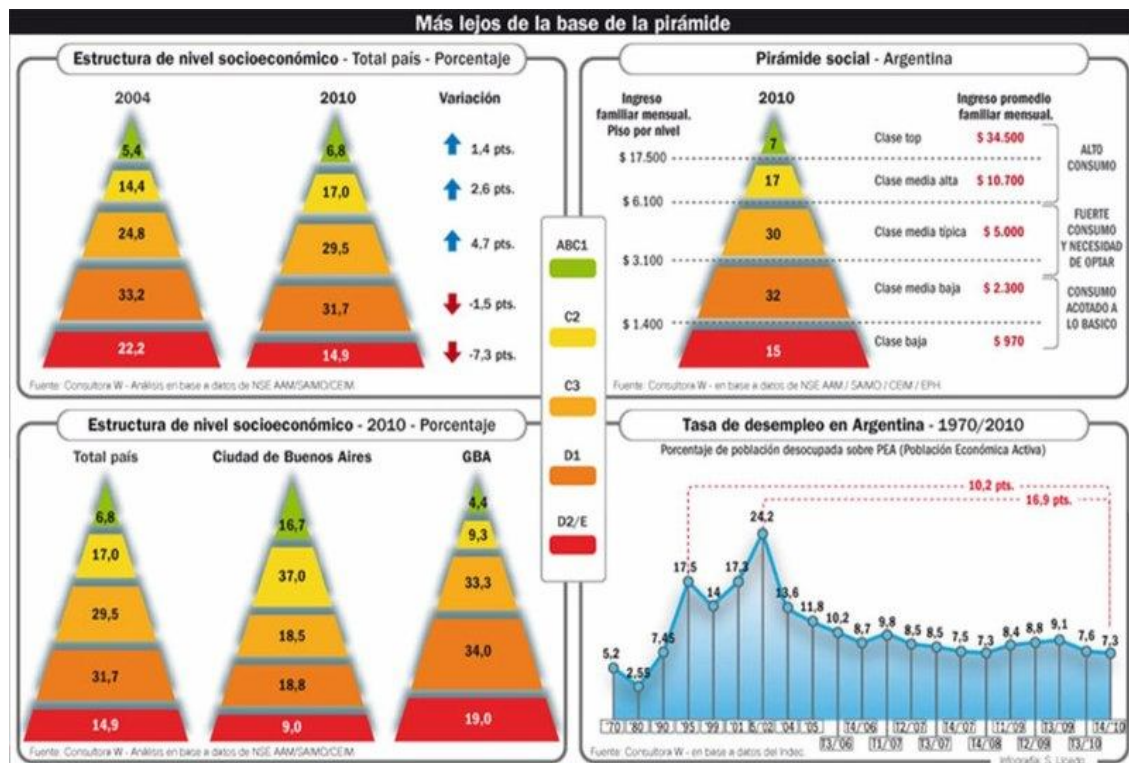


Figura 83 – Estructura NSE Argentina 2004-2010

En el año 2004 el porcentaje más rico se llevaba el 5,4% de la torta (segmento ABC1) mientras que el 22,2% representaba la clase más baja. En el año 2010 la distribución mejoró pues aumentó la clase media, es decir el sector C3 aumentó un 7,3% que dejó de formar parte de la base de la pirámide.

Un dato relevante es que la Ciudad de Buenos Aires tiene una mejor distribución del ingreso que el Gran Buenos Aires.

Por último se observa que el piso de ingreso familiar para la clase ABC1 era de \$34500 y para la clase más baja era de \$970, para el período 2010.

LA NUEVA PIRAMIDE SOCIAL 2013		
Composición de la SOCIEDAD ARGENTINA		Ingreso mes promedio del grupo familiar
Clase ALTA	(ABC1)	\$ 66.500
Clase MEDIA	(C2)	\$ 20.800
Clase MEDIA	(C3)	\$ 10.200
Clase BAJA	(D1)	\$ 4.900
Clase BAJA	(D2)	\$ 2.200

Figura 84 – Fuente Consultora W sobre la base de datos de AAM-La Nación 13/09/13
Elaboración propia

En la actualidad el piso para la clase ABC1 “casi” se duplicó mientras que para la clase más baja su incremento tuvo un comportamiento superior pasando de \$970 a los \$2200 actuales como se muestra en el siguiente cuadro

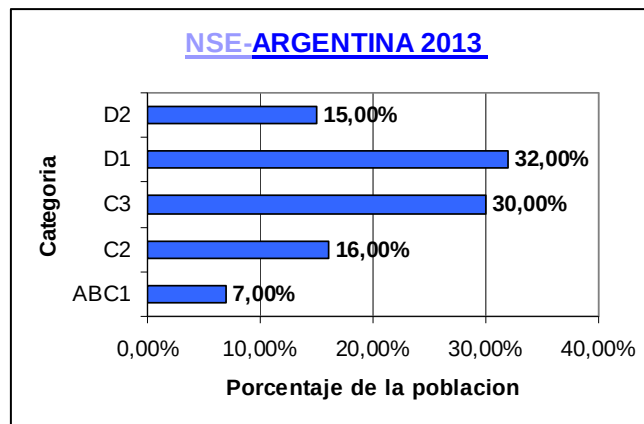


Figura 85 – Fuente : Consultora W sobre la base de datos de AAM-La Nación 13/09/13
Elaboración propia

En la actualidad los porcentajes de distribución del ingreso se comportan de manera similar al periodo 2010 por lo que en porcentaje la distribución de la torta no varía.

8.4.4.1.2. Segmentación Demográfica

Tomaremos en cuenta las siguientes variables demográficas: número de habitantes, migración poblacional del Partido de General Pueyrredón, edad, sexo, tamaño de la familia, ciclo de ingresos, nivel socioeconómico y ocupación.

El partido de General Pueyrredón conforma un área geográfica de tamaño intermedio, 765.000 habitantes según estimación de Revista especializada Mar del Plata Real State, cifra que seguramente se ha incrementado rozando los 800.000 en la actualidad; fuertemente concentrados en la Ciudad de Mar del Plata.

La ciudad creció en forma rápida merced al incremento migratorio de orígenes diversos, nativos y no nativos del país. Un trabajo efectuado por Lucero Patricia Iris⁵⁴ aclara que el ritmo de cambio en el crecimiento demográfico y su movilidad territorial implican una sucesión permanente de construcción y consumo; pilares que se tomarán como base para analizar el potencial de la ciudad.

Desde 1947 la localidad de Mar del Plata se ubica en el séptimo puesto por su rango-tamaño entre las aglomeraciones más pobladas de la República Argentina.

El proceso de urbanización⁵⁵ fue tan importante que en 1991 comprendía el 94% de la población total acompañado por un incremento de la población urbana sin interrupciones desde inicios del XIX.



Extraordinaria postal: la nieve cubre «Playa Grande», 1º de agosto de 1991

⁵⁴Dinámica demográfica y configuración territorial de Mar del Plata y el Partido de General Pueyrredón en la segunda mitad del siglo XX.UNMDP

⁵⁵Cambios en la proporción de residentes urbanos con respecto a los residentes rurales.

PGP. Indicadores del CAMBIO DEMOGRAFICO entre 1869 y 2010				
Año Censal	Poblacion TOTAL	Variacion intercensal Absoluto Relativo		Cambio Relativo/Pais
1869 (a)	1.193			
1895	8.175			
1914	32.940	24.765	302,94 %	95,40 %
1947	123.811	90.871	275,87 %	101,10 %
1960	224.824	101.013	81,59 %	25,90 %
1970	317.444	92.620	41,20 %	16,70 %
1980	434.160	116.716	36,77 %	19,60 %
1991	532.845	98.685	22,73 %	16,70 %
2001 (*)	669.600	136.755	25,67 %	10,10 %
2010 (*)	765.000	95.400	14,25 %	10,60 %

(*) datos censales

(a) Corresponde al partido de Balcarce, integrado por los partidos Balcarce General Alvarado y General Pueyrredón. En 1879 se creó el MGP como un desprendimiento del mas amplio Balcarce, abarcando tambien el territorio del actual Partido de General Alvarado, cuya separacion se produjo 1891

(b) PGP = Partido de General Pueyrredon

Fuente: INDEC y trabajo citado en nota 46

Elaboracion propia

Figura 86 – Elaboración propia

Se observa como Evolucionó el volumen de la población. *Las cifras dejan ver el crecimiento positivo de la población total en todos los periodos.* Sin embargo el cambio relativo marca una continua disminución entre periodos. El rango 1947-1960 parece señalar un quiebre significativo mientras que entre 1980 y 1991 el ritmo de cambio demográfico se reduce más intensamente marcando un límite.

Hasta 1947 represento la época de formación de la ciudad balnearia orientada a proveer de servicios al turismo elegante. Corriente inmigratoria de nacionalidad española e italiana beneficio al plano local, expresándose en la inversión y desarrollo de infraestructuras y servicios para clases sociales con mayores recursos económicos con base en una Argentina productora de bienes primarios y agros exportadora.

La segunda etapa hasta 1960, represento la incorporación del turismo procedente de las clases sociales media y obrera y el desarrollo de la industria en sus diversas modalidades, lo que provoco el establecimiento permanente de gran cantidad de población. El ritmo de cambio se reavivo, sumando residentes de otros países y del interior de las fronteras nacionales.

La ultima etapa, desde mediados de la década de los años sesenta, el país al tomar el rumbo de reapertura económica en un contexto de integración mundial se hace sentir a nivel local marcando un sesgo en la tendencia poblacional. Políticas imperantes – como disminución de la intervención estatal en la producción de bienes y servicios y regulación de relaciones económico sociales sumado a cambios tecnológicos dio lugar a un fuerte retroceso del nivel de vida de los trabajadores y originando crisis de los sectores de la pequeña y mediana producción.

Hacia fines de los setenta y durante la década del ochenta se produce una desaceleración de las migraciones internas *reorientándose hacia las ciudades de tamaño medio.* El PGP con su ciudad cabecera Mar del Plata se vio beneficiado incluso más que ciudades emblemáticas como Córdoba, Rosario, Mendoza; La Plata y San Miguel de Tucumán.

En los noventa continua esta tendencia y si bien este partido se beneficio de saldos migratorios múltiples en mayor proporción que el saldo correspondiente al movimiento natural, en las últimas décadas y paulatinamente el ritmo de cambio poblacional se hizo más lento.

En las últimas seis décadas las tasas de natalidad y mortalidad evidenciaron valores moderados y bajos respectivamente y además levemente inferiores al promedio nacional. La tasa de crecimiento se mantuvo en niveles fluctuantes entre el 10 y el 15 por mil. Sobre la base de

estimaciones para el intervalo 1991-1998, la tendencia en el cambio del crecimiento de la población indica una leve disminución del ritmo vegetativo con valores cercanos al 9 por mil anual⁵⁶

PGP.Estimacion de la MIGRACION NETA para cada periodo intercensal

Periodo Censal	Migracion Neta	Participacion s/Incremento TOTAL
1947-1960	72.458	71,70%
1960-1970	61.661	66,66%
1970-1980	70.645	61%
1980-1991	38.096	39%
1991-2001	-22.541	-75%

Fuente: Trabajo citado en nota 46

Elaboracion propia

Figura 87-Elaboración propia

Entre 1947-1960 la parte asignada al incremento migratorio represento el 71,7% del cambio total. Durante 1960-1970 dos tercios del aumento demográfico fue cubierto por el aporte migratorio. En el periodo 1970-1980 llego casi al 61% y ya en la etapa de 1981-1991 se *invirtieron los resultados*, pues cerca de las dos quintas partes del aumento total correspondió al aumento migratorio pasando a constituirse el componente vegetativo en el principal factor responsable del cambio en el crecimiento de la población del PGP. Según estimaciones del trabajo de investigación efectuado por Lucero Patricia Iris en el crecimiento total la componente vegetativa intervino en tal magnitud que logro compensar el saldo migratorio negativo del 75% *acrecentando el volumen total de la población*.

La población del PGP ha variado su composición por origen de manera considerable:

PGP.Poblacion Nativa y No Nativa 1947-1991

Periodo Censal	NATIVOS		NO NATIVOS	
	Numero	%	Numero	%
1947	97.741	78,9	26.070	21,1
1960	184.554	82,1	40.270	17,9
1970	278.743	87,8	38.701	12,2
1980	395.086	91	39.074	9
1991	500.702	94	31.722	6

Fuente: Trabajo citado en nota 46

Elaboracion propia

Figura 88-Elaboración propia

La participación relativa de la población *no nativa* decreció a través de los censos, desde el 21,1% al 6% de la población total.

PGP.Poblacion Nativa y No Nativa 2010

Periodo Censal	NATIVOS		NO NATIVOS	
	Numero	%	Numero	%
2010	595.758	96,25	23.231	3,75

Fuente: INDEC

Elaboracion propia

Figura 89-Elaboración propia

Según último censo la tendencia decreciente continua; interpretando un freno de afluencia migratoria.

El permanente flujo migratorio, influye en la composición por edad y sexo de la población, elevando los porcentajes de hombres (en 1947 había 110,2 hombres por cada 100 mujeres) y

⁵⁶Ob. cit. 46, pag 8. Magnitud estimada sobre información procedente de la publicación "Hechos Vitales", Centro de Información Estratégica Municipal, Secretaria de Producción. PGP, Mar del Plata, mayo 1999.

distorsionando las pirámides de edades con ensanchamientos en su parte media, sobre todo en los grupos 15 a 64 años de edad.

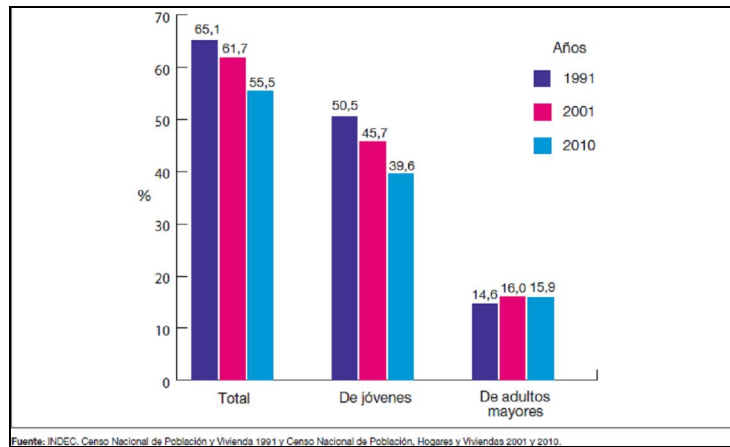


Figura 90

A nivel Nacional como se puede apreciar en los últimos veinte años el índice total muestra una tendencia decreciente, dado que, como consecuencia del descenso de la fecundidad, disminuye la carga de dependencia de los niños y jóvenes lo que *podría traducirse en una mayor capacidad de ahorro y/o consumo de bienes no durables y durables.*

Según datos censales 2010

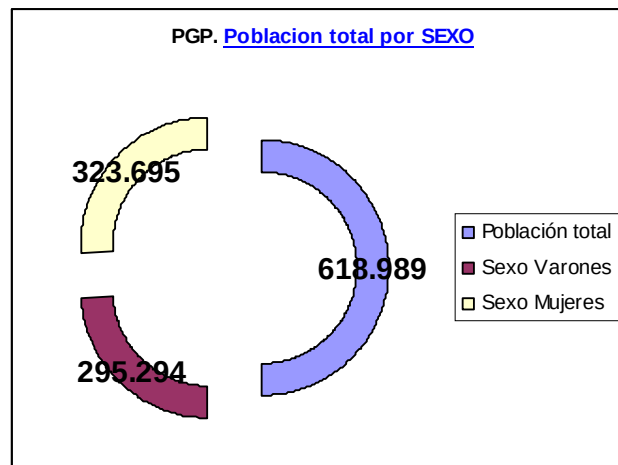


Figura 91- Elaboración propia

Un 47,71% de la población censada en la ciudad de Mar del Plata son varones y un 52,30% mujeres. Según últimas revistas especializadas en la ciudad consultadas⁵⁷ en el 2012 la población residente en la ciudad ya alcanzaba las 765.000 personas y según Pablo Fernandez - Presidente Ente Municipal de Turismo de Mar del Plata – en 10 años no solo ve a la ciudad reposicionada a nivel nacional sino que estima una población activa permanente muy por encima de este nivel.

Convalidan esta visión la revalorización de los últimos años tanto como destino de inversiones – no solo me refiero al mercado inmobiliario sino también a nivel industrial, de hecho la firma Zanella comenzara a fabricar motos en el parque industrial de la ciudad en este año- como lugar de esparcimiento.

Efectuando un análisis por edad y sexo poblacional observamos el peso relativo de cada uno.

⁵⁷Real State Mar del Plata La inversión que se disfruta.

PGP. Numero de Habitantes Censo 2010 - Edad/Sexo/Peso relativo Varones y Mujeres						
Edad	Poblacion Total	Peso relativo	Varones	Peso relativo	Mujeres	Peso relativo
0-4	42.241	7%	21.621	7%	20.620	6%
5-9	45.209	7%	23.043	8%	22.166	7%
10-14	45.692	7%	23.349	8%	22.343	7%
15-19	48.102	8%	24.370	8%	23.732	7%
20-24	47.161	8%	23.682	8%	23.479	7%
25-29	44.569	7%	22.113	7%	22.456	7%
30-34	43.903	7%	21.485	7%	22.418	7%
35-39	40.771	7%	19.798	7%	20.973	6%
40-44	37.300	6%	18.011	6%	19.289	6%
45-49	36.838	6%	17.634	6%	19.204	6%
50-54	35.226	6%	16.702	6%	18.524	6%
55-59	32.971	5%	15.261	5%	17.710	5%
60-64	30.833	5%	13.761	5%	17.072	5%
65-69	25.753	4%	11.088	4%	14.665	5%
70-74	21.277	3%	8.803	3%	12.474	4%
75-79	17.915	3%	6.987	2%	10.928	3%
80-84	12.994	2%	4.590	2%	8.404	3%
85-89	7.242	1%	2.250	1%	4.992	2%
90-94	2.388	0%	622	0%	1.766	1%
95-99	549	0%	117	0%	432	0%
100 y más	55	0%	7	0%	48	0%
TOTALES	618.989	100%	295.294	100%	323.695	100%

Fuente: INDEC

Figura 92

Poblacion con potencial economico Edad 25-64				
Edades	Poblacion*Edad	Peso relativo	Varones	Mujeres
25-29	44.569	7,20%	22.113	22.456
30-34	43.903	7,09%	21.485	22.418
35-39	40.771	6,59%	19.798	20.973
40-44	37.300	6,03%	18.011	19.289
45-49	36.838	5,95%	17.634	19.204
50-54	35.226	5,69%	16.702	18.524
55-59	32.971	5,33%	15.261	17.710
60-64	30.833	4,98%	13.761	17.072
TOTAL	302.411	48,86%	144.765	157.646

Fuente: INDEC

Figura 93

Los cálculos efectuados arrojan que las cohortes comprendidas entre los 25 años y los 64 años comprenden 302.411 habitantes representativos del 48,86% como las más representativas en el conjunto total y con posibilidades concretas de demandar bienes de consumo como eje central de análisis.

Provincia de Buenos Aires, Interior de la provincia. Hogares por edad del jefe o jefa								
Régimen de tenencia de la vivienda y propiedad del terreno	Total de hogares	Edad del jefe/a, en años						
		14 a 24	25 a 29	30 a 34	35 a 39	40 a 49	50 a 64	65 años y más
Total	1.855.111	87.803	131.681	178.396	184.642	356.274	487.387	428.928
Propietario de la vivienda y el terreno	1.285.103	29.964	51.245	89.580	113.551	251.012	384.495	365.256
Propietario de la vivienda solamente	49.036	4.573	6.062	6.897	6.077	9.492	9.741	6.194
Inquilino	302.985	35.802	49.002	51.244	38.296	53.067	47.114	28.460
Ocupante por préstamo	124.449	10.876	16.405	19.615	16.084	22.900	21.550	17.019
Ocupante por relación de dependencia	53.012	4.377	5.730	6.693	6.267	10.935	13.838	5.172
Otra situación	40.526	2.211	3.237	4.367	4.367	8.868	10.649	6.827

Fuente: INDEC. Censo Nacional de Población, Hogares y Viviendas 2010.

Figura 94

En cuanto al ciclo de vida la mayor parte de los jefes de hogar se encuentran entre los 31 y 49 años en el interior de la Pcia de Buenos Aires con una participación que supera el 50%

Provincia de Buenos Aires, Interior de la provincia. Hogares por edad del jefe o jefa								
Régimen de tenencia de la vivienda y propiedad del terreno	Total de hogares	Edad del jefe/a, en años						
		14 a 24	25 a 29	30 a 34	35 a 39	40 a 49	50 a 64	65 años y más
Total	1.855.111	87.803	131.681	178.396	184.642	356.274	487.387	428.928
Peso relativo		4,73%	7,10%	9,62%	9,95%	19,20%	26,27%	23,12%
Peso relativo "acumulado"		4,73%	11,83%	21,45%	31,40%	50,61%	76,88%	100,00%

Fuente: INDEC. Censo Nacional de Población, Hogares y Viviendas 2010.

Figura 95

Por último en cuanto a la densidad se efectuó el siguiente análisis:

Poblacion total, superficie y densidad por Partido CENSO 2001-2010									
PAIS/Provincia/Ciudad/Partido	Habitantes		Variación Absoluta	Variación Relativa (%)	Superficie	Densidad (hab/km2)		Variación Absoluta	Variación Relativa (%)
	2001	2010				2001	2010		
Argentina	36.260.130	40.117.096	3.856.966	10,64	2.780.400	13,04	14,43	1,39	10,64
Ciudad Autónoma de Buenos Aires	2.776.138	2.890.151	114.013	4,11	892	3.112,26	3.240,08	127,82	4,11
Provincia de Buenos Aires	8.684.437	9.916.715	1.232.278	14,19	892	9.735,92	11.117,39	1.381,48	14,19
Ciudad Rosario	909.415	948.312	38.897	4,28	179	5.089,34	5.307,02	217,68	4,28
Ciudad Córdoba	128.4582	132.9604	45.022	3,50	576	2.230,18	2.308,34	78,16	3,50
Azul	62.996	65.280	2.284	3,63	6.615	9,52	9,87	0,35	3,63
Balcarce	42.039	43.823	1.784	4,24	4.120	10,20	10,64	0,43	4,24
Benito Juárez	19.443	20.239	796	4,09	5.285	3,68	3,83	0,15	4,09
General Pueyrredón	564.056	618.989	54.933	9,74	1.460	386,34	423,97	37,63	9,74
Lobería	17.008	17.523	515	3,03	4.755	3,58	3,69	0,11	3,03
Necochea	89.096	92.933	3.837	4,31	4.455	20,00	20,86	0,86	4,31
Olavarría	103.961	111.708	7.747	7,45	7.715	13,48	14,48	1,00	7,45
Tandil	108.109	123.871	15.762	14,58	4.935	21,91	25,10	3,19	14,58

Fuente: Indec

Elaboración e interpretación propia

La superficie total del país es de 3.761.274 km². A los fines del cálculo de densidad de población, se consideró la superficie correspondiente al Continente Americano: 2.780.400 km² (sin incluir las Islas Malvinas: 11.410 km²) y al Antártico: 965.597 km² (incluyendo las Islas Orcadas del Sur). Tampoco se consideraron las islas australes (Georgias del Sur: 3.560 km² y Sandwich del Sur: 307 km²).

Figura 96

Comparativamente hablando, Mar del Plata tuvo una variación relativa que se situó en guarismos similares a los de la Argentina como país, es decir alrededor del 10%. Valor que toma relevancia al comparar la cifra con otras localidades, pues se situó por encima de Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Ciudad de Rosario, Ciudad de Córdoba y todas las localidades de Tandil salvo Tandil que arrojó un porcentual del 14,58% consolidándose tanto Mar del Plata como Tandil un destino elegido por muchos.

Se concluye que el *target* seleccionado para el emprendimiento será

Nivel Nacional, no nativos inmigrantes y demandantes con ingresos ABC1-C2

8.4.5. Metodología de Análisis del mercado

Siguiendo la lógica del Dr. Franceschini Juan Carlos⁵⁸, para analizar el mercado de una manera ordenada y científica, es necesario aplicar una metodología, cuyos simples conceptos y valores son los que siguen:

Precio

Se analizó desde distintos ángulos el *precio*, llegando a la conclusión que los valores estimados de arranque para lanzar el producto al mercado fluctuaran en un rango de valores con mínimo en \$13.500 y uno máximo (siempre y cuando no pueda venderse a uno mayor) de \$20.974, por metro cuadrado vendible.

Stock Total

Cantidad de unidades o superficies totales desarrolladas en un periodo de tiempo, en un área geográfica, que fue definida para el flanco costero.

⁵⁸ Ob. cit. Pág. 82

Se tomo como stock total la cantidad de unidades terminadas de productos ya concluidos y los que se encuentran en construcción y que se estima concluirán en los próximos 30 meses.

Stock TOTAL

Productos Terminados	188
Productos en Proceso	339
Total	527

Stock sin vender o alquilar (en unidades)

Según el análisis efectuado surge que las unidades de productos terminados sin vender y/o alquilar es el siguiente:

Stock sin vender

Productos terminados	39
Productos en proceso	250

Tasa de vacancia (en %)

Es un índice que referencia la cantidad de unidades y/o superficie que se encuentra sin vender y se encuentran en comercialización.

Del análisis de productos terminados recientemente surge un valor de aproximadamente 21% se refiere al concepto contrario respecto a lo que absorbió el mercado.

Porcentaje de ocupación (Absorción)

Es la contrapartida de la tasa de vacancia. Indica el porcentaje total de unidades o superficies que se encuentra vendido o alquilado y fue del 79%.

Velocidad de Venta

Porcentaje de unidades vendidas en un periodo de tiempo determinado, respecto del total de unidades incorporadas al mercado.

- Por proyecto de productos terminados fue de:

Nro Proyecto analizado	V.V.
1 Vista Norte - Avda Constitucion y F.U.Camet	3,27%
2 Ocean View Trust - F.U.Camet y Catalunia	3,42%
3 Platinum I - F.U.Camet y Acevedo	4,04%
4 Open Beach - F.U.Camet y Strobel	3,66%
5 Feles I - Charlone 247	3,77%
6 Maria del MAR - F.U.Camet y J.A. Peña	4,72%
7 Young Tower - Salta 321	4,24%
8 Edificio Virrey VCG - Liniers 545	3,92%
9 Edificio Liniers 555	2,93%
10 Edificio Avda Felix U. Camet 335	3,85%
Promedio ponderado	3,78%

Figura 97-Velocidad de venta de los productos terminados relevados

- Promedio ponderado del mercado fue de casi el 4% mensual

Hay que tener en consideración todo lo que se dijo con anterioridad, dado que los relevamientos no han terminado en la misma fecha y en la actualidad todos se encuentran en etapa de comercialización, podemos llegar a comparar peras con manzanas. Dado lo anterior, los resultados que se volcaran como conclusión, solo sirve como parámetro de guía, no como una verdad revelada.

Absorción del mercado

Indica la cantidad de unidades o superficies demandadas en un periodo de tiempo dado. Este

indicador es relevante cuando debemos realizar un análisis de mercado en donde el acceso a la detección de la *demanda efectiva futura* es dificultoso por el tipo de producto o de segmento de mercado que estemos analizando.

*A MAYOR ABSORCION, MAYOR VELOCIDAD DE VENTA, MENOR TASA DE VACANCIA
ceteris paribus*

Esto se cumplirá siempre y cuando la oferta no se haya incrementado

8.4.6. Teoría sobre la evolución del mercado inmobiliario

El enunciado de esta teoría establece que *“la velocidad de venta en un proyecto inmobiliario es directamente proporcional a la demanda efectiva e inversamente proporcional al ritmo de incorporación de la oferta futura, durante un periodo dado de tiempo, en un área de mercado determinada”*⁵⁹

Aplicando los resultados del análisis efectuado en oferta y demanda y anteriormente detallados:

Stock TOTAL

Productos Terminados	188
Productos en Proceso	339
Total	527

Demanda Efectiva

Productos Terminados	149
Productos en Proceso	89
Total	238

Oferta Futura **185**
Brisamar **28**

V.V. /mes 4,00%

Demanda Efectiva 527 x 4% x 12 meses

<u>Agotamiento estimado de mi stock</u>	$\frac{527 - 253 + (185 + 28)}{253,00 / 12}$	$\frac{502}{21,08}$	23,81 meses
---	--	---------------------	--------------------

Se concluye que al incluir nuestro proyecto al mercado se absorbería en un plazo cercano a los veintitrés (23) meses, en la medida que la demanda efectiva futura tenga la misma velocidad de venta que ha tenido la demanda efectiva ocurrida en el mercado hasta el momento de análisis.

Nos parece un plazo que si bien parece razonable, habría que acortarlo mediante acciones de marketing tendientes a que la velocidad de venta sea mayor y que permita acortar el plazo anteriormente descrito.

9. ESTUDIO TECNICO

9.1. Posibilidades constructivas del terreno

El objetivo del estudio es analizar las posibilidades constructivas sobre un lote ubicado en Av. Felix U. CAMET N° 2121 de la ciudad de Mar del Plata.

Datos Catastrales:

Circunscripción: VI - Sección: B - Manzana: 120-b - Parcela: 6

Superficies y medidas:

Superficie Terreno: 568,27 m2

⁵⁹ Ob. Cit. Dr Franceschini Juan Carlos. p. 84

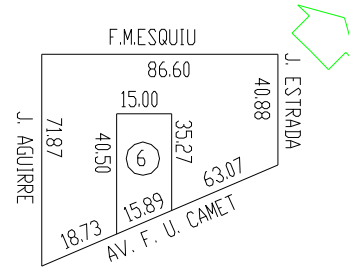


Figura 98 – Vista aerea de emplazamiento del proyecto

ESTUDIO DE FACTIBILIDAD:

El terreno se encuentra ubicado en un distrito residencial denominado como R3 (RESIDENCIAL 3), según el Código de Ordenamiento Territorial (COT) del Partido de Gral. Pueyrredón. (www.almenaweb.com/COT)

DISTRITO RESIDENCIAL R3

CARÁCTER: zona destinada a la localización de uso residencial de densidad media con viviendas individuales y colectivas.

TIPOLOGIA EDILICIA A ADOPTAR:

Nuestro proyecto se encuadrará como **edificio entre medianeras**, resultando las siguientes disposiciones particulares para tal tipología:

Disposiciones particulares:

- Tejido: cumplirá con las disposiciones generales del capítulo 3 del COT.
- Plano límite: **13,60m frente a calle y a avenida**, o de acuerdo al perfil de la medianera existente.
- Retiro de frente obligatorio: mínimo 3,00m. En nuestro caso, como se trata de un predio frentista al Boulevard marítimo se debe considerar un **retiro mínimo obligatorio de 5m. a partir de la línea municipal.**

En consecuencia, la altura mínima que debe calcularse entre solados es de 2,8m por lo que para saber qué cantidad de pisos puedo construir aplicaré la siguiente relación:

Cantidad de pisos = $h / 2,8m$, siendo $h=13,60m$ resultante del plano límite máximo permitido. Entonces, reemplazando valores:

$$\text{Cantidad de pisos} = 13,60m / 2,8m = 4,85 = 5$$

Adoptamos, para nuestro proyecto

PLANTA BAJA LIBRE, 6 PISOS ALTOS y 7mo PISO como SUM

FOS A ADOPTAR:

Es el porcentaje de la superficie del terreno que se puede ocupar con los usos permitidos y establecidos.

En el Partido de Gral. Pueyrredón se aplica un factor máximo de 0,6 (sobre cota de parcela) para todos los distritos del tejido urbano.

En consecuencia, para nuestro caso:

$$\text{FOS} = 568,27m^2 \times 0,6 = 340,96 m^2$$

Este valor se interpreta como que la máxima sombra proyectada de nuestro emprendimiento sobre el terreno, dentro de la franja edificable, no podrá superar dicha superficie.

FOT y DENSIDAD POBLACIONAL A ADOPTAR:

Según el distrito R3, tenemos:

- FOT máximo uso residencial: 1.5
- FOT máximo otros usos: 1
- Densidad poblacional máxima: 600 Hab./Ha (0,060 hab/m²)
- Incremento del FOT y densidad: de acuerdo a estímulos previstos, máximo 70%

Resumiendo: el proyecto, computa los siguientes guarismos en lo que se refiere a los indicadores urbanísticos generales

TABLA RESUMEN DE INDICADORES URBANÍSTICOS

LEY n° 8912	S/CDT	Drd19605 +Estímulos	S/DBRA
F.D.S.	340,96	—	321,65
F.D.T.	852,40	1326,34	1211,78
densidad neta máx. (sup.terreno×0,06)	34,09	54	54
P. Límite	13,60	—	13,50

Emprendimiento en su entorno

El impulso por desarrollar el Norte de la ciudad de Mar del Plata, los valores por debajo de otros barrios y el encanto frente al mar en esta zona es de alto interés inmobiliario.

Área de Estudio



Figura 99-Brisamar y el frente costero

La zona está dotada de todos los servicios públicos necesarios. La alta calidad de vida frente al mar con enormes y atractivas playas y proximidad con Avenidas principales evita congestiones de tránsito en horas picos. Además su proximidad a espacios verdes (PARQUE CAMET), da lugar a un atractivo UNICO que erige la zona en exclusiva por la influencia del turismo.

9.2. El producto y su potencialidad

La selección de los mejores proyectos de inversión, los de mayor bondad relativa y hacia los cuales debe destinarse los recursos disponibles constituyen un proceso por etapas:

1. Generación y análisis de la idea: la compra del terreno en el mes de Abril del año 2008 se tradujo en una decisión acertada que permitió intuir hacia que punto cardinal se desarrollaría la ciudad. Hoy ocho proyectos en curso, ocho terminados y otros ocho futuros dan acreditada solvencia a nuestra visión de aquel momento.
2. Estudio del nivel del perfil: para definir el producto se estudió previamente que tipo de propuesta inmobiliaria se podía llegar a proyectar en función a la ubicación del terreno y su entorno urbano.
3. Estudio de pre-factibilidad: la interacción de aspectos como análisis del mercado, el producto potencial a desarrollar, su localización y las condiciones de orden institucional y legal (aspectos integrantes del presente plan), como así también el código de ordenamiento territorial vigente para la zona residencial en cuestión, determinó la conveniencia de llevar adelante el proyecto.
4. Estudio de la factibilidad: el producto es viable en sus aspectos técnicos (documentación pre-aprobada), legales (uso adecuado de un Fideicomiso) y resultados económicos, financieros y sociales convalidan su consistencia.



Figura 100 – Frente del Edificio

EDIFICIO BRISAMAR

*F. U. Camet entre Aguirre y Estrada
Ciudad de Mar del Plata*

Render del proyecto diseñado y desarrollado por Mg. Ing Sergio A. COMPANY

EDIFICIO BRISAMAR: un edificio rentable, una inversión inteligente

9.3. Aspectos diferenciadores

El emprendimiento inmobiliario posee una ubicación estratégica y excelentes visuales al MAR, además de contar con una vista panorámica emblemática de la Ciudad. La zona es uno de los epicentros de los principales emprendimientos inmobiliarios y está situado a sólo 6 minutos del “downtown” del centro marplatense. El acceso al edificio se produce por una avenida ancha, que es una arteria de cuatro vías, de fácil y rápido acceso. A pocos metros de distancia del denominado Parque Camet (que oficia como “pulmón” de la ciudad balnearia), brinda la posibilidad de disfrutar grandes espacios verdes. Cuando se elige tranquilidad, naturaleza, diversión; una alternativa es este sector costero. Para salir a navegar, para caminar, para hacer deporte, para disfrutar del día. La zona cuenta con una amplia y variada oferta gastronómica, supermercados, tiendas, colegios y hospitales. (Próximamente apertura de Museo Contemporáneo y oficina descentralizada de la municipalidad)

Una propuesta innovadora para vivir y una excelente oportunidad de inversión.

Diseño de vanguardia...

Ideado por un profesional comprometido con la arquitectura racionalista, presentamos este edificio que logra un equilibrio perfecto entre funcionalidad, elegancia, razón e imaginación. BRISAMAR se destaca por la calidad de sus materiales de construcción, detalles de terminación y **aspectos “diferenciadores”** de diseño que comprende:

- **Está inspirado en el respeto por el medio ambiente:** la incorporación de sistemas de iluminación inteligentes, asegurará la utilización de niveles de recursos

eléctricos óptimos para *espacios comunes del edificio*. El principal beneficio para el inversor, redundará en una disminución sustancial de los costes de electricidad de uso común y por ende, en las expensas del edificio.

- **Introduce el concepto de “edificio seguro”:** los edificios “seguros” se encargan de integrar, gestionar y automatizar aspectos tales como seguridad y comunicación. En particular, este desarrollo inmobiliario contará con un sistema de seguridad a través de circuito cerrado de cámaras de video. Sus principales beneficios radicarán en: mejorar la calidad de vida para el usuario; aumento del valor de la propiedad y su valor de alquiler, mayor demanda locativa, mayor seguridad y control del inmueble; ahorros directos mediante el control que brindan los sistemas implementados; reducción del costo de mantenimiento e impacto en general.

Proyecto arquitectónico...

BRISAMAR propone unidades de 1, 2 y 3 ambientes, que responden al concepto de vivienda multifamiliar en altura garantizando calidad de vida, privacidad, gran funcionalidad y luminosidad en todos sus ambientes. Los departamentos disponen de una gran versatilidad en su diseño interior, atendiendo las exigencias de un proyecto de vanguardia, existiendo la posibilidad también de unir varias unidades en una de mayor comodidad.

El edificio está desarrollado con planta baja libre que da lugar a 17 espacios para cocheras, eludiendo de esta manera todas las desventajas que aportaría una cochera en subsuelo. Consta de 7 pisos en altura en el que se distribuyen un total 28 departamentos, con amplios balcones con vista al MAR y amenities en el último piso con vista panorámica a la costa marplatense donde se destaca un exclusivo salón de usos múltiples para reuniones o quíncho.

El contenido de la propuesta es la siguiente:

Imagen satelital



9.4. Anteproyecto arquitectónico

9.4.1. Plantas tipo, renders 3D y url de videos de cada departamento

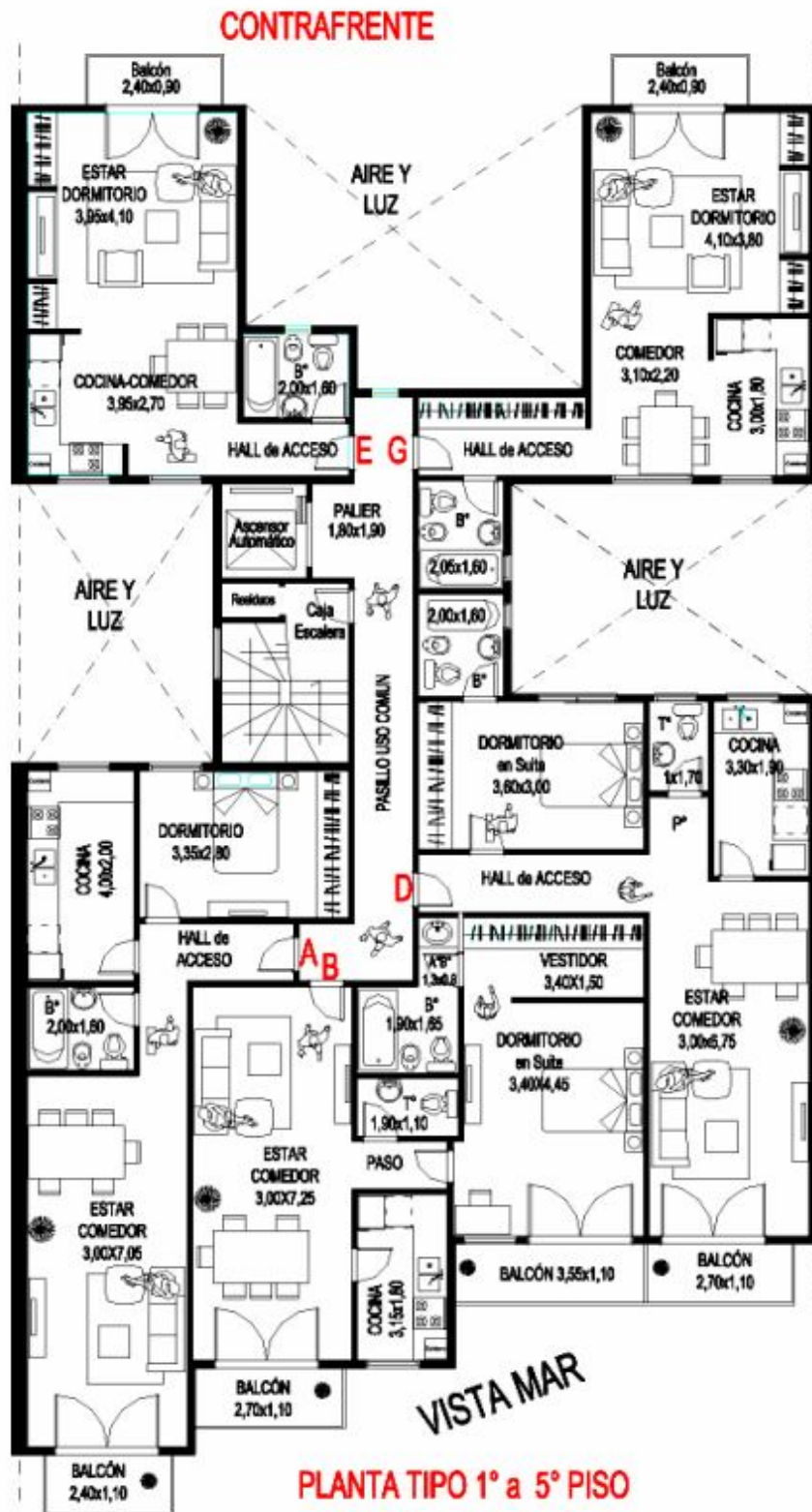


Figura 102

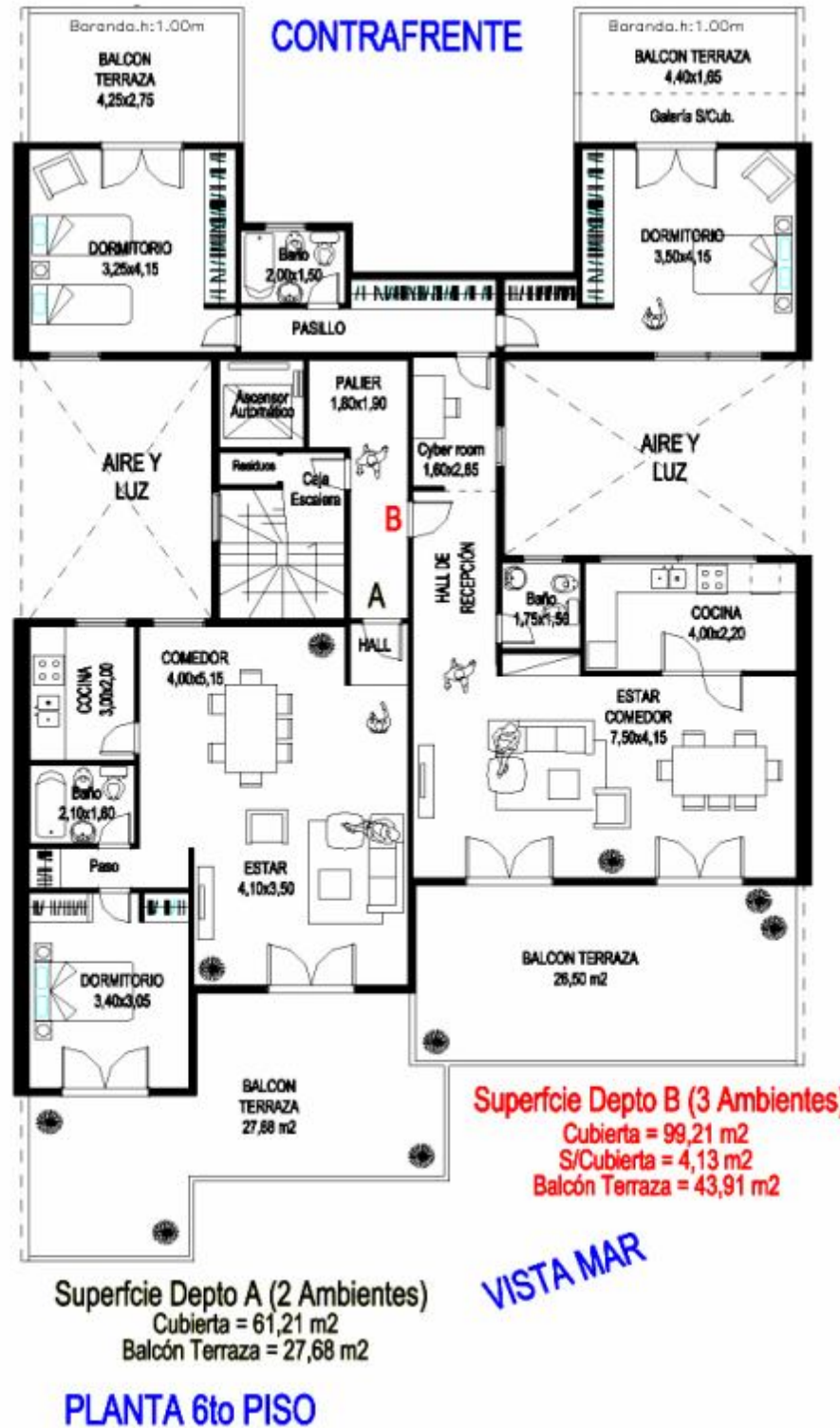


Figura 103

Lo que se intentó potenciar no sólo es la vista al mar, sino que a través de los pulmones tanto laterales como traseros, el emprendimiento en su conjunto respire aire en todo su entorno y que cada unidad posea identidad propia.

Por ejemplo el diseño de los departamentos de un (1) ambiente, se intentó que su vista parcializada al mar no sea considerado como un punto débil sino que el balcón amplio al contrafrente y que da al norte de la ciudad se potencie con el ocaso en su horizonte y el perímetro externo libre en todo su contorno.

El diseño guarda amplitud, comodidad y detalles de categoría como el departamento D con dormitorio en suite.

Para quien desee disfrutar de los cuatro puntos cardinales de la ciudad y disfrutar al mismo tiempo la vista al mar, el edificio posee un departamento de 3 ambientes con un balcón aterrazado total de 43,91 divididos en tres partes.

Todos los departamentos de 2 y 3 ambientes poseen cocheras que da confort al futuro comprador.

La distribución de las mismas es la que sigue:

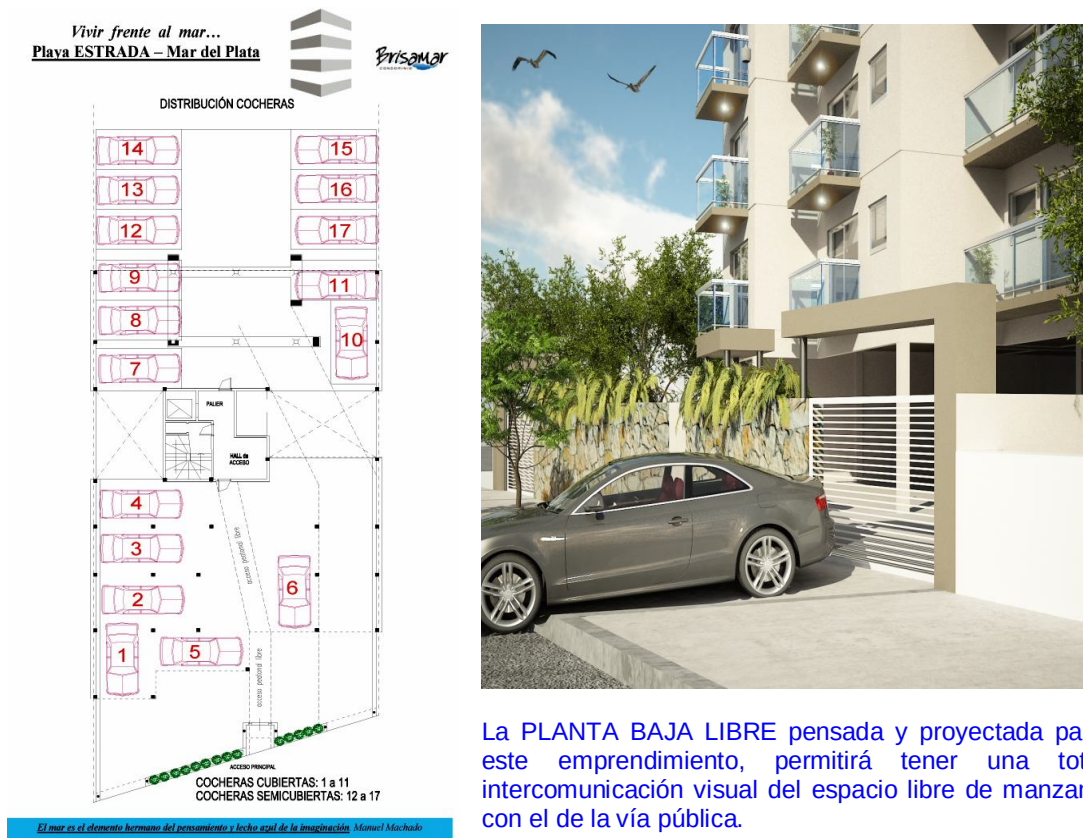


Figura 104- Espacio para cocheras

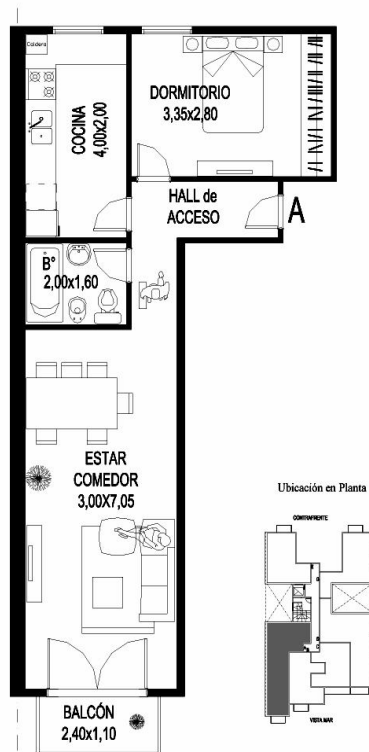
DISEÑO DE LAS DISTINTAS UNIDADES FUNCIONALES

El diseño interior de los departamentos fue especialmente pensado para un consumidor exigente que busque equilibrio entre comodidad y precio justo.

No solo se desarrollaron plantas tipo, ubicación en planta general; sino que se proyectaron renders en 3D y videos ejemplificativos de todas las unidades.

A continuación se detallan plantas y renders de los interiores de las distintas unidades funcionales.

PLANTAS DEPARTAMENTOS 1ero al 5to PISO

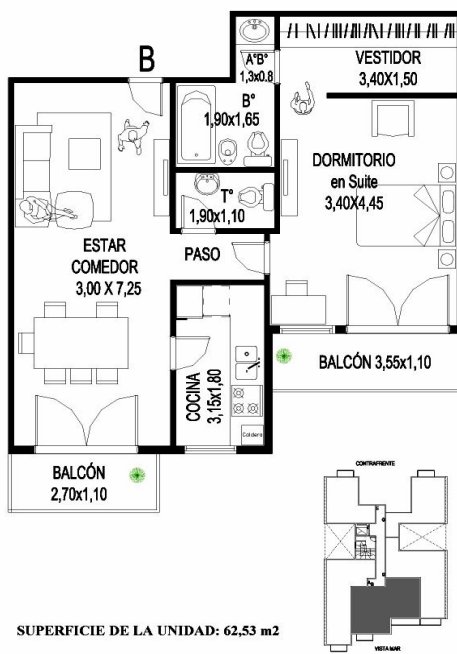


SUPERFICIE DE LA UNIDAD: 51,76 m²



VIDEO DE LA UNIDAD: <http://www.youtube.com/watch?v=tJkxb08tbyE>

UNIDAD FUNCIONAL "B"



SUPERFICIE DE LA UNIDAD: 62,53 m²



VIDEO DE LA UNIDAD:
http://www.youtube.com/watch?v=Fl4w_jLFshw

Figura 105

Visualizándose su diseño interior en los siguientes renders:

Cocina



Estar-Comedor

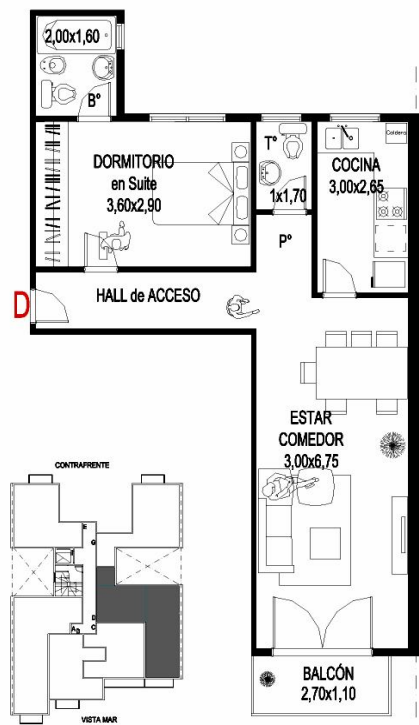


Dormitorio



Figura 106

UNIDAD FUNCIONAL “D”



SUPERFICIE DE LA UNIDAD: 53,03 m²



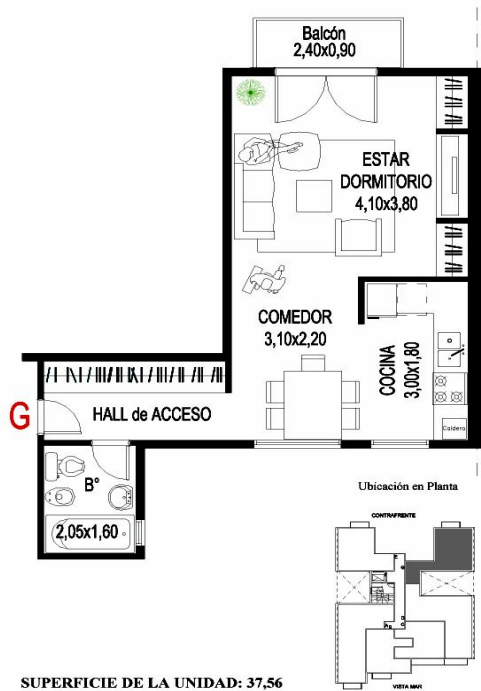
UNIDAD FUNCIONAL “E”



SUPERFICIE DE LA UNIDAD: 33,19 m²

Figura 107

UNIDAD FUNCIONAL "G"



VIDEO DE LA UNIDAD: <http://www.youtube.com/watch?v=XsIL1k-XoIA>

Figura 108

PLANTAS DEPARTAMENTOS del 6to PISO
UNIDAD FUNCIONAL "A" con balcón terraza

Superficie Depto 2 Ambientes

Cubierta = 61,21 m²

Balcón Terraza = 27,68 m²

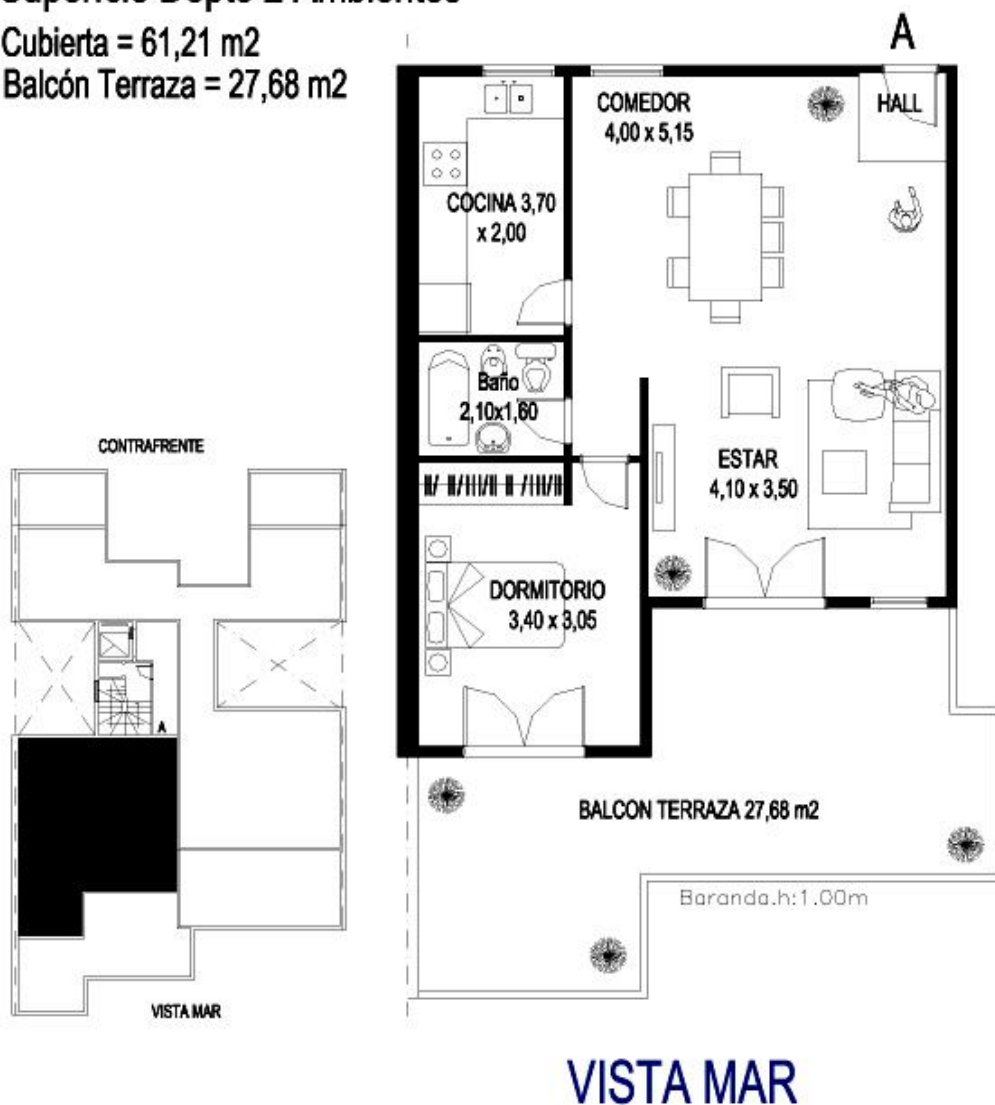


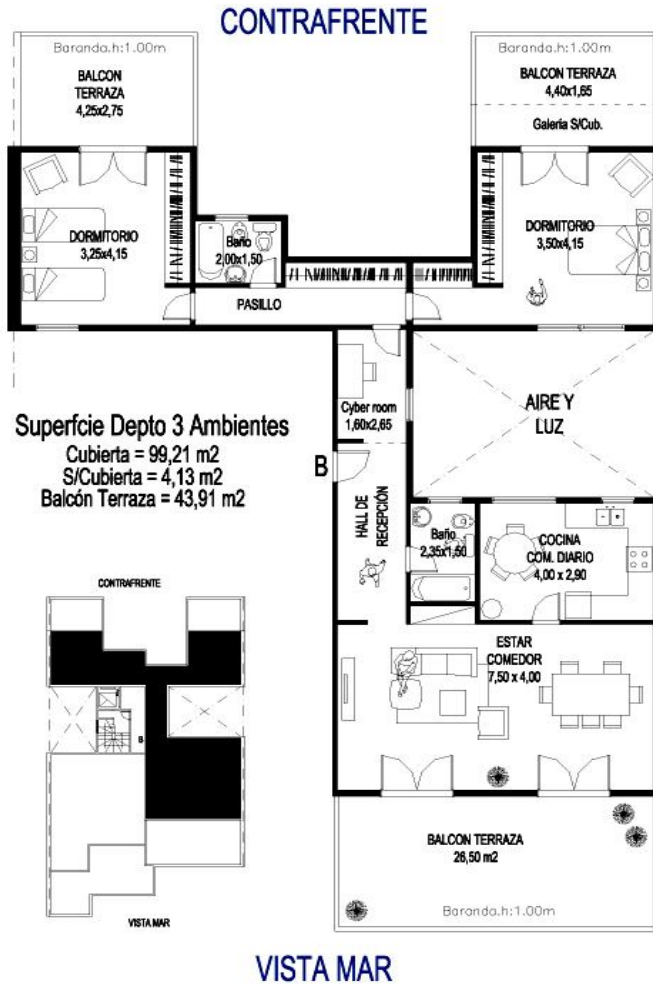
Figura 109 – Planta departamento 2 Amb en 6to Piso



VIDEO DE LA UNIDAD: <http://www.youtube.com/watch?v=hCoH9hiZql8>

Figura 110 – Renders 3D departamento 2 Amb en 6to Piso y url del video

UNIDAD FUNCIONAL “B” con balcón terraza



VIDEO DE LA UNIDAD: <http://www.youtube.com/watch?v=JZ-KFNLv3BM>

Figura 109 – Planta departamento 3 Amb en 6to Piso, desarrollo del render en 3D y url del video

9.4.2. Diseño de materiales y aspectos técnicos

Especificaciones técnicas generales

FACHADA PRINCIPAL

La fachada logrará una combinación armónica entre cristales, aluminios de primera calidad y terminaciones en hormigón inyectado visto texturado de color marfil.

Los balcones y planos vidriados proyectados tienen barandas y perfilaría de aluminio anodinado.

HALL de ENTRADA

Materiales nobles de primera calidad, destacándose los pisos de porcelanato, así como un especial cuidado en la selección de maderas, espejos y cristales acordes al estilo moderno del edificio.

ASCENSOR

Ascensor de 2 velocidades, de frecuencia variable (velocidad progresiva en el desplazamiento) modelo ATLAS o similar con puertas automáticas en cabina. Cabina de acero inoxidable.

ESPACIOS COMUNES

Salón de usos múltiples con parrilla, toilette y terraza con vista panorámica.

Solarium con deck de madera.

ESTRUCTURA

Estructura independiente de hormigón armado en donde se busca minimizar la cantidad de pilares y vigas para permitir plantas flexibles que se ajusten a los distintos requerimientos.

MAMPOSTERÍA EN GENERAL

Comprende a toda la proyectada en planos, siendo ejecutada de acuerdo a las reglas del arte de la construcción. Los muros exteriores serán de espesor 20 cm de espesor con impermeabilización interior. Los muros entre departamentos serán de ladrillo de 12 cm. de espesor con aislamiento acústico.

Terminaciones de cada unidad de departamento

PAREDES

Las fachadas laterales o paredes exteriores serán terminadas con conformación de placas con buñas de aluminio sobre capa de concreto.

Las paredes interiores serán terminadas en yeso con pintura satinada.

CIELORRASOS

Los cielorrasos serán aplicados de yeso y suspendido en sector cocina y pasillos (armado tradicional y sin molduras).

CARPINTERÍA

- EXTERIOR: será de aluminio A30 news color blanco o PVC línea WEGA. Estará dotada de doble vidriado hermético (DVH), insonoros y térmicos. La puerta principal de cada unidad funcional será blindada.
- INTERIOR: los marcos, contramarcos, zócalos y las hojas placa será de madera de primera calidad (cedro o similar) terminadas al lustre. Los placares estarán contruidos con puertas de madera similar.
- BARANDAS en BALCÓN: de aluminio c/placas de cristal laminado (sistema HA) o similar.

PISOS

- ESTAR COMEDOR – MONOAMBIENTE-DORMITORIOS: piso porcelanato de primera calidad al tono con los revestimientos.
- BAÑOS Y COCINAS: serán de placas cerámicas esmaltados de primera calidad al tono con los revestimientos.

INSTALACIÓN SANITARIA

Con desagües de cloaca PVC reforzado, pluviales en PVC. Distribución de agua fría y caliente en termofusión o similar.

INSTALACIÓN ELÉCTRICA

Será embutida de acuerdo a planos. Incluirá disyuntor, cajas de TE, TV, timbre y portero visor. Todas las teclas y enchufes tendrán puesta a tierra.

INSTALACION DE GAS

Instalación de gas con caños conformados epoxi. Ventilaciones a 4 vientos.

INSTALACIÓN DE ACONDICIONAMIENTO DE AIRE

- **Unidades de 1 y 2 ambientes:** sistema individual de calefacción por losa radiante con caldera individual dual tipo PEISA o similar.

COCINAS

Totalmente equipada con moderno equipamiento de primera línea. Se instalara anafe 4 hornallas con horno visor a gas, marca DOMECA o similar. Mobiliario tipo "JOHNSON" o similar. La mesada será de granito natural o similar con bacha de acero inoxidable. Se prevé dejar espacio y conexión para lavarropa.

BAÑOS y TOILETE

Se instalará completo (inodoro, bidet, lavatorio con vanitory y bañera). Los artefactos y accesorios serán blancos en línea FERRUM o similar. La grifería será marca FV, Roca o similar. Llevará mesada con espejo, toallero, portarrollos y percha. Los revestimientos serán cerámicos de primera línea o similar.

NOTA 1: La Dirección de Obra podrá efectuar cambios en los materiales o marcas enunciadas anteriormente, si razones insalvables lo hicieran necesarios. NOTA 2: Si aún estando el edificio en construcción, y algún comprador deseara hacer algún cambio de material aún no colocado, podrá proveerlo, no teniendo reintegro por el material no usado. NOTA 3: Garantía sobre ARTEFACTOS/EQUIPO ELECTROMECANICOS/MECANICOS. Los siguientes cuentan con garantía de fábrica: Cocinas, Calderas, Porteros Eléctricos, Bombas de agua, Ascensores, etc.

9.4.3. Calendario de Obras y presupuesto de costo del desarrollo

La puesta en marcha del proyecto debe ajustarse a un calendario riguroso, razón que nos obligará a un estudio riguroso de todas las variables involucradas en el negocio, resumiendo

Balance de Superficies		Cubierta	S/Cubierta
CUBIERTAS c/Planos Aprob.	1266,15	1266,15	
S/CUBIERTA c/Planos Aprob.	51,62		51,62
CUBIERTA Desafectada sin construir c/Planos Aprob.	-128,96		
S/CUBIERTA Desafectada sin construir c/Planos Aprob.	-28,89		
CUBIERTA a CONSTRUIR	388,02	388,02	
S/CUBIERTA a CONSTRUIR	15,33		15,33
TOTALES		1654,17	66,95

LIBRE DESCUBIERTA

284,21

Proyecto BRISAMAR

Resumen Tecnico

Superficie total a construir	1721,12 m2
Superficie del terreno	568,27 m2
Superficie promedio por unidad	49 m2
Cantidad de unidades del proyecto	28
Superficie vendible total	1385 m2

Modalidad de Construcción

Llave en mano	100%
Tiempo estimado de Obra	24-28 meses
(Ver <u>Diag. Gantt</u>)	
Costo estimado de construcción	\$ 8.368.162
(Ver <u>Diag. Gantt</u>)	

Figura 110 – Hoja Tecnica de input del proyecto

y a efectos de contar con información detallada de la inversión en la obra, se presupuestarán los diferentes rubros involucrados mediante la elaboración de un diagrama de Gantt con el cronograma de obras y los desembolsos que deberán realizarse “mensualmente” de acuerdo al avance de las obras. (Se analizará detenidamente en *Análisis Económico y Financiero*)

La modalidad de construcción del emprendimiento se llevará a cabo bajo la modalidad “llave en mano” a cargo de una empresa constructora de primera línea (ver equipo).

Los Boleto de Compra-Venta que se celebren tendrán estipulado un “precio fijo” con cuotas redeterminables por un índice emergente de la Cámara Argentina de la Construcción con un pago inicial del 20-40% y cuotas de entre 22 y 30 meses. Del estudio de mercado surgirán los valores de venta de las unidades funcionales a efectos de poder construir el flujo de fondos.

10. COSTOS

10.1. Breve análisis

A modo muy sintético se considera conveniente una contabilización mensual para controlar la gestión. Los costos “correctos” de un periodo (mes) estarían dados por la sumatoria de los siguientes costos:

- a) CORRIENTES: se dan en un mes y corresponde a “ese” mes. Ej.: Sueldos y jornales
- b) PREVISTOS: formalmente “no ocurrió” pero lo tengo que considerar costo. Ej.: S.A.C. el empleado lo cobra en los meses de Junio y Diciembre de cada año, pero es una porción de cada mes que corresponderá contabilizar.
- c) DIFERIDOS: erogación que se produce en un mes, pero también corresponde a meses posteriores. Ej.: Pago de un Seguro, que involucra un semestre pero lo pago en tres cuotas.

Como colorario de esta simple introducción al tema, se concluye que los costos correctos de un periodo para controlar la gestión comprende la suma de los costos corrientes, previstos y diferidos, para lo cual tendré que tener muy bien devengados a los mismos.

10.2 Clasificación

El Cálculo de Costos se integra al sistema de informaciones indispensables para la gestión de una empresa. El análisis de los costos es sumamente importante, principalmente desde el punto de vista práctico, puesto que un mal cálculo puede acarrear riesgos para la empresa, e incluso, como ha sucedido en muchos casos, llevarla a su desaparición o no cumplir con el objetivo propuesto. Conocer no sólo que pasó, sino también dónde, cuándo, en qué medida (cuánto), cómo y por qué pasó, permite corregir los desvíos del pasado y preparar una mejor administración del futuro, más aun si deseamos llegar a ser una empresa líder del sector.

Esencialmente se utilizará para realizar la siguiente tarea:

1. Sirve de base para calcular el precio adecuado de los productos y servicios.
2. Utilizar como instrumento de planificación y control.

Concepto de costo: Costo es el sacrificio, o esfuerzo económico que se debe realizar para lograr un objetivo. El costo es fundamentalmente un concepto económico, que influye en el resultado de la empresa.

El desembolso es un concepto de tipo financiero, que forma parte del manejo de dinero. Su incidencia está relacionada con los movimientos (ingresos y egresos) de caja o tesorería.

Uno puede comprar un insumo mediante un pago en dinero (erogación), pero hasta que ese insumo no sea incorporado al producto que se elabora y luego se vende, no constituye un costo. Es un desembolso.

Hay bienes que se compran y que se utilizan en el sistema productivo, pero que no se incorporan al producto como insumo, sino que se utilizan durante un tiempo para ayudar en su elaboración.

Por ejemplo: maquinarias, equipos, instalaciones, bienes de uso, etc.

A estos bienes se les practica lo que se denomina amortización o depreciación, por un importe que está relacionado con su vida útil, el desgaste, la obsolescencia técnica, etc.; y se carga dicho importe en forma proporcional al producto. Esto constituye un costo, aunque el desembolso se hizo en el pasado.

Nuestro cuadro general de partida para el análisis es el siguiente:

COSTOS de CONSTRUCCIÓN	\$ 8.368.162,00 *
COSTO del TERRENO	\$ 3.274.992,00 **
Proyecto y Direccion de OBRA	\$ 418.408,10
COMERCIALIZACIÓN	\$ 167.363,24 ***
Total	\$ 12.228.925,34

(*) Base: Presupuesto de E. Constructora

(**) VALOR de MERCADO (terreno)

M2 Terreno	567
Valor convalidado por mercado/m2	USD 760,00
Dólar celeste	\$ 7,60
Costo del Terreno	\$ 3.274.992,00

(***) Estimado

Figura 111

Se considero como valor de terreno, al costo de reposición o mercado

10.2.1. Costos por FUNCION

Es necesario clasificar los costos de acuerdo a categorías o grupos, de manera tal que posean ciertas características comunes para poder realizar los cálculos, el análisis para posteriormente presentar la información que puede ser utilizada para la toma de decisiones.

Clasificar un costo por función es agrupar actividades que se relacionan con una función específica.

En nuestro caso tendremos PRODUCCIÓN (costos relacionados con la construcción del edificio) y COMERCIALIZACIÓN como funciones principales según el siguiente detalle:



Figura 112

Es siempre complementaria de la clasificación por naturaleza (costos por cuenta contable). Y es conveniente porque permite particionar a la “empresa” en segmentos o áreas y poder evaluarlas e identificar a sus responsables. Son considerados centros de inversión.

En el emprendimiento los costos por producción están relacionados con los pagos efectuados a la empresa constructora.

10.2.2. Costos por NATURALEZA

Las cargas según su naturaleza consiste en diferenciar de acuerdo con las condiciones intrínsecas de cada una de las erogaciones, es decir son clasificadas mediante la identificación de la causa que ha motivado su aparición.

Si bien los costos por FUNCION y NATURALEZA se complementan, hay que tener en claro que:

FUNCION: es centro de COSTOS
NATURALEZA: es cuenta contable

En el emprendimiento, al contratarse una empresa constructora, se adjunta como Anexo un detalle de los ítems involucrados, pero los pagos efectuados a la misma se cargaran al activo como bienes de cambio.

10.2.3. Costos por VARIABILIDAD

Partiendo de la siguiente estructura de costos totales se analizaran los costos por su variabilidad

COSTO del TERRENO	\$ 3.274.992,00
COSTO TOTAL de Produccion	\$ 8.786.570,10
COSTO TOTAL de Comercialización	\$ 167.363,24
TOTAL	\$ 12.228.925,34

Figura 113

Si necesitáramos presupuestar para fijar un precio determinado, podríamos prescindir de una apertura de costos por su variabilidad. Pero cuando necesitamos el costo para algún objetivo diferente como es tomar decisiones necesitaremos apertura de costos en FIJOS y VARIABLES (no analizaremos los semivariables o semifijos -muy importantes en la construcción- que si será relevante su análisis para control de gestión).

COSTOS VARIABLES

Son aquellos costos cuya magnitud cambia en razón directa al volumen de las operaciones realizadas. Dicha actividad puede ser referida a producción o ventas: los costos cambian de acuerdo con la función de producción, y las comisiones de acuerdo con las ventas

1. PROPORCIONALES

Son aquellos que si aumenta la cantidad, aumentara en la misma proporción su costo. Ejemplos típicos en construcción son los Materiales y la Energía Eléctrica.

2. REGRESIVOS

Dado que es "raro" que los costos se comporten linealmente aparecen los regresivos, cuyo costo disminuirá a mediada que aumento las unidades de compra. Ejemplo en la industria de la construcción esta dado por las bonificaciones por volumen que obtiene el que compra, por aprovechamiento de las economías de escala; tendremos más volumen, más costos, pero menos que proporcionales.

3. PROGRESIVOS

Son los llamados costos "raros". A contrario sensu del anterior a mayor volumen tendré mayores costos pero más que proporcionales. Ejemplo claro es la energía eléctrica, me castigan por ser ineficiente, por un exceso de consumo.

Como conclusión la industria de la construcción tiene un "diferencial" a nuestro favor en aprovechar al máximo la ESCALA por la regresividad de los costos asociados.

Se "estimó" que los costos variables por materiales, mano de obra y cargas sociales se mueven en un rango que va entre 40-50% del precio de venta u 80 al 90% de los costos de producir la obra (Costo presupuestado de la E. Constructora), resultando la siguiente estructura para la resolución de las consignas:

Estimacion de COSTOS VARIABLES			
Departamento/Ambientes	2 Amb	1 Amb	3 Amb
Precio de VENTA por M2	\$ 16.000,00	\$ 13.000,00	\$ 19.000,00
Costo VARIABLE (% como funcion del precio de venta)			
Produccion	39,13%	47,47%	33,84%
Ventas	1,00%	1,00%	1,00%
Costo VARIABLE "en Pesos"			
Produccion	6260,80	6171,10	6429,60
Ventas	160,00	130,00	190,00

Figura 114

Por último los costos fijos son aquellos que están en función del tiempo, o sea, no sufren alteración alguna, son constantes, aún cuando se presentan grandes fluctuaciones en el volumen de producción, entre estos tenemos: alquiler de fábrica, depreciación de bienes de uso en línea recta o por coeficientes, sueldo del contador de costos, seguros, sueldos y salarios del portero, etc. Es decir, son aquellos gastos necesarios para sostener la estructura de la empresa y se realizan periódicamente. Dentro de los costos fijos existen:

- De CAPACIDAD o “rígidos”: son aquellos que poco o nada puedo hacer para modificarlos. Por ejemplo Amortización de equipos
- De OPERACIÓN tienen que ver con Empresa en marcha: son aquellos que sin eliminarlos por completo, puedo hacer algo para modificarlos. Por ejemplo renegociar sueldos
- PROGRAMADOS son los “menos rígidos” y su existencia o no dependen de una decisión política. Por ejemplo, el gasto en una campaña publicitaria o de un consultor.

Las ventas proyectadas se dividieron en:

Zona	Usos Permitidos	Superficie inicial m2	Superficie Vendible m2	Total Unidades	m2/Dpto promedio
R3	Residencial Multifamiliar	Frente	778	12	65
		Contrafrente	420	15	28
		Frente	102	1	102
			1300	28	

según [Estudio de Mercado](#)

Precio de Venta \$/m2	Precio Unidad \$	Venta total (\$) Estimada	Costo de Construcción	Costo de Construcción Dpto	Porcentaje	Costo TOTAL Construcción
\$ 16.000,00	\$ 1.037.333,33	\$ 12.448.000,00	6.959,50	451.207,58	61,62%	\$ 5.414.491,00
\$ 13.000,00	\$ 364.000,00	\$ 5.460.000,00	6.325,85	177.123,80	30,24%	\$ 2.656.857,00
\$ 19.000,00	\$ 1.938.000,00	\$ 1.938.000,00	7.012,00	715.224,00	8,14%	\$ 715.224,00
		\$ 19.846.000,00			100,00%	\$ 8.786.572,00

Figura 115

Los precios de venta fueron establecidos como “precios” de lanzamiento en función a los valores de venta de emprendimientos que actualmente compiten con Brisamar (ver Estudio de Mercado) o incluso ya finalizada su comercialización.

Surge que las ventas estimadas presupuestadas son de \$ 19.846.000 (diecinueve millones ochocientos cuarenta y seis mil) sin contar las cocheras

10.3. Análisis del punto o “zona” de EQUILIBRIO

En la época artesanal, la primera metodología de costeo era el costeo variable. Pero a partir de la Revolución Industrial y de la formación de la empresa moderna (con la incorporación de maquinarias, equipos y edificios) aparecen los costos de estructura y con ellos el costeo por absorción o integral, que empieza a ser la metodología de uso habitual y corriente para el cálculo de los costos.

En 1936 empezó a difundirse el costeo directo, denominado hoy-con más propiedad- costeo variable; luego la Segunda Guerra Mundial impuso una pausa que duro varios años. Por ello su real desarrollo comenzó a plasmarse a fines de la década del cuarenta.

El análisis del cálculo del “punto” de equilibrio (para nosotros “zona”) se basa en el costeo variable fundamentado en el comportamiento o sensibilidad que muestran los costos frente a los cambios en el volumen de actividad, separando los costos en fijos y variables sin importar si son directos o indirectos. Mal llamado “costeo” marginal, pues se confunde con el concepto que tiene en economía el costo incremental de producir una unidad adicional, las ventajas de su uso radican en que:

- Brinda información particularmente útil en todos los procesos de análisis de costos con fines decisorios.
- Brinda información “comprensible” para niveles directivos por su estructura lógica matemática
- Tiene como punto de partida la separación de costos de conformidad con su comportamiento frente a cambios en el nivel de actividad
- Aptitud de la información para efectuar análisis de COSTO-VOLUMEN, marco bajo el cual se maneja toda la información interna y externa de la empresa; pues modificando costos, precios y niveles de ventas se obtienen decisiones importantes para el futuro permitiendo a la dirección planear las utilidades y específicamente en este trabajo calcular a partir de que nivel paso a ganar.

Supuestos del modelo

Los supuestos del modelo, tal como expresan Backer y Jacobsen y Anderson y Raiborn son:

1. La mezcla de ventas permanece constante: las proporciones de venta de cada línea de productos se mantendrá en la realidad, tal como había sido pronosticada.
2. Los precios de los productos no varían en los distintos niveles de actividad: Si los precios de los artículos se modificaran se vería afectada la relación CVU. Suponemos que se actúa en un mercado de competencia perfecta; nunca voy a saturar el mercado.
3. Los costos variables unitarios (M.P y M.O) permanecerán constantes: O sea que en la realidad los costos serán iguales a los proyectados.
4. La capacidad de planta permanecerá constante.
5. La eficiencia de planta será igual a la pronosticada: las modificaciones en los niveles de eficiencia afectan los resultados de la relación CVU.
6. Los costos se clasifican en Fijos y Variables: En los costos para toma de decisiones solo existen dos clasificaciones por tipo de variabilidad: costos fijos y costos variables. Si tuviera costos semifijos en el análisis voy a tener más de un punto de equilibrio en el gráfico. Los semivariables deben segregarse, a pesar de que prestigiosísimos autores como Vázquez consideran que no. De no efectuar esta clasificación, en un gráfico puede presentarse que tengamos más de un punto de equilibrio.
7. La empresa vende todo lo que produce: es decir que se opera sin políticas de stock.
8. No hay inflación ni estacionalidad.
9. Las funciones de ingresos y costos son lineales

Para el caso planteado, sin considerar los impuestos y otros costos menores (se calcularan en detalle en Análisis económico y financiero) la zona de equilibrio se alcanza, según se muestra como sigue:

			Departamentos				
Ventas proyectadas		Tamaño Dpto m2	Precio/m2	2 Ambientes	1 Ambiente	3 Ambientes	RESULTADO
VENTAS							
2 AMBIENTES	9	65	\$ 16.000,00	\$ 9.336.000,00			\$ 9.336.000,00
1 AMBIENTE	8	28	\$ 13.000,00		\$ 2.912.000,00		\$ 2.912.000,00
3 AMBIENTE	0	102	\$ 19.000,00			\$ -	\$ -
VENTAS TOTALES							\$ 12.248.000,00
C.V.Produccion							
2 AMBIENTES	9	65	\$ 6.260,26	\$ -3.652.861,71			\$ -3.652.861,71
1 AMBIENTE	8	28	\$ 6.170,87		\$ -1.382.275,92		\$ -1.382.275,92
3 AMBIENTE	0	102	\$ 6.428,47			\$ -	\$ -
C.V.Ventas							
2 AMBIENTES	9	65	\$ 160,00	\$ -93.360,00			\$ -93.360,00
1 AMBIENTE	8	28	\$ 130,00		\$ -29.120,00		\$ -29.120,00
3 AMBIENTE	0	102	\$ 190,00			\$ -	\$ -
COSTO VARIABLE TOTAL							\$ -5.157.617,63
CONTRIBUCION MARGINAL							\$ 7.090.382,37
Costo TERRENO							\$ -3.274.992,00
C.F.Produccion							\$ -3.751.432,47
C.F.Ventas							\$ -44.883,24
UTILIDAD							\$ 19.074,66

Figura 116

Si consideramos "al emprendimiento" analizado como POLIPRODUCTOR (con departamentos de 2 amb, 1 amb y de 3 amb), se parte del supuesto que hay distintos productos que tienen distintos porcentajes de contribución marginal

Análisis VERTICAL

VENTAS	100,00%	\$ 12.248.000,00
CV TOTAL	40,80%	\$ -4.997.774,20
CMG	59,20%	\$ 7.250.225,80
Costo TERRENO	26,74%	\$ -3.274.992,00
C.FIJOS TOTALES	32,30%	\$ -3.956.159,14
UTILIDAD	0,16%	\$ 19.074,66

COSTO TOTAL \$ 12.228.925,34 \$ -

Indicadores de Equilibrio

En PESOS

(\$)Costos FIJOS \$ 7.231.151,14 \$ 12.215.776,67
(%)CMG 59,20%

ZONA de EQUILIBRIO en m2, se llega

Si vendo \$ 12.215.776,67 que representan a 1 808 m2 según mezcla de venta determinada

En PORCENTAJE

(\$) Costos FIJOS \$ 7.231.151,14 99,74%
(%) CMG \$ 7.250.225,80

ZONA de EQUILIBRIO en % de VENTAS, se llega

Si vendo \$ 12.215.776,67

- a) Por arriba de ese porcentaje comienzo a ganar
- b) Por debajo no cubro los costos TOTALES

Figura 117

El equilibrio se alcanza si vendo 9 (nueve) departamentos de 2 Amb. y 8 (ocho) de 1 Amb según

la estructura de costos variables y fijos que surgen de una *estimación* y cuya mezcla en el monto de ventas es la siguiente:

Mezcla VENTA m2	Mezcla VENTA %
583,50	72,26%
224,00	27,74%
0,00	0,00%
807,50	100,00%

Si consideramos que cada "producto" (Departamento) tiene distinto porcentaje de contribución marginal, entonces la contribución marginal unitaria estará dada por el siguiente cálculo:

Departamento	2 Ambientes	1 Ambiente	3 Ambientes	TOTAL
Ventas	\$ 9.336.000,00	\$ 2.912.000,00	\$ -	\$ 12.248.000,00
m2	583,50	224,00	0,00	807,50
CV Produccion	\$ -3.614.172,74	\$ -1.261.121,46	\$ -	
CV Ventas	\$ -93.360,00	\$ -29.120,00	\$ -	
CMg	\$ 5.628.467,26	\$ 1.621.758,54	\$ -	\$ 7.250.225,80
CMg (%)	0,603	0,557		
CMg unitaria	\$ 9.646,05	\$ 7.239,99		
Precio m2 venta	\$ 16.000,00	\$ 13.000,00	\$ 19.000,00	

Comprobacion

<u>MG de contribucion promedio por u (m2)</u>	Cont.MG Total	\$ 7.250.225,80	59,20%
	Ventas TOTALES	\$ 12.248.000,00	

<u>Pto EQ</u>	Costos Fijos totales	\$ 7.231.151,14	\$ 12.215.777 (*)
	Cont MG promedio	0,59195	

(*) Diferencia se debe a que no estamos en "punto" de equilibrio sino en ZONA de EQUILIBRIO
Se deberá vender \$ -32.223,33 mas para llegar al punto de equilibrio, lo que podría lograrse

- a) Subiendo el precio de venta de un departamento
- b) Buscar otra mezcla de venta

Figura 118

10.4. Conclusiones

Cuando hay varios productos, el punto de equilibrio se debe calcular para una mezcla de ventas, es decir suponiendo que la participación porcentual de cada producto respecto de las ventas totales se mantiene constante. SI CAMBIA LA MEZCLA DE VENTAS TAMBIEN CAMBIA EL PUNTO de EQUILIBRIO.

En el caso analizado, la zona de equilibrio se alcanza con la venta de 807,5 m2 representativa de 583,5 m2 de la topología de 2 Ambientes y 224 m2 de departamentos chicos.

Convendrá acelerar la venta de aquel producto, en este caso departamentos que tengan mayor porcentaje (%) de contribución marginal dado que permitirá absorber con mayor rapidez los costos fijos del emprendimiento; en el caso planteado conviene agilizar la venta de los de 2 Ambientes. Se define como esquema general

Modalidad de Venta		
Instrumento	Reserva	
	Boleto de Compra venta	
Financiacion		
Reserva		5%
Anticipo	Suscripcion Boleto	25%-30%
Cuotas		22-30
Moneda		Pesos
Redeterminacion		Indice CAC

11. MARKETING Inmobiliario

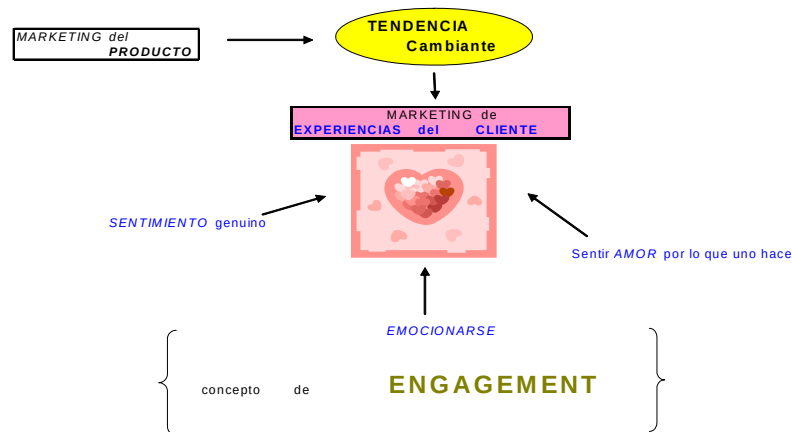
11.1. Introducción

Hoy en un mercado con oferta variada, amplia y competitiva es crucial saber para quienes estamos desarrollando y esto incluye entender sus requerimientos y formas de habitar, para volcarlo posteriormente a nuestro producto y tratar de recrear en cierta medida el conjunto esperado de atributos sin un costo adicional con las especificaciones suficientes y necesarias.

El eje perseguido en el diseño de Brisamar es agregar valor, marca, concepto, categoría y prestigio que permitan eficientizar eficazmente el resultado económico del producto resultante.

Por oposición a un commodity, cuyo valor esta definido y arbitrado por el mercado sin importar la marca, producto o lugar de fabricación; el valor de un producto inmobiliario hay que crearlo dotándolo de un aspecto diferenciador, que se perciba como escaso, de categoría y que coincida con la expectativa del consumidor potencial o buscado. *Esta es nuestra lógica a seguir.*

HAY QUE VENDER UNA EXPERIENCIA



La tendencia de crear productos únicos es algo muy valorado en la medida que subimos en la pirámide socioeconómica y solo se logra con amor, sentimiento y a través de compartir emociones con el potencial comprador.

Para definir el producto inmobiliario debemos claramente conocer quien lo consumirá. Y si cada cliente construye una determinada estructura óptima del producto, LOS ATRIBUTOS SERÁN ESA ESTRUCTURA.

Estructura cuyo contenido inicial estará dado por las *especificaciones y calidades*.

En cuanto a las especificaciones (ver Estudio Técnico) se dotará al emprendimiento de características distintivas que puedan ser percibidas por el potencial consumidor, como por ejemplo diseño con enfoque en cuestiones ambientales y tecnológico relacionado con la seguridad y accesos gratuitos a cables y wi-fi en cuanto a las calidades, para garantizarla se prevé la contratación de una empresa líder del sector como es COARSA empresa local de primerísimo nivel en cuanto a construcciones de este tipo.

Respecto a la valoración de atributos por orden de importancia, el resultado de nuestra estimación es la que continúa:

- i. Ubicación del emprendimiento: su localización en un barrio tradicional de la ciudad, la vista plena al mar y ver la postal característica de Mar del Plata desde su emplazamiento es uno de los aspectos característicos.
- ii. Monto de cuota: se dividirá al proyecto en etapas aplicándose relación consolidación/precio
- iii. Grupo humano: como ya se aclaró, la falta de experiencia *no de la actividad en sí misma sino* por envergadura del proyecto, fue subsanada

mediante la elección de un grupo humano de prestigio que roce la excelencia:

1. Comercializadora: GIROMINI Propiedades
 2. E. Constructora: COARSA Obras
 3. Escribano interviniente ATKINSON Leandro (Presidente del Colegio de Escribanos a nivel local)
 4. Profesional firmante de la Obra: Mg.Ing. COMPANY Sergio Alejandro
 5. Administrador: Cdor COMPANY Gustavo Ruben
- iv. Experiencia del desarrollador: Seminarios, cursos y un MDI en curso, más una amplia experiencia en la Ciudad de Mar del Plata como Asesor de Seguros y Cdor avalan al grupo humano en su conjunto.
- v. Diseño de la unidad: fue especialmente diseñado para que su combinación con el entorno y las características diferenciadores del emprendimiento dibujen un edificio que sea emblema del cruce de las Avdas Estrada y la culminación del B° Constitución
- vi. Entorno: se dibuja un paisaje distinto no solo cada día sino en cada momento
- vii. Vida sana: la frescura del mar y su cercanía con el *espacio verde de Parque CAMET*, transforman al emprendimiento en único
- viii. Espacio verde: combinado con la cercanía al mar el verde y el celeste serán colores característicos de nuestro producto.

11.2. Conceptos de marketing aplicados al emprendimiento

Comunicación

Cuanto mayor se aproxime al óptimo buscado, más aceptada será la propuesta en relación a la competencia. El cliente HOY ES SELECTIVO Y EXPERTO, analiza quienes están tras su desarrollo (variable crítica para Brisamar) y el producto en la misma medida.

Según Ortolá Gustavo⁶⁰ la estrategia competitiva se basa en el foco (por oposición a la multiplicidad de ofertas sin un sentido o eje), *habrá que enfocar al cliente* y especializar el producto o servicio en función a el.

Segmentación es enfocar la atención en un grupo (ver Segmentación). No hay información estratégica más importante que conocer los segmentos que componen el mercado.

AL PERSEGUIR SEGMENTOS EN LUGAR DE MERCADOS ENTEROS tendremos más posibilidad de ofrecer valor a los clientes y de obtener el máximo de recompensa por prestar atención a las necesidades específicas del consumidor; SEXO, NIVEL DE EDUCACION, EL NIVEL DE INGRESO O LA EDAD, son importantes *pero no suficientes* a la hora de identificar las expectativas de cada cliente o segmento, acota el experto.

NUESTRO MERCADO O TARGET

*Edificio Brisamar
Producto inmobiliario segmentado en un grupo objetivo de medianos-altos ingresos
Con una relación acorde entre
producto-calidad
Frente al mar*

La segmentación psicográfica, que revisa los atributos relacionados a los pensamientos, sentimientos y conductas de las personas, también es muy importante analizarlo, aunque de difícil medición, intenta explicar porque las personas se comportan de la manera que lo hacen para lo cual, una preparación previa del grupo de ventas con un experto será clave al momento de lanzar el producto a los canales de comunicación.

La segmentación es un análisis que puede ayudar para la definición de los amenities o servicios comunes de un edificio, para lo cual primero habrá que SEGMENTAR y luego definir la ESTRATEGIA ESPECIFICA y ACCIONES TÁCTICAS para lograr su atención.

⁶⁰Marketing para desarrollos inmobiliarios.D.Tabakman.Bienes Raíces. Ediciones BRE. Septiembre 2013

La segmentación es la plataforma de planeamiento para la posterior confección de los distintos programas tácticos.

Programas que conformarán la estrategia competitiva

ENFOQUE Y SEGMENTACION

El comprador compra para si mismo, para alquilar, para invertir, compra por una cuestión impositiva, esto debe considerarse como condición previa. Para estos últimos tres tipos de clientes habrá que generar productos de alta-gama (escasos sin reposición) en ubicaciones Premium (último en sufrir crisis y primero en recuperarse).

Es decir, desarrollos de categoría en ubicaciones privilegiados; si bien Brisamar reúne el sustantivo de desarrollo de categoría y en una ubicación privilegiada, no la de PREMIUM. Dado lo cual al momento de reunir características distintivas, estas no podrán faltar.

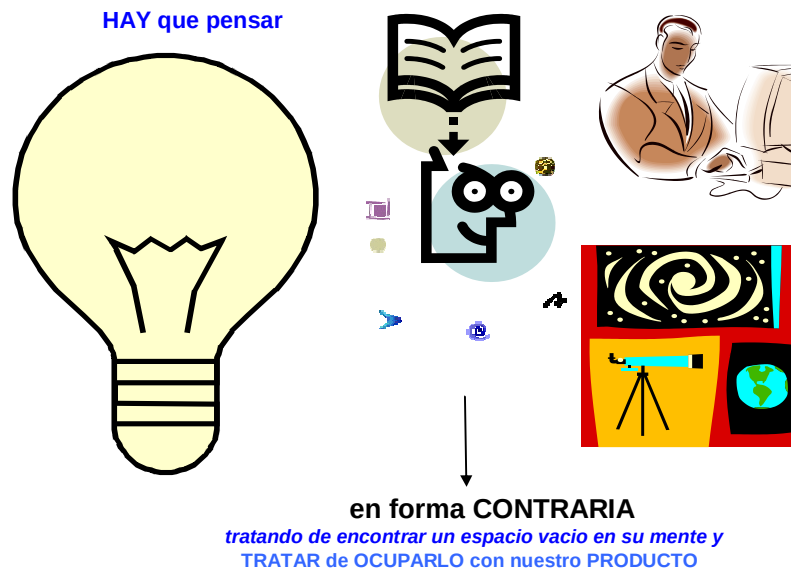
La segmentación es la base del POSICIONAMIENTO

POSICIONAMIENTO

Es la consecuencia de la segmentación y la diferenciación. Ocurre en la mente del cliente y es el lugar que el consumidor le da a nuestra oferta.

Es lo que la propuesta logra en la conciencia del público.

AL RIES fue el padre de este concepto. El posicionamiento se aplica para diferenciar nuestra oferta y asociarla a los atributos esperados o deseados por el consumidor.



Una de las acciones psicológicas que se persigue es *transmitir una experiencia distintiva con una lógica alejada del común imaginario*. Por ejemplo, ante una publicación en un diario de amplia circulación nacional, un llamado generará un contacto y generar en la cabeza del cliente un posicionamiento con una foto del entorno en la cual no falte el sol saliente del horizonte, activará los cinco sentidos que absorberán un envoltorio emocional que hará sentir que entendíamos cual era su necesidad para ocupar un espacio vacío en su mente

El posicionamiento se ancla en la segmentación y en la diferenciación.

IDENTIDAD de un producto se construye desde el posicionamiento en la mente del cliente, la identidad es la interpretación de los atributos que el cliente percibe de nuestra propuesta.

Trataremos de crear no solo un envoltorio incomparable por valor de reposición, sino por la posibilidad de pertenecer a este mundo. *Difícil pero no imposible*

PORQUE SE HIZO ASI?
Porque no de otra manera?
Esta es la cuestión a dirimir

Edward de BONO define “al pensamiento lateral” como un conjunto de métodos de pensar que permiten modificar conceptos, percepción e incrementar la creatividad.

HOY ESTAMOS OBLIGADOS A AGREGAR VALOR a nuestros productos o servicios si no queremos fracasar. En una economía de bajos márgenes y alta competencia, el valor del ticket se engrosa generando una *oferta segmentada con atributos diferenciales que logren un posicionamiento como líder de la categoría en la mente de nuestros clientes.*

LA MARCA INMOBILIARIA Brisamar

Decía Philips Kotler: que “el MARKETING es el arte de construir marcas. Si no eres una marca, eres una materia prima, un producto básico, en donde el precio lo es todo y el único ganador será el que produzca a menor precio. Una marca bien posicionada simplifica la decisión de compra



www.soltwin.com.ar

Se ha seleccionado el siguiente logo, como marca inmobiliaria y plataforma de lanzamiento del proyecto en si mismo, cuyo significado son la “s” de Sergio y la “g” de Gustavo (gemelos univitelinos y creadores de Brisamar) uniéndose en un proyecto para crear un concepto en el cual se define a:

Brisamar como un emprendimiento que conjuga todas las características que debería reunir un edificio de categoría: sencillez, profesionalidad, calidad y seriedad. Ingredientes que nos permitieron crear un concepto que nos acompaña en este camino de logro de objetivos medibles y rentables para el consumidor inmobiliario

NUESTRAS creaciones de productos inmobiliarios deberán incorporar la aplicación de marca como una estrategia fundamental para la segmentación, el posicionamiento, la expansión, la capitalización y la diferenciación de la oferta.

MARKETING táctico inmobiliario

Se utilizará toda la inteligencia comercial más toda la información disponible para el conocimiento del cliente, de los competidores y del mercado de la fase estratégica. Para transformar *todo lo antedicho* en un arma competitiva de nuestra empresa para el diseño de la táctica a seguir.

Trabajaremos en la definición de las famosas cuatro P del marketing táctico

PRODUCTO
PRECIO
PROMOCIÓN
PLAZA

El cliente es el centro de todo y la EMPATIA lo es más, por ello Ortolá Gustavo⁶¹, incorpora

PUBLICO OBJETIVO de nuestra oferta es la quinta P del marketing táctico

+

PROPOSITO misión conjunta de la compañía

⁶¹Ob. cit. 53. Pág. 188

Y analizándolas desde el punto de vista del comprador, cliente o consumidor, las seis “P” serán seis “C”:

Calidad intrínseca
Costo
Conveniencia
Comunicación
Colaboración
Compromiso

No solo se trata de plasmar una teoría como introducción a un tema que no llega a un resultado taxativo como en el aspecto económico o financiero, sino que extractamos lo que para nosotros no puede dejar de soslayarse y a partir de las seis “C” establecer el *Brief comercial del producto Brisamar*

11.3. BRIEF Comercial del producto Brisamar

- Descripción detallada del producto
- Listado de especificaciones
- Detalles de Diseño
- Antecedentes del grupo humano
- Planillas técnicas con medidas y unidades
- Terreno
- Precio y forma de pago
- Posicionamiento y *branding*
- Detalle de amenities y servicios comunes
- Servicios existentes en la zona
- Medios de transporte
- Concepto del producto ofrecido
- Análisis FODA del producto
- Análisis de la Competencia
- Estrategia de objeciones
- Desarrollo de la marca, naming e imagen corporativa
- Presentación del producto, material de venta
- Evaluación del negocio para diferentes tipos de situación (consumidores finales e inversores)

Soporte para el análisis de las objeciones (FODA)

Análisis FODA del proyecto

Fortalezas

-) Ubicación frente al mar
-) Bvard marítimo sobre el cual se emplaza el emprendimiento
-) Sector de edificación del proyecto es receptora de una importante inversión privada de emprendimientos de viviendas sumándose una importante inversión pública en mejoramiento y alumbrado de la Ruta 11, facilitando un tránsito vehicular fluido y directo
-) Alumbrado en toda la franja costera circundante al proyecto
-) Visuales inigualables del mar y postal característica de la Ciudad de Mar del Plata
-) Transporte público disponible
-) Productos inmobiliarios diversos en el entorno circundante, que si bien aumentan la oferta, consolidan la demanda por elección de consumidores inmobiliarios.
-) Proyecto único por la combinación de sustentabilidad, ambientes externos en toda su circunferencia, balcones amplios y amnities con vista panorámica.
-) Seguridad: circuito cerrado de TV garantizará junto con controles de acceso electrónico selectividad de ingreso al edificio.
-) Estudio de Mercado a disposición del potencial interesado
-) Plan de Negocios que avala el proyecto en su integridad, ya sea desde el punto de vista legal, económico, financiero y de riesgos.

Oportunidades

-) El sector norte se consolida como polo de emprendimientos privados con servicios comerciales en desarrollo, acceso cercano a Avda Constitución, Avda Estrada y Avda Tejedor, combinan el

uso para trabajar, vivir, descansar y entretenerse, todo esto frente al mar.

-) Potencialidad amplia en cuanto a consumidores inmobiliarios con ahorros en pesos sin destino que no puedan acceder a un crédito por diversas razones. Cuotificación hasta 30 meses es una oportunidad para pocos pero un atractivo para muchos.
-) Posibilidad amplia de arrendamiento en Invierno y Verano
-) Aumento poblacional aumenta demanda viviendas
-) AMPLIA VISUALIZACION del emprendimiento por encontrarse emplazado donde finaliza B° Constitución y cuya intersección de dos arterias lo catapultan como característica distintiva.

Debilidades

-) Inexperiencia del desarrollador en emprendimientos cercanos a los 2000 m2

Amenazas

-) La inflación ascendente es una amenaza para el consumidor inmobiliario
-) Pago de cuotas ajustables por el índice de la Cámara Argentina de la construcción pueden no coincidir con la inflación y/o el índice UOCRA cobrado por E. Constructora
-) Alta oferta de departamentos en pozo dispersa la atención de nuestro producto (calidad de la oferta varía pero el consumidor inexperto puede no percibirlo).
-) Lo anterior podría retardar la velocidad de venta del proyecto y amesetar precios por sobreoferta
-) Aumento del dólar podría afectar la rentabilidad del proyecto en su conjunto

Impulsores claves del emprendimiento

- Proteger el medio: Brisamar lo persigue a través de acciones concretas de cuidado del medio ambiente
- Conectarse con el consumidor desde la primera consulta, respondiendo en tiempo real a través de un Resumen Ejecutivo disipando *la mayoría de las dudas que podría llegar a presentarse. (Ver Anexo I)*
- Explorar y descubrir su interés a través de una calida comunicación tratando de interpretar sus dudas técnicas, económicas, financieras y experiencial.
- Expresar un estilo *propio es el eje perseguido en un todo*

Los productos inmobiliarios deben alinearse a satisfacer estos impulsores claves de consumo y Brisamar a través de una combinación exacta de calidad, seriedad, profesionalidad y un precio justo tratará de interpretar la lógica conceptual del consultante para que no solo compre por única vez sino que vuelva A SENTIR UNA EXPERIENCIA UNICA volviendo a comprar.

12. Organización LEGAL e IMPOSITIVA

12.1. Introducción

He y hemos (hablo en particular como redactor y en plural por la cantidad de bibliografía apuntada) tratando de desmenuzar la historia económica reciente de la Argentina y cuales son las variables más salientes y como interactúan.

A partir del 2001 la crisis desarticuló la estructura económica y política del país. Sin crédito externo, sin confianza en los bancos, sin confianza en los gobiernos y sin un verdadero mercado de capitales, los argentinos necesitaban adaptarse a formas nuevas⁶².

Como se señaló anteriormente, en un periodo en el cual la devaluación local y contexto internacional ayudaron, acompañado por un importante crecimiento del PBI a partir del 2003, con supeávits gemelos (fiscal y externo) y fuerte presencia del sector agropecuario; permitió que el ahorro interno creciera.

La inversión necesitaba de nuevos instrumentos, por bancos desprestigiados y descreimiento generalizado. El ahorro interno minorista se dirigió al mercado inmobiliario pero, consorcios al costo, sociedades de distintos tipos para organizar este tipo de emprendimientos conllevaban riesgos asociados que eran demasiado grandes como para que los asumieran pocos inversores.

Liderados por un desarrollador inmobiliario, las sociedades que construían para vender dieron paso a los desarrolladores que no asumían el riesgo del negocio sino que se atomizaba entre todos los participantes y aplicando adecuadamente la figura, los fideicomisos de tipo fiduciante beneficiario fideicomisario irrumpieron con fuerza.

⁶²Tratado de Fideicomiso. Liliana Molas. Editorial LA LEY. TOMO II Especial. Pág. 184

12.2. Análisis del negocio

El formato del emprendimiento inmobiliario es de “desarrollo”, que involucra adquirir la tierra, construir el edificio y vender las unidades. El análisis conceptual y estratégico involucra una mirada crítica a todo el plan de negocios.

En este punto, intentamos explicar las causas que motivaron utilizar la figura del fideicomiso y porque no “una” tradicional, como sería una sociedad anónima, una sociedad de responsabilidad limitada o una sociedad civil. La metodología es a través de una matriz FODA, que permite analizar la situación del proyecto desde el punto de vista de factores externos e internos, a efectos de observar debilidades, fortalezas, amenazas y oportunidades. Sin perjuicio de ahondar en cuestiones teóricas de fundamentación.

FIDEICOMISO		Fortalezas	Debilidades
		AGIL	Fiduciario no Profesional
		Flexible	No obligatoriedad de Confeccion de balances
		Afectacion Especifica	
		Patrimonio Separado de Afectacion	
		Fácil "acceso" a Rendición de Cuentas	
		No se necesita "affectio societatis"	
		No Quiebran	
		Disolucion "sencilla"	
		Oportunidades	Amenazas
		USO de la figura	Cambios Impositivos
			Vacios legales

SOCIEDADES		Fortalezas	Debilidades
SRL		Responsabilidad se limita al Patrimonio	Balance "aprobado" para abonar utilidades
SA			Constitucion "costosa"
S.Civil		Necesidad de "affectio societatis"	Inversores más pequeños "sin" poder de voto
		Negocio de Mediano y largo Plazo	Rígido proceso decisorio para toma de decisiones
		Mayor control	Quiebran.
		Acceso al mercado de capitales	Balances de Disolución, liquidación, para su cierre
			Extincion "compleja"
		Oportunidades	Amenazas
		Es conocida por la mayoría	Otras figuras más ágiles y sencillas

Figura 119- Análisis FODA: Fideicomiso vs Sociedades comerciales – Elaboración propia

Si bien hay que analizar cada caso en particular, sin caer en una única formula, como por ejemplo afirmar que todo emprendimiento inmobiliario debe estructurarse bajo la figura de un fideicomiso, Molas Liliana⁶³ desarrolla diferencias entre las sociedades y los fideicomisos:

1. Las sociedades tienen accionistas o socios, dependiendo del tipo societario, limitan o no su responsabilidad frente a terceros. Los socios son los aportantes, son los que tienen derecho a las utilidades y también al patrimonio remanente en caso de disolución y liquidación.
El fideicomiso tiene fiduciantes, beneficiarios y fideicomisarios que pueden o no coincidir en las mismas personas. Es decir que el fiduciante puede no tener derecho a las utilidades y los beneficiarios y/o fideicomisarios pueden no haber hecho aporte alguno.
2. Los socios aportan bienes, es decir que realizan una transferencia definitiva de dominio a favor de la sociedad y en el momento de la liquidación final reciben también el dominio pleno de los bienes remanentes.
En cambio los fiduciantes solo entregan la propiedad fiduciaria al fiduciario y luego de cumplido el objeto del contrato, éste entrega el dominio pleno a los fideicomisarios.
3. La relación entre socios esta basada en el “affectio societatis”. Para que eso se de es fundamental que los socios se conozcan y decidan realizar negocios juntos.
No existe tal relación entre las partes del negocio del fideicomiso.
4. Para que exista sociedad debe haber más de una persona por definición legal (“habrá sociedad cuando dos o más personas...”) mientras que *puede haber fideicomiso con una*

⁶³Ob. cit.62. pag. 209

sola persona como fiduciante beneficiario y fideicomisario.

5. Las sociedades se constituyen para durar largos plazos, siendo el máximo de 99 años, *mientras que los fideicomisos tienen objetos muchos más precisos, de consecución más corta y no pueden extenderse por más de 30 años.*
6. El administrador del patrimonio ajeno en la sociedad es el órgano que corresponde según el tipo de societario elegido (p. ej. Socio gerente de SRL, Director de S.A.) el que en ningún caso tiene derecho real alguno sobre el patrimonio societario. *Por el contrario en un fideicomiso el fiduciario es titular de un patrimonio autónomo, que no se confunde con el suyo propio, sobre el cual actúa como dueño.*
7. *El fiduciario recibe una manda con órdenes precisas* mientras que en las sociedades los socios deciden el objeto social y luego delegan en el órgano de administración a través de las amplias facultades, la forma de llevarlos a cabo.
8. La sociedad es una persona de derecho. *El fideicomiso es un contrato. El patrimonio de afectación es un efecto de ese contrato que, de acuerdo con la legislación de fondo, no es persona, es decir que no puede adquirir derechos ni contraer obligaciones.*
9. Las sociedades realizan actividades. Salvo la sociedad accidental y/o en participación, las sociedades no se constituyen para realizar un acto único. *Los fideicomisos se celebran para realizar actos aislados, o la consecución de una obra, o la simple guarda de bienes, entre otros objetos.*
10. *Al ser el fideicomiso un contrato abierto, permite una enorme flexibilidad en la organización de distintos negocios con distintos partícipes, con diferentes derechos y obligaciones, con diferentes órdenes de prelación para ejercerlos, etc., que las sociedades no los tienen.*

Por otro lado Burman Guillermo⁶⁴ incluye una referencia al contrato de fideicomiso como vehículo alternativo a la sociedad comercial para el desarrollo de negocios. Aclarando que tradicionalmente, los emprendedores encontraban (y encuentran) en la sociedad comercial una herramienta para *limitar el capital a riesgo en cada nuevo proyecto*, facilitando de ese modo la atracción de inversores. Sin embargo, el uso de una estructura societaria para proyectos específicos y limitados en el tiempo, implicó (e implica) diversos trastornos que los hombres de negocios tuvieron (y tienen) que superar. El primero de ellos es la necesidad de contar con un socio con quien compartir el proyecto. Tanto la constitución como la liquidación de una sociedad comercial implican procesos formales, costosos y engorrosos (y esto sin considerar los trámites registrales ante registros públicos que suelen hacer de las formas la esencia y dificultar así el desenvolvimiento de los negocios).

El funcionamiento cotidiano de una sociedad comercial y las diversas normas que se aplican (muchas de ellas de orden público) la convierten en una herramienta compleja y costosa de administrar.

La capacidad para utilizar de manera eficiente las oportunidades que brinda el ordenamiento jurídico constituye una de las claves del éxito en los negocios. Premisa que utiliza el autor, para describir las diferencias más relevantes entre la sociedad comercial y el fideicomiso, este último, caracterizado por su flexibilidad y amplio margen de libertad contractual (*numerus apertus*) que permite al abrigo del artículo 1197 del Código Civil. Entre las principales diferencias detalla:

- *Constitución:* forma de su creación. Mientras que la sociedad comercial debe ser inscripta en el Registro Público de Comercio y requiere del cumplimiento estricto de las formalidades establecidas en la LS⁶⁵, en el caso del fideicomiso este existe desde el momento de la celebración del contrato y podrá optarse la utilización de instrumento público o privado, rigiendo el principio de autonomía de la voluntad para fijar las pautas que regulen las relaciones internas, respetando los límites legales de los arts. 2 y 4 Ley 24.441 (LF)
- *Objeto:* la LS establece que el objeto de la sociedad debe ser *preciso y determinado*⁶⁶ a lo que se suma el requisito de ser *restringido* en caso de aplicación de reglamentaciones tales como aquellas del Registro Público de Comercio de la C.A.B.A.⁶⁷. El fideicomiso por su parte no tiene otra limitación que sujetarse a los límites del contrato, el cual debe determinar los bienes fideicomitados que estén allí determinados. Se ve facilitada,

⁶⁴Ob. cit.62. pag. 712 y sig.

⁶⁵Ley de sociedades comerciales. Art. 5,11 y 13 LS.

⁶⁶Art. 11, inc 3, LS.

⁶⁷Resolución IGJ 9/2004

entonces, la canalización de inversiones que prevean diversas actividades en un mismo vehículo.

- **Pluralidad de partes:** la LS establece que toda sociedad debe contar al menos con dos socios mientras el fideicomiso puede contar con un solo fiduciante y con un solo beneficiario. Se permite a un sujeto aislar un patrimonio de afectación para un emprendimiento específico, *sin tener que conseguir un socio* con el objeto de obtener la protección.
- **Administración y representación:** el régimen de administración y representación legal de la sociedad esta reglado en la LS y su estatuto inscripto, mientras que en el fideicomiso las partes que lo constituyen pueden establecer y limitar las atribuciones y capacidad del fiduciario, pudiéndose constituir comités que condicionen y aprueben actos.
- **Responsabilidad:** la responsabilidad de los administradores sociales se evalúa teniendo en cuenta el principio de lealtad y diligencia de un buen hombre de negocios⁶⁸. En cuanto a la responsabilidad del fiduciario establece un parámetro similar, según art. 6 LF. El art. 274 LS, establece, además como un principio complementario, que los directores responden *por cualquier daño producido por dolo, abuso de facultades o culpa grave*. El art. 7 LF, por su parte dispone que la culpa o el dolo en que incurra el fiduciario o sus dependientes *no es dispensable*. Sin embargo, existe consenso respecto en que hay flexibilidad para establecer en el contrato de fideicomiso los alcances de su responsabilidad. Tal como lo señala Carregal⁶⁹, se trata de una cláusula de indemnidad pactada a favor del fiduciario en el contrato de fideicomiso, lo cual no debe interpretarse como un intento del fiduciario de liberarse de obligaciones indelegables, sino *más bien como una herramienta para dejar en claro el alcance de su compromiso y hacer transparente su función contractual*.
- **Capital:** las sociedades de capital deben contar con un capital mínimo exigido por ley, tanto el régimen de aumento como de reducción de capital, establece cláusulas estrictas y formas específicas indelegables. Lo mismo ocurre con la imposición de requisitos para la distribución de dividendos. Así, en virtud del art. 68 LS, para que una sociedad pueda distribuir las utilidades deben existir ganancias líquidas y realizadas que surjan de un balance aprobado según las normas vigentes. En el fideicomiso en cambio, es posible incorporar o desafectar bienes fideicomitados con el solo acuerdo de las partes y distribuir los beneficios que se obtengan según las pautas que el propio contrato establezca. Siendo esto último, una ventaja destacable del fideicomiso, puesto que permite evitar el proceso imperativo que establece la normativa societaria. Se trata de la convocatoria que deben efectuar los directores a reunión de socios o asamblea ordinaria, para que, en primer lugar, apruebe el balance, y en segundo lugar, y previo a atender las pérdidas de ejercicios anteriores, los honorarios de los administradores y las reservas, decida la distribución de los dividendos. Ello implica que hasta la aprobación de la asamblea los fondos correspondientes al dividendo pertenecen a la sociedad y, con la clausura de esta, el dividendo se transforma en un crédito de los accionistas con la sociedad⁷⁰. En cambio en un fideicomiso será el contrato el que determine las pautas para la distribución de las ganancias, que de ningún modo alguno esta condicionada en los términos de los dividendos de sociedades recién descriptos.
- **Liquidación:** el fideicomiso posee cierta facilidad para terminarlo. Así como para su constitución no posee formas especiales ni inscripciones registrales, su cancelación tampoco depende de aprobaciones administrativas ni tramites burocráticos.

El fideicomiso se presenta entonces como una alternativa dinámica y sencilla que permite aislar un patrimonio de afectación diferenciado de aquel del inversor, a la vez que facilita procedimientos de administración alternativa y eficiente que respondan a las particularidades propias de cada negocio.

Como colorario de todo lo expuesto, mi opinión es que no hay ni habrá una única forma de encuadrar a un proyecto inmobiliario, no es mejor la utilización de una figura en detrimento de otra.

Sino que habrá que evaluar cada caso en particular, en función a las necesidades de los participantes y magnitud del negocio en cuestión.

⁶⁸ Art. 59 LS.

⁶⁹ Carregal, Mario A., Fideicomiso: Teoría y aplicación a los negocios, Heliasta, Buenos Aires, 2008.

⁷⁰ BARRAU, Maria, "La distribución de utilidades", en Revista de las Sociedades y los Concurso, 2011, p.18.

12.3. Ventajas del fideicomiso⁷¹

12.3.1. Herramienta dócil para instrumentar negocios complejos

Uno de los mayores beneficios que destacamos es la mayor seguridad jurídica a inversores y terceros al constituir un patrimonio *determinado* separado del patrimonio de los fiduciantes y del fiduciario. No se procura obtener una ganancia en cabeza del fiduciario sino que se pretende establecer *un vehículo apto para canalizar un negocio concreto*.

12.3.2. Separación patrimonial. Vehículo de objeto específico

La protección legal a los bienes afectados al proyecto *no significa que los activos fideicomitados serán inmunes a los riesgos inherentes al proyecto en sí*. Por el contrario lo que permite esta figura es:

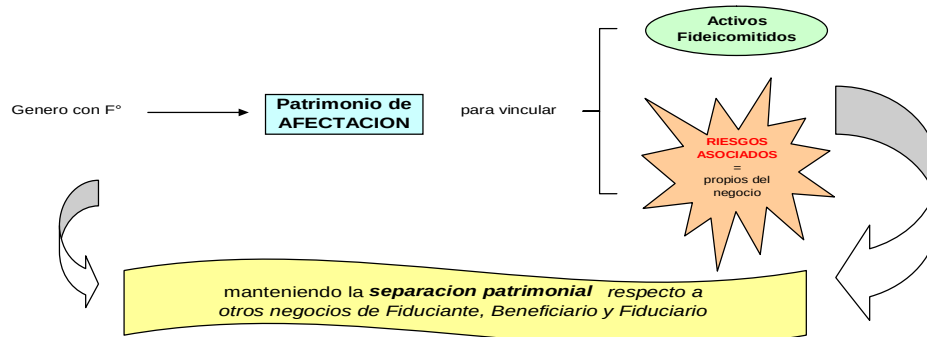


Figura 120 – Separación patrimonial de un Fideicomiso- Elaboración e interpretación propia

Ejemplificando, supongamos una E. Constructora (vehiculizada mediante una sociedad, ejemplo S.A. o S.R.L.) que esta desarrollando un edificio de viviendas y ha financiado una parte significativa de la construcción mediante la PRE-venta de unidades funcionales, como el caso analizado en esta tesis. Los fondos obtenidos por esta PRE-ventas, aun cuando exista algún compromiso contractual de la constructora de afectarlos al proyecto en cuestión, *ingresarán al patrimonio de la constructora* y formarán, entonces, parte de la prenda común de sus acreedores. Es en este contexto donde una *mala decisión, un accidente u otra contingencia* que pueda afectar significativamente alguno de los proyectos de la constructora, y por ejemplo requerir una necesidad inmediata e inesperada financiación, hará muy probablemente que los fondos de las PRE-ventas (vinculados a un proyecto específico puntual) se desvirtúen de sus fines originales y sean utilizados por la E. Constructora para sanear o aminorar la necesidad inmediata, con los riesgos no menores que puede traer aparejado no solo para la empresa sino para los compradores de buena fe.

Sin desconocer que existen diversos mecanismos contractuales que permiten mitigar o controlar este tipo de riesgos, lo cierto es que ninguno logra con tanta eficacia segmentar y encasillar riesgos como el fideicomiso.

Si el fideicomiso está adecuadamente estructurado y cada parte cumple con su rol, los fondos de la preventa y los demás activos del fideicomiso quedaran protegidos incluso frente al concurso o quiebra de la constructora lo que permitirá, aun debiendo reemplazarse a un actor crítico, la continuidad del negocio.

12.3.3. Financiabilidad

Ninguna estructura jurídica y menos un proyecto inmobiliario puede desinteresarse por el financiamiento del proyecto, es decir cuales serán los fondos que se utilizarán para llevarlo a cabo. En economías estables, la financiación bancaria suele ser la herramienta principal. En Argentina todos sabemos que dicha financiación es un recurso escaso, y por épocas directamente inexistente. Máxime cuando se trata de financiar proyectos en etapa de construcción, momento en el cual los riesgos asociados son mayores.

⁷¹ Ob. cit 62, pag 106 y sig

El mercado de créditos inmobiliarios, por lo general se focaliza en proyectos ya construidos y bajo la figura de créditos hipotecarios a individuos. En consecuencia, podrá ser una herramienta adecuada para la adquisición de inmuebles en el mercado secundario y en menor medida para financiar la compra de inmuebles nuevos o terrenos cuando los mismos se encuentren en un grado de avance tal que permita ser hipotecado. Estas alternativas dejan fuera a las nuevas construcciones y desarrollo de proyectos inmobiliarios *greenfield*⁷².

En este contexto es donde la figura del fideicomiso otorga la posibilidad al desarrollador de sustituir o reducir la financiación aportada por él mismo al facilitar la venta de unidades correspondientes al proyecto desde el momento en que se inician las obras incluso antes, como nuestro caso. Consecuentemente permite financiarse con ahorros en costos financieros.

La preventa, aun cuando no es privativa de este tipo de figura y/o proyecto, encuentra en el fideicomiso un vehículo muy adecuado por las garantías que otorga si se encuentra debidamente estructurado, pues garantiza la efectiva aplicación de dichos fondos al desarrollo del proyecto y el respaldo que otorga haber separado el inmueble sobre el cual se construye del patrimonio de los participantes del negocio.

12.3.4. Financiación del proyecto

El fideicomiso permite una gran flexibilidad a la hora de asignar resultados y mitigar riesgos entre los participantes del negocio, en el sentido del *riesgo que debe ser asumido por aquella parte en mejor situación para soportarlo*.

Es una figura muy adecuada para financiar proyectos, mirando al mismo como generador de flujo de fondos para financiar su desarrollo, cuando el grueso del financiamiento no es provisto por capital social, como el proyecto Brisamar, previendo que la financiación será repagada principalmente a través del flujo de fondos *futuro* a ser generado por el propio proyecto.

Características tipificantes:

- (i) la financiación mira principalmente al flujo futuro que generara el proyecto como fuente principal de repago
- (ii) la estructuración legal deberá proteger la continuidad del mismo en la fase de desarrollo
- (iii) por tratarse el dinero que financia al proyecto un recurso escaso, se requiere de una ingeniería muy precisa para abordar riesgos y beneficios para que el proyecto sea autosuficiente.

12.3.5. Identificación de riesgos

Si bien se desarrolla este tema en un capítulo aparte, es importante destacar que son muchos los riesgos inherentes a un proyecto como el analizado, como ser⁷³:

1. Riesgo en cuanto al otorgamiento de permisos, licencias o autorizaciones
2. Riesgo de no conclusión del proyecto
3. Riesgo de comercialización
4. Riesgo financiero por variación de costos, precios y tasas de interés
5. Riesgo cambiario
6. Riesgo de la construcción
7. Riesgo legal
8. Riesgo impositivo
9. Riesgo crediticio?

Según Scout L. Hoffman, describe la existencia de cuatro etapas de riesgos en este tipo de proyectos:

1. Riesgo del desarrollo
2. Riesgo de ingeniería y construcción
3. Riesgo de inicio
4. Riesgo de operación

⁷² Se habla de “proyectos greenfield” cuando se trata de inversiones realizadas *desde cero*

⁷³ Ob. cit. 62, pag. 111.

Una de las innovaciones más importante de la Ley 24.441 guarda relación con la seguridad de los bienes fideicomitidos en relación al riesgo económico a que está sujeta la propiedad como prenda común de los acreedores, cuando estos accionan individual o colectivamente. Una de las características que hacen necesario el fideicomiso como figura apta para hacer negocios, de inversión o de garantía, es el relativo aislamiento con que las legislaciones protegen los bienes fideicomitidos, separándolos del resto de los bienes de propiedad plena del fiduciario, por medio de un denominado patrimonio autónomo⁷⁴

A modo de resumen, entre las potencialidades:

- a) Se crea un patrimonio de afectación
- b) Hay una suerte de “encapsulamiento” de bienes y riesgos
- c) Es un excelente mecanismo de garantía
- d) El gobierno es un “asiduo” usuario de los fideicomisos

Entre las incertidumbres:

- a) Poca jurisprudencia en materia de litigios
- b) Abuso de la figura para insolventarse
- c) Insuficiente regulación tributaria
- d) Criterios fiscales imprevisibles

12.4. Compra de la tierra

Los dueños del terreno aportan un terreno como fiduciantes fundadores al “Fideicomiso Inmobiliario Felix U. Camet y Aguirre” a cambio de una cantidad de Dptos representativos del aporte y labor efectuada.

12.5. Esquema de análisis aplicado al proyecto

El fideicomiso que se utiliza para el desarrollo del proyecto puede servir como instrumento de garantía asimilable a una hipoteca, con su consiguiente eficiencia en términos de costos y flexibilidad contractual.

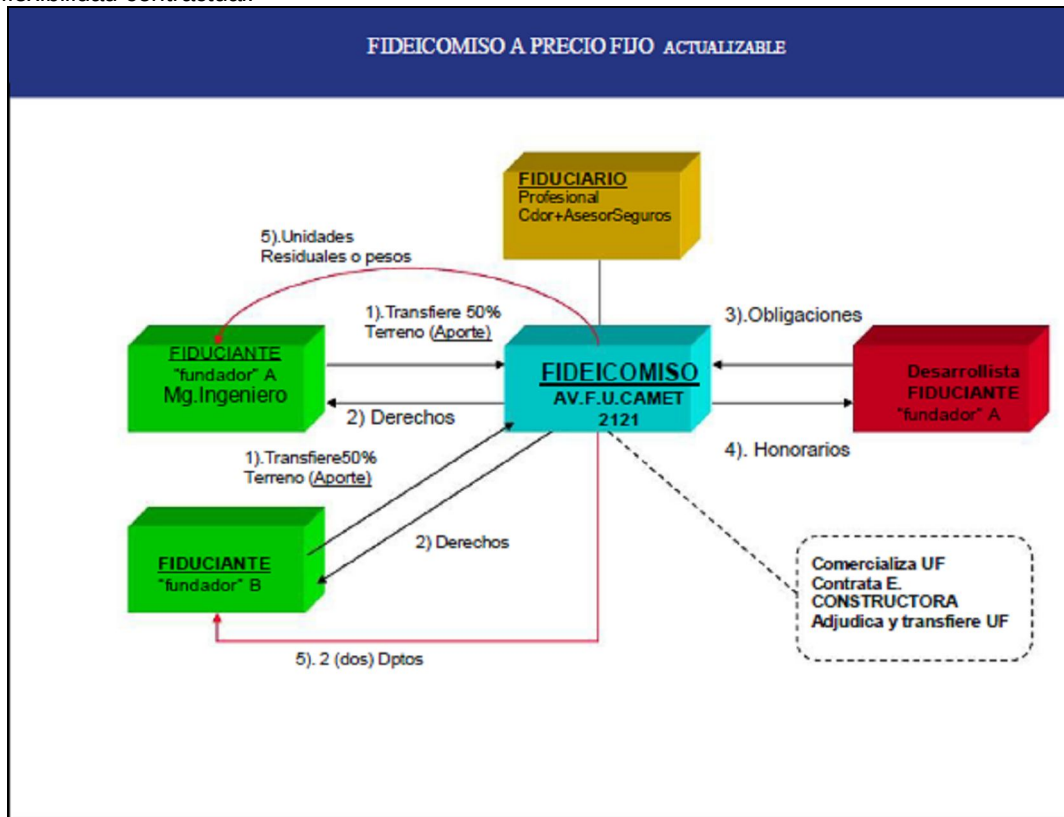


Figura 121 – Esquema Emprendimiento Brisamar- Elaboración propia

⁷⁴Lisoprawski, Silvio y Koper, Claudio, ob. cit. 62, p. 189.

Formalizado el contrato de fideicomiso, las características en Brisamar se resumen en:

1. Fiduciante "A" y "B" aportan en proporciones iguales un terreno al fideicomiso valuado según escritura publica en \$128.000 (ciento veintiocho mil). Dicho valor resulta coincidente con el impositivo. El precio de mercado del inmueble al momento de la transferencia guarda relación con el volcado en la escritura traslativa de dominio.
2. Se ha designado como Fiduciario a un Cdor Publico, encargado entre otras actividades de contratar a la empresa constructora, administrar la obra y adjudicar las unidades terminadas a los beneficiarios.
3. La obra tiene como fecha estimada de inicio 01/01/2013, de finalización el 30/06/2015, previendo extender su vida legal al 2016 con la adjudicación de las unidades funcionales (Durante el periodo 2009-2012 se efectuaron gastos tendientes a la aprobación definitiva del plano de construcción).
4. Existen 2 (dos) Fiduciantes A y B llamados "fundadores" y en la alternativa que se evalúa se comercializan las unidades con boletos de compra venta y/o contratos de adhesión de fiduciantes, valores que surgen del análisis efectuado (ver *Análisis económico y financiero* y propuesta al inversor).
5. El Fiduciante B recibirá 2 (dos) unidades funcionales equivalentes en m2 a 106 (aprox.) mientras que el Fiduciante A recibirá las unidades funcionales residuales (o su equivalente en dinero) o que queden disponibles una vez cumplido el objeto del contrato.

FIDUCIARIO: Asesor Impositivo+Asesor de Seguros

El proyecto cuenta con un fiduciario profesional en materia contable, económica, financiera e impositiva producto de su formación profesional. Asimismo se desempeña como asesor de seguros de la Aseguradora FEDERACION PATRONAL S.A. con una antigüedad en la misma de 15 años. Este dato toma relevancia toda vez que en un fideicomiso los aspectos de mitigación de riesgos es un tema crucial y se debe (o se sugiere) la contratación de seguros.

Para cumplir con nuestro cometido la forma de trabajo se encuentra orientada al cumplimiento de los siguientes objetivos:

1. Formación de un equipo de trabajo ad-hoc
2. Toma de decisiones *just in time* , sobre la base de información segura y confiable, en relación a los aspectos fiscales a nivel nacional y provincial, teniendo en cuenta la capacitación recibida para la estructuración y gestión posterior de los aspectos impositivos de proyectos inmobiliarios bajo la figura de fideicomiso en sus distintas variantes.
3. Optimización de los costos fiscales en función a un estricto análisis evitando futuras contingencias *sustantivas* en los diferentes tributos que gravan las distintas etapas del proyecto, desde el encuadre fiscal del emprendimiento tanto para el fideicomiso como para los fiduciantes. Contingencias estas, que podrían generarse por errores de encuadre o de liquidaciones de impuestos practicadas que redunden en saldos de impuestos omitidos, sus accesorios, intereses y multas.

Antecedentes: Se detallan a continuación, solo algunos de los Seminarios de especialización en fideicomiso, en sus distintas variantes, en los que el fiduciario se especializó:

-) Ciclo de "La Construcción y sus Impuestos"-ERREPAR (14-07-2006)
-)"Fideicomiso. Una herramienta de INVERSION"-Mercado Fiscal (22-09-2008)
-)"Los Impuestos en la Construcción y FIDEICOMISOS"-ERREPAR (27-11-2009)
-)"Ciclo de FIDEICOMISO"-CPCEPBA Delegación Mar del Plata (Mayo-2010)
-) Fideicomiso al costo: una tendencia que se impone-Visión Inmobiliaria (25-11-2010)

-)Principios LEGALES aplicables a FIDEICOMISOS-ERREPAR (08-07-2011)
-)Seminario FIDEICOMISO en la Construcción-ERREPAR (01-08-2011)
-)Planificación FISCAL-ERREPAR (12-08-2011)
-)PROGRAMA EJECUTIVO Gestión y Desarrollo de Emprendimientos Inmobiliarios-ICI-Cámara Inmobiliaria (05/09/11)
-)Taller de Fideicomiso en la Construcción-ERREPAR (31-10-2011)
-)MDI-CIA-Máster en Dirección de Emprendimientos Inmobiliarios (Abril - 2012)
-)Fideicomiso para abogados y contadores-ERREPAR (10-08-2012)
-) Construcción y operaciones inmobiliarias. Su tratamiento Fiscal-ERREPAR (05-09-2012) entre otros

12.6. Cuestiones jurídicas que afectan el tratamiento tributario

12.6.1. Naturaleza legal del fideicomiso en la Argentina

El art. 2662 del Código Civil argentino se refirió desde su sanción al llamado dominio fiduciario como una forma de dominio imperfecto, definiéndolo como el que se adquiere en un fideicomiso singular, subordinado a durar solamente hasta el cumplimiento de una condición o plazo resolutorio, para el efecto de restituir la cosa a un tercero. Sin embargo, fue recién después de la sanción de la ley 24.441 (B.O. del 16/01/1995) que tipificó el contrato de fideicomiso, instituto que comenzó a desarrollarse en la vida económica argentina⁷⁵.

Al darse una regulación legal al contrato de fideicomiso, el dominio fiduciario responde a una causa fuente *típica*: “así como la compra-venta, la donación, la permuta, etc., son causa fuente de la transmisión del dominio pleno, el contrato de fideicomiso será el destinado a generar la existencia del dominio fiduciario⁷⁶”.

Podemos distinguir claramente los cuatro sujetos que intervienen:

- a) Constituyente, fideicomitente o fiduciante: es quien entrega la propiedad de determinados bienes a otra persona, a quien instruye respecto del encargo que deberá cumplir.
- b) Fideicomitado o fiduciario: es cualquier persona, física o jurídica, que debe cumplir con las obligaciones impuestas por ley o la convención con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él.
- c) Beneficiario: es aquel en cuyo beneficio se realiza el encargo; es quien obtendrá los frutos del patrimonio fideicomitado. Puede o no existir al otorgamiento del contrato. También podrán designarse beneficiarios sustitutos para el caso de no aceptación, renuncia o muerte. Su derecho puede transmitirse entre vivos o por causa de muerte, salvo disposición en contrario del fiduciante (art. 2 LF).
- d) Fideicomisario: es el que recibirá los bienes al verificarse la condición o plazo resolutorio. Puede o no existir al otorgamiento del contrato. También podrán designarse fideicomisarios sustitutos para el caso de no aceptación, renuncia o muerte. Su derecho puede transmitirse entre vivos o por causa de muerte, salvo disposición en contrario del fiduciante. Puede coincidir en la misma persona del beneficiario.

El fideicomiso es un contrato. Implica una entrega de bienes (cosas y/o derechos) *en confianza* (no onerosa ni gratuita) de una o más personas a otra con un fin determinado y en beneficio de alguien determinado o determinable.

⁷⁵Ob. cit. 62, pag. 186.

⁷⁶Lisoprawski, Silvio y Koper, Claudio. Fideicomiso. Dominio Fiduciario. Securitización, Depalma, Buenos Aires, 1996, 2da ed., pag. 163/4

Esa entrega no transfiere la propiedad al patrimonio fiduciario sino a un patrimonio autónomo del cual es titular, y no es definitiva sino transitoria, hasta que se cumpla una condición o un plazo previamente establecidos (que por limitación legal no puede superar los 30 años).

Respecto del beneficiario, ellos serán quienes en algún momento tengan el dominio pleno, pero hasta que puedan hacer efectivo el cobro de los frutos o mientras dure el fideicomiso todo lo que tienen es una *expectativa de dominio pleno*.

La entrega en fiducia implica la conformación de un patrimonio autónomo separado de los patrimonios del fiduciante, fiduciario, beneficiario y fideicomisario

Ese patrimonio le pertenece jurídicamente al fiduciario pero económicamente no; aunque el fiduciante cedió el dominio de los bienes transmitidos tanto jurídica como económicamente. Posee un dominio fiduciario o sea un dominio imperfecto, por oposición a un dominio perfecto que reúne tres características fundamentales: es exclusivo, absoluto y perpetuo.

12.6.2. Breve comentario sobre su clasificación

Las variedades de fideicomisos que pueden cristalizarse en la práctica, son tantos como negocios o situaciones puedan plantearse.

La Ley 24441 sólo define a los Fideicomisos Financieros. Sin caer en una definición taxativa dado que es muy poco probable que trabajemos en ellos, no por una cuestión de imposibilidad material sino que hay que cumplimentar ciertos requisitos que no es objeto de esta tesis. Aunque mencionaremos algunos de los requisitos:

- Fiduciario: debe ser una Entidad Financiera regida por Ley 21546 o Sociedad autorizada por la Comisión Nacional de Valores.
- Se emiten TITULOS u Obligaciones Negociables (SECURITIZACION): en el primer caso se tratan de Certificados de participación y en el segundo Títulos representativos de empresas
- Se crean para emprendimientos de cierta “envergadura”

Sería un negocio más bien “financiero” y el ánimo de esta introducción es explicar los conceptos aplicados en la estructuración de un Fideicomiso Ordinario cuyo objeto es la construcción de un edificio, en este caso llamado Brisamar.

Dado que la ley pensó “más” en los Fideicomisos Financieros, doctrinariamente aparecen luego todos los demás tipos, llamados Fideicomisos Ordinarios. Dentro de ellos distinguimos a los Privados y los Públicos. Los Fideicomisos Inmobiliarios incluyen a los Fideicomisos de Construcción los cuales se agrupan dentro de los Ordinarios Privados.

Por último los Fº Públicos son regidos por normas o decretos que le dan origen y solo se aplican supletoriamente las normas de la Ley 24441. Esquemáticamente:

- FIDEICOMISOS COMUNES o No financieros
 - o Inmobiliario
 - De construcción
 - o De garantía
 - o De administración
 - o De inversión
 - o Agropecuarios
- FIDEICOMISOS FINANCIEROS

También los clasifican como

- FIDEICOMISOS ORDINARIOS PRIVADOS
1. Según su estructura (partes)
 - o En los que coincide Fiduciante-Beneficiario
 - o En los que no coincide Fiduciante-Beneficiario
 2. Según su objeto/actividad:
 - o Operativo (de Inversión/Administración)
 - o De Garantía

- o De Entidades Deportivas (Ley 25284)
- FIDEICOMISOS FINANCIEROS
 - o Con requisitos del art. 70.2 del DR del IG
 - o Sin requisitos del art. 70.2 del DR del IG
- FIDEICOMISOS PUBLICOS (Ordinarios o Financieros)
 - o Para satisfacer un "interés publico"

12.6.3. Nueva clasificación en función al análisis tributario

Antes de adentrarnos en un análisis "sintético" de cada impuesto en particular; esbozaremos una idea general del negocio desde el momento "cero" hasta el final y aplicaremos los conceptos relevantes en materia impositiva para, dado que se trata de una aplicación practica y "no teórica", observar como interactúa cada uno de los impuestos y en que forma según los participantes y la actividad del proyecto.

Dentro de la clasificación de

- o FIDEICOMISOS ORDINARIOS PRIVADOS
- 1. Según su estructura (partes)
 - o En los que coincide Fiduciante-Beneficiario
 - o En los que no coincide Fiduciante-Beneficiario

Un Fº Inmobiliario cuyo objeto sea la construcción de un edificio (podría ser también un barrio privado por ejemplo) es ordinario y es privado. Según coincidan fiduciante y beneficiario toma relevancia para el Impuesto a las ganancias:

a) Si "todos" los fiduciantes son a la vez beneficiarios, el Fº NO ES SUJETO en el IG, sino que sujetos serán cada uno de los fiduciantes beneficiarios en las proporciones respectivas como si se tratara de una sociedad de hecho; pero en cuanto al tratamiento en el IG si existe esta similitud el Fº "no es sujeto". Atención que no implica que no se pagará el IG, sino que lo ingresará cada uno de los fiduciantes-beneficiarios dado que el Fº (a través de su fiduciario) apropiara el resultado obtenido a cada uno de ellos.

b) Después encontramos la "otra" alternativa que en realidad sería la norma general en el IG a través del art. 69) inc. a) que fue modificado por Ley 25063. Lo concreto es que si no se da la doble condición, son SUJETOS los Fº. Se los asimila a una sociedad de capital, es decir tributarán el 35% s/cada peso de utilidad impositiva que obtengan.

Después nos explayaremos en un concepto que a "prima facie" parece claro pero la realidad indica que no se redactó con la precaución y la precisión suficiente y ha dado origen a múltiples problemas.

El caso que nos ocupa es un Fº OPERATIVO y nuestro análisis parte del supuesto que dos sujetos A y B son propietarios de un terreno y se plantea la idea de construir un edificio. La pregunta que sigue es, con que fondos. En este caso (cuando no se tienen los fondos) es ideal la estructuración a través de un fideicomiso. El planteo de base es analizar cuales serian las debilidades y las potencialidades de elegir un curso de acción, dado que si soy una S.A. y cuento con los fondos y un arquitecto me dirige la obra; no tendría sentido armar un fideicomiso.

En el otro extremo, si conozco a dos amigos uno es propietario de un terreno y otro tiene un dinero ahorrado y queremos construir cuatro cabañas en el terreno de mi amigo; es obvio que no va a convenir armar un fideicomiso sino lo lógico es utilizar la figura del consorcio de construcción integrado por personas físicas; dado que no esta gravado por ningún impuesto, lo dijo la misma DGI-AFIP en D.A.T. del año '80, pues al no haber terceros cada uno se queda con lo que le pertenece, con lo cual NO HAY TRANSMISIÓN de DOMINIO. Pero el gran problema de esta alternativa son los avatares que pueden llegar a sufrir las personas integrantes de dicho consorcio, pues que sucedería si alguno se divorcia, se muere o quiebra.

El caso que abordamos es un emprendimiento de cierta envergadura en el que uno o dos sujetos poseen un terreno y no cuentan con los fondos para la construcción de un edificio.

En este caso habría que analizar las potencialidades e incertidumbres de estructurar el negocio a través de un fideicomiso (ver Análisis del negocio). Y me adelanto a afirmar que su uso es "ideal" cuando faltan inversores, dado que, en caso de armar una sociedad anónima cuando me compran una unidad funcional, aportan fondos a la sociedad o le prestan, en este último caso solo tendría derecho a una retribución más un interés. Y en el primer caso si apporto dinero y me transformo en accionista, el trámite para quedarme con una unidad es complejo y costoso como ya se analizó; hay que disolver la sociedad, hay que votar y aprobar un dividendo, hay que efectuar una reducción de capital. No solamente es complicado llevar a cabo cualquiera de estas alternativas, sino que conllevan no solo costos impositivos importantes, sino trámites que se alargan con el tiempo. Aunque obvio no estamos desechando definitivamente la posibilidad de armar una S.A. pero para un negocio "puntual" como ya se detallo en el capítulo respectivo es conveniente la estructura de un fideicomiso.

Dada las consecuencias económicas que podrían generarse por un incorrecto encuadre para las partes intervinientes frente a los distintos impuestos y en particular la responsabilidad solidaria por deuda ajena que pesa sobre el fiduciario en materia impositiva, es útil para una cabal interpretación del tema referirnos a doctrina reciente del tema.

En línea con Molas Liliana⁷⁷ el análisis tributario conlleva una clasificación distinta a las anteriormente enunciadas por los efectos económicos que crea cada negocio fiduciario en particular. Recurrimos así al principio de la realidad económica previsto en la ley 11.683 no porque la figura jurídica elegida resulte inapropiada-como prevé la ley- sino por el contrario porque resulta apropiada a demasiadas situaciones diferentes, por lo que el efecto que se genera es el mismo. Cuando se advierte una discordancia entre la formalidad jurídica y la realidad económica, el tratamiento a acordar debiera privilegiar la segunda alternativa. La misma interpretación siguió manteniendo el fisco en los años siguientes: el fideicomiso es casuístico y habrá que analizar cada contrato para concluir sobre el tratamiento tributario que deba dispensarse a las relaciones económicas que produzca.

12.6.3.1. Clasificación desde la realidad económica

- A) Fideicomisos en los cuales el fiduciante es también beneficiario y fideicomisario.
- B) Fideicomisos en los cuales el fiduciante designa a terceros como beneficiario y/o fideicomisario.

En los primeros, no existe desapoderamiento sino cesión temporal en beneficio propio. Para evitar *elusiones* tributarias las normas deberían propender a tratar a estas situaciones del mismo modo que se las trataría si no se hubiera realizado la transferencia. Esto es también lo que ocurre a nivel contable por aplicación del Informe 28 del CPCECABA. Esto es así en la medida en que el fiduciante no modifique el contrato o ceda su derecho de beneficiario y/o fideicomisario a otro.

En los segundos podría haber fiduciantes distintos de los beneficiarios y fideicomisarios en una situación que se mantuviera así a través del tiempo, es evidente que no se puede adjudicar al fiduciante los hechos imposables que podrían generarse en el patrimonio de afectación.

12.6.3.2. Implicancias tributarias

El tema que en realidad necesita ser definido es a que sujeto debe atribuirse el patrimonio fideicomitado y sus rentas, o si dicho patrimonio es en si mismo un sujeto de derecho.

Desde el punto de vista tributario el fiduciario es solo un administrador de bienes ajenos puestos bajo su titularidad para facilitar la operatoria, aislar un patrimonio dejándolo a salvo de las contingencias que podría tener cualquiera de las partes del negocio (muerte, divorcio, quiebra, embargos, etc.) y darle un objeto específico.

A efectos tributarios, en la Argentina, el patrimonio de afectación es sujeto pasivo. Según Ley 11.683 (LPT) que regula todo el procedimiento tributario nacional determina quienes son los sujetos responsables de los gravámenes a cargo de la Dirección General Impositiva. Así, según el art. 5 inc. c) de la ley citada, el fideicomiso es responsable por deuda ajena y según art. 6to entre los responsables del cumplimiento de la deuda ajena la ley cita a los *administradores de*

⁷⁷Ob. cit. 62. pag 199 y sig.

patrimonios, empresas o bienes en ejercicio de sus funciones, refiriendo al fiduciario.

Las principales cuestiones que hoy se discuten en el ámbito tributario son⁷⁸:

1. La existencia o inexistencia de real desapoderamiento de parte del fiduciante
2. La existencia o inexistencia de onerosidad en la entrega fiduciaria de bienes del fiduciante al fiduciario.
3. La diferencia entre los contratos de fideicomiso y los contratos societarios y la tendencia de algunos dictámenes del fisco nacional a considerarlos similares.
4. El alcance de la asignación de personalidad tributaria al patrimonio de afectación.
5. La necesidad de analizar el negocio subyacente (o de aplicar el principio de la realidad económica) y la dificultad de apartarse de la literalidad de la ley (en el caso del Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta por ejemplo)

12.6.3.3. Encuadre tributario de un fideicomiso

Todos los fideicomisos con los que podamos encontrarnos, tienen exactamente la misma forma extrínseca, es decir la misma realidad jurídica⁷⁹

- a) La transmisión a título de confianza de la propiedad fiduciaria del fiduciante al fiduciario.
- b) El pago de un honorario al fiduciario por su labor como tal.
- c) La creación de un patrimonio autónomo de afectación con el que pueden realizarse operaciones con terceros.
- d) La distribución de utilidades al beneficiario (si las hay).
- e) La transmisión del derecho real de dominio sobre el patrimonio fideicomitado del fiduciario al fideicomisario.

A pesar de ello, todos evidencian relaciones económicas subyacentes sumamente diversas. No es un negocio *autónomo* sino que se constituye un medio para desarrollar otras transacciones o negocios subyacentes, bajo un *paraguas* jurídico que otorga apropiada garantía sobre el patrimonio fiduciario.

*“...es imprescindible interpretar los hechos a través del criterio de la realidad económica para determinar el tratamiento tributario aplicable al fideicomiso...”*⁸⁰

La idea es que la utilización del fideicomiso no afecte el principio de neutralidad, es decir que el tratamiento impositivo del negocio no se modifique por la utilización de esta figura. Permitiendo al fisco asegurarse de que no se la utilizará con fines de *elusión tributaria*⁸¹ (o siquiera economía de

⁷⁸Ob. cit. 62, pag 206 y sig.

⁷⁹Ob. cit. 62, pag 214 y sig

⁸⁰Molas Liliana, “El fideicomiso: Análisis Jurídico y Tributario”, XXVI Jornadas tributarias del Colegio de Graduados en Ciencias Económicas Mar del Plata, Noviembre 1996.

⁸¹ “...el sujeto tributario ha puesto en marcha una conducta que tiene cobertura legal que desaloja la pretensión agravatoria a través de una norma más onerosa...”. Desde el punto de vista legal, la evasión abarca todo lo que sea infracción a la ley, mientras que la elusión hace referencia a toda conducta que, tratando de hacer mínimo el pago de impuestos, no la infringe. Por lo tanto la incidencia de la evasión depende de los mecanismos de verificación y recaudación, mientras que la incidencia de la elusión depende de la base imponible, es decir del éxito del legislador, al diseñar el marco legal. El autor discrepa a que la evitación del impuesto debe ser analizada conjuntamente con la evasión como un supuesto de “*aversión fiscal*”, dado que desde el punto de vista jurídico, no es posible asignar a la elusión carácter sustitutivo de conductas fraudulentas. La obligación tributaria a la que debe enfrentarse el sujeto y ante la cual ha desplegado su conducta, no es otra cosa que el marco legal al que este sujeto esta sometido. Lo que se debe perseguir, y que no se puede arropar bajo el rótulo de elusión, son las conductas dolosas en la configuración de las formas jurídicas, pero además, se deben proyectar normas antiabuso cuando se apela a formas

opción), y a los contribuyentes tener la certeza de que la utilización de los beneficios jurídicos del fideicomiso no importa costos mayores a los que tendría sin su utilización.

Desarrollamos este concepto, pues ciertos hechos jurídicos tienen un fuerte peso económico al momento de determinar el hecho imponible de un tributo primero y su posterior cálculo de la base imponible para conocer cual es el monto del impuesto a pagar.

La norma tributaria solo puede ser general y fijar grandes parámetros, la determinación del tratamiento es entonces absolutamente casuística. Y esto es un problema porque aleja de la certeza necesaria para llevar adelante los emprendimientos económicos, pero tampoco es solución asimilar todos los fideicomisos a sociedades de capital, concluye la autora.

12.7. Aspectos IMPOSITIVOS

El Contrato de Fideicomiso produce efectos Fiscales en:

- El Patrimonio del Fiduciante,
- El Patrimonio Fiduciario, y
- El Patrimonio del Beneficiario y/o Fideicomisario

La anticipación de los efectos fiscales es una necesidad derivada del estudio de los efectos generales del negocio fiduciario.

La evaluación de los efectos debe comprender a todas las partes involucradas. El contrato de fideicomiso nace con una realidad jurídica pero puede originar varias realidades económicas, por lo que se intenta con estas aclaraciones esbozar una suerte de reglas tributarias que como fiduciario y asesor especialista, a mi entender resultan convenientes en resguardo de todas las partes involucradas y del bien jurídico tutelado por el ente recaudador.

Hoy la óptica fiscal es la “ONEROSIDAD”, lo que implica gravabilidad en los distintos tributos siempre que se genere el hecho imponible correspondiente.

Es onerosa una operación cuando como contraprestación por la cesión de bienes existe un pago, un reconocimiento de un derecho como beneficio subyacente. Razón por la cual, la evaluación y cálculo “estimado” respectivo se basa en el siguiente análisis teórico en primer termino y esquema practico básico a posteriori.

El análisis de un fideicomiso de la construcción debe darse considerando los negocios subyacentes que se realicen utilizando esta figura (realidad económica) y no analizando la forma jurídica elegida, según versa en el DAT 18/06 el propio ente recaudador. Por otro lado, según el art. 5 inc. c) De la ley L11683 (Ley procedimental) son “potencialmente” sujetos de impuestos nacionales:.... *los patrimonios destinados a un fin determinado cuando sean considerados por las leyes tributarias como unidades económicas para la atribución del resultado imponible*”

El fideicomiso “encaja” absolutamente en esta ultima definición

12.7.1. Impuesto al valor agregado

El art. 4 de la ley de IVA, aclara:....*son sujetos pasivos del impuesto....o cualquier ente individual o colectivo*”. El fideicomiso es “potencialmente” sujeto, en tanto realice hechos imponibles.

El fideicomiso es asimilable a Empresa constructora por ser dueña del terreno y obviamente esta sujeta al impuesto al valor agregado, por lo tanto se inscribirá en el impuesto siempre que se comiencen a efectuar hechos imponibles gravados.

La planificación impositiva incluye en el flujo de fondos las siguientes alícuotas:

jurídicas válidas. El redactante rechaza categóricamente que la elusión sea un medio doloso tipificado como tal bajo el concepto “*que la neutralidad impositiva aun de darse como tal no impide juzgar conductas disvaliosas si provienen de la utilización anómala de estructuras societarias*”. **Es difícil aceptar y por ende admitir plenamente que la naturaleza conceptual de la elusión tributaria tiene siempre raíz ardidosa.** Opinión “Interpretando la elusión fiscal”. Vicente O. DIAZ. Editorial LA LEY nro 4-Marzo 2010

1. Generación del DEBITO FISCAL: dado que se trata de una construcción de inmuebles nuevos destinados a viviendas, la alícuota que se aplicara a las ventas de las distintas unidades será del 10,5%.

2. Generación del CREDITO FISCAL: la tasa es del 10,5% por contratar los servicios de una E. Constructora bajo la modalidad "llave en mano".

La ley aclara que en caso de que se reciban anticipos de compradores y *estos congelen precio*, se deberán generar los debitos fiscales correspondientes sobre el total de los anticipos percibidos. *En el proyecto Brisamar la comercialización es mediante anticipos pero que no congelan precio por redeterminarse mensualmente dichos valores por un índice publicado mensualmente por una cámara representativa del sector de la construcción.*

Cuando se entregue la posesión se deberá calcular el correspondiente debito fiscal sobre la parte del precio neto de venta que se vincule con la obra nueva.

12.7.2. Impuesto a las ganancias

Si bien ya nos referimos al tema en el punto 12.6.3. deseamos ampliarlo no solo para el efusivo lector sino para que esta tesis sirva de plataforma como introducción en esta compleja temática.

Liliana Molas⁸² sintetiza diciendo que toda la renta obtenida por el fideicomiso (analiza el de construcción) encuadra en la tercera categoría de la LIG, pero cuando:

- 1) Son fideicomisos financieros; no son de tipo fiduciante beneficiario; o son de tipo fiduciante beneficiario pero este es sujeto residente en el exterior, nos encontramos con un fideicomiso que resulta sujeto del impuesto.
- 2) Son fideicomisos ordinarios de tipo fiduciante beneficiario y el fiduciante beneficiario es un residente argentino, *el fideicomiso no será sujeto del impuesto sino que la renta que el pudiera generarse deberá serle asignada como renta de tercera categoría al fiduciante beneficiario.*

A las primeras les otorga el mismo tratamiento que a las sociedades, de manera que todas las rentas que se obtengan están alcanzadas por el gravamen sin importar la *habitualidad* (art. 2° apart. 2 LIG) aplicándole una alícuota del 35%.

A las segundas intenta (según autora) otorgarle un tratamiento transparente, es decir que hace como si el fideicomiso no existiera y en su lugar fuera el fiduciante beneficiario el que realizara las actividades que jurídicamente lleva adelante el fiduciario. *Se trata de aplicar el principio de neutralidad en la imposición.*

Son varias las cuestiones poco claras que pueden llegar a surgir.

12.7.2.1. Fideicomiso "mixto"

Ni la ley ni su decreto reglamentario abordan el tema del fideicomiso con varios fiduciantes algunos de los cuales resultan beneficiarios y otros no. En consecuencia cabe interpretar al menos dos posibilidades⁸³:

- a) que para encuadrar dentro del art. 49 inc.d') todos los fiduciantes deben ser beneficiarios, y en consecuencia con que uno solo no lo sea, el fideicomiso completo califica como sujeto del art. 69, de modo que debe tributar el fideicomiso por el total de la renta obtenida y a la alícuota del 35%.
- b) que puede existir un tratamiento dual en un solo fideicomiso, y en consecuencia la renta atribuible a los fiduciantes beneficiarios se les atribuye a ellos y son ellos quienes tributan por la misma, mientras que la renta atribuible a *los beneficiarios que no son fiduciantes* tributa en cabeza del fideicomiso

⁸²Ob. cit. 62, pag 217 y sig

⁸³Ob. cit. 62, pag 220.

Las mismas posibilidades caben cuando evaluamos fideicomiso de tipo fiduciante beneficiario que tienen fiduciarios locales y *al menos uno que califica como beneficiario del exterior en los términos del título V de la ley*.

Considerando el antecedente de la forma en que esto quedaba resuelto en el decreto. 780/95⁸⁴, una parte de la doctrina sostuvo la segunda posibilidad, es decir el tratamiento dual. Desde el punto de vista de la razonabilidad sería lo más conveniente, toda vez que se le puede dar transparencia a la parte que la requiere y recaudar en forma definitiva cuando el fiduciante beneficiario es un sujeto del exterior así como dispensarle el tratamiento de sociedad de capital en la parte de beneficiarios no fiduciarios.

Otra parte de la doctrina, entre la que se incluye el autor (Dra. Liliana Molas), ateniéndose a la letra de la LIG concluyó que no existía tratamiento dual (incluso el aplicativo de la AFIP, llamado SIAP no lo permite llevar a la práctica en caso de adoptar esta alternativa), de manera que si uno solo de los fiduciarios no era, o dejaba de ser beneficiario, o uno solo de los beneficiarios no era, o dejaba de ser residente argentino, *el fideicomiso completo se convertía desde su origen o desde que alguna de esas situaciones se generase*, en sujeto del impuesto regulado por el artículo 69 LIG⁸⁵.

Dictamen 09/10 (DI ALIR) asesora técnica del ente recaudador y consulta vinculante resuelta a través de la res. 06/11 (SDG TLI) del 16/02/2011 convalidaron esta última postura, pero agregan dos cuestiones que generaron nuevas incertidumbres:

- 1) el solo hecho de que el contrato prevea la cesión a terceros implica que desde el origen el fideicomiso no podrá ser incluido en el art. 49 inc d') (transparente)?
- 2) La opinión no diferencia entre la cesión de derechos de beneficiario y la cesión de la posición contractual

Cuestiones que fueron resueltas⁸⁶

- a) que el contrato prevea la posibilidad de cesiones no la saca del art. 49 Inc. d'). Eso recién ocurrirá cuando se realicen efectivamente las cesiones a terceros y tendrá efectos desde el periodo fiscal en que ello ocurra.
- b) Cuando se cede la posición contractual el fideicomiso sigue siendo de tipo fiduciante beneficiario, por lo que sigue siendo de tipo fiduciante beneficiario. *En cambio si se cede solo el derecho de beneficiario aunque ello ocurra solo con un "solo" fiduciante, el fideicomiso deja de estar, desde ese ejercicio, incluido en le art. 49 Inc. d') y como no existen los fideicomisos mixtos pasa a ser sujeto del impuesto dentro del art. 69 inc. a).*

⁸⁴La ley 25063 supuso la derogación tácita de la parte específica en la que el dec. 780/95 preveía la forma en que tributarían impuesto a las ganancias las rentas obtenidas por el fideicomiso. Encuadraba a los fiduciarios, en el inc. e) del art. 6° de la LPT, por lo que, *"en su carácter de administradores de patrimonios ajenos"* debían practicar una retención del 30% de la ganancia neta total obtenida en el año con motivo del *"ejercicio de la propiedad fiduciaria"*. Además cuando el fiduciante poseía la calidad de beneficiario del fideicomiso y no estaba incluido en el Título V de la LIG (beneficiarios del exterior) ni se trataba de fideicomisos financieros, el fiduciario le atribuía, en la proporción que correspondiera, los resultados obtenidos en cada año fiscal por el ejercicio de la propiedad fiduciaria. Dicha utilidad debería ser considerada como de la tercera categoría y del impuesto que sobre ella determinara para el fiduciante beneficiario residente argentino podía restarse como pago a cuenta la retención previamente practicada, en la proporción que correspondiere. Mecanismo este, que permitía al fisco recaudar anticipadamente un monto estimado y a los fiduciarios beneficiarios aplicarle la normativa válida para su propia situación subjetiva a cada tipo de renta obtenida y distribuida por el fideicomiso. En todos los demás casos, la retención practicada por el fiduciario operaría con carácter de pago único y definitivo. ob. cit. 62, pag. 218 en combinación con pag. 228.

⁸⁵Argumentos del autor:

- 1) Los fideicomisos del art. 49 inc. d') (F° transparente) son la excepción a la regla general.
- 2) El fideicomiso si es sujeto del impuesto por imperio del art. 69 *no existe la posibilidad de que sea sujeto a medias*. Es sujeto por toda la renta o no lo es.
- 3) Adoptar una postura conservadora en la que no hay perjuicio fiscal
- 4) El fiduciario ingresa el impuesto por el total de la renta obtenida por el fideicomiso, cubriendo así cualquier responsabilidad solidaria. Ob. cit. 62, pag 221

⁸⁶Foro de participación tributaria. Comisión de Trabajo especial. 2do Semestre 2011 en representación de CPCECABA

Consecuencias similares se producen cuando un fiduciante beneficiario reside en el exterior desde la firma del contrato o cuando durante la vigencia cambie su estado de residente fiscal.

La pérdida de residencia fiscal de un F-B, prácticamente incontrolable por parte del fiduciario, puede impactar en la pluralidad de los F-B.

12.7.2.2. Principio de transparencia y neutralidad en la imposición

Como ya se desarrolló, el principio de transparencia hace de cuenta que el fideicomiso no existe y trata a los fiduciantes beneficiarios como si hubieran realizado en cabeza propia las actividades que desarrollaron a través del fideicomiso.

Para que tal neutralidad efectivamente se consiga, por ejemplo en los casos de fiduciantes beneficiarios que sean personas físicas, las rentas que se obtengan en el fideicomiso deberían tener el tratamiento que tendrían si las obtuviese directamente la persona física y por lo tanto *la gravabilidad de la renta se produciría solamente si existiera habitualidad potencial en los términos del art. 2º apart. 1) de la LIG.*

La síntesis del art. 2º del IG⁸⁷ es: los sujetos empresas, entre los cuales no se encuentran los fideicomisos de tipo fiduciante beneficiario aludidos en el art. 49 inc. d), tributarán por la teoría del balance o del incremento patrimonial, (v.gr. art. 2º apart. 2) mientras que los restantes sujetos tributan por la teoría de la fuente productora (Vg. art. 2º apart. 1), es decir se debe verificar la condición de habitualidad (renta con periodicidad potencial; fuente productora habilitada que se mantiene indemne luego de generar la ganancia).

Ahora bien, si una persona física no habitualista que lotea con fines de urbanización y edifica y enajena inmuebles bajo el régimen de la ley 13512 (incluidos en el art. 49 inc d) resulta gravada con el impuesto, deberíamos considerar que *cualquier ganancia obtenida en un fideicomiso del artículo 49 inc. d') esta alcanzada por el impuesto?*

En opinión de la Dra. Liliana Molas, no; pero atendiendo al principio de razonabilidad y no a la literalidad de la ley. Pues la literalidad de la ley podría llevar a interpretaciones irrazonables, según entendió el fisco en DAT 66/03 en el cual concluyo que una persona física que había edificado bajo el régimen de la ley de propiedad horizontal y había enajenado lo edificado pero *luego de haber pasado mucho tiempo desde la finalización de la construcción, no generaba renta alcanzada por este impuesto, toda vez que ponía en evidencia que no había construido con el fin de enajenar.*

La literalidad de la ley también podría llevarnos a interpretar que toda renta que encuadra en la tercera categoría por el solo hecho de que no encuadra en ninguna otra (art. 49 inc e) esta dentro del gravamen aun cuando la obtenga una persona física no habitualista en ese tipo de renta.

Si por la sola circunstancia de haber constituido un fideicomiso en lugar de hacer la operación a nombre propio, una persona física debiera modificar la forma en que tributa el impuesto, *quedaría vulnerado el principio de transparencia lo que afectaría la neutralidad y ninguna persona querría estructurar un fideicomiso para aislar parte de su patrimonio con un objetivo determinado, si sólo ese hecho implicaría que cualquier cosa que hiciera con él, de allí en adelante quedará gravado, mientras que si lo hiciera personalmente no lo estaría.*

12.7.2.3. Efectos en el impuesto a las ganancias de lo que ocurre en cada etapa durante la vigencia de un contrato de fideicomiso de construcción

En todos los fideicomisos encontramos las siguientes etapas:

1. La entrega de bienes en fiducia
2. Las operaciones realizadas con los bienes fideicomitidos
3. La distribución de utilidades al beneficiario
4. La transmisión del patrimonio de afectación al fideicomisario

Agregando las cesiones de derechos, bastante comunes en los fideicomisos de construcción y

⁸⁷Op. cit 62, pag 226

que bastante atención hay que prestar ante esta situación por las implicancias que esto genera.

Todo lo anterior se traduce, en los hechos para el proyecto Brisamar, de la siguiente manera:

- a) Dos fiduciantes entregan un terreno en propiedad fiduciaria y recibirán a cambio: fiduciante A pesos o unidades terminadas y fiduciante B unidades terminadas. Ambos fiduciantes son beneficiarios y fideicomisarios y residentes en el país.
- b) El fiduciario contrata una empresa constructora para que construya sobre el terreno un edificio de viviendas. Se contrata también a todos los demás proveedores de bienes y servicios necesarios para concluir el objeto del negocio.
- c) En el proyecto Brisamar, se planifica *a prima facie* que fiduciante A ceda la calidad de beneficiario por un porcentaje a determinarse (mínimo un departamento para poder adjudicar al costo) a una persona a designarse (cercana de su entorno). *Esto es, a los efectos de que la carga impositiva recaiga sobre el fideicomiso.*
- d) Para construir el edificio se financia con PRE-venta a terceros. Dado lo anterior el contrato prevé repartir utilidades liquidas y/o unidades remanentes. El fiduciario adjudica las unidades terminadas a los compradores con boletos de compra-venta y a los fiduciantes-beneficiarios-fideicomisarios A y B por su participación en el negocio.

a) *Entrega de los bienes*

El art. 3° de la LIG prescribe “que se entenderá por enajenación la venta, permuta, cambio, expropiación, aporte a sociedades y, en general, todo acto de disposición por el que se transmita el dominio a título oneroso”. Agrega que tratándose de inmuebles, se considerará configurada la enajenación de los mismos cuando mediere boleto de compra venta u otro compromiso similar, siempre que se diera la posesión o en su defecto en el momento en que este acto tenga lugar, aún cuando no se hubiera celebrado la escritura traslativa de dominio.

A sus efectos, los planteos a dirimir serán:

- 1) Si existe transferencia de dominio al producirse la entrega en fiducia de bienes del fiduciante al fiduciario
- 2) Si esa transferencia de titularidad es onerosa

Siguiendo a Liliana Molas⁸⁸, la transferencia entre fiduciante y fiduciario *no transmite el dominio sino la titularidad sobre un patrimonio de afectación*. Titularidad formal a efectos de darle operatividad a la figura. Esa transmisión de titularidad no es ni gratuita ni onerosa sino a título de confianza.

Pero esa transferencia no es lo trascendente a efectos tributarios, sí lo es el análisis del negocio subyacente, y eso se observa en las relaciones que se generan entre las partes del negocio, que no incluye al fiduciario.

Este negocio implica que dos fiduciantes que poseían el 50% cada uno de la titularidad de un terreno lo aportan al F°, el fiduciante B termina llevándose dos unidades y el fiduciante A dinero, unidades terminadas o ambas cosas gracias a que compradores finales con boleto de compra venta aportan dinero que permite financiar las obras. *Esa operación con o sin fideicomiso esta transmitiendo a título oneroso en todo o en parte el dominio pleno del total o parte del terreno de esos fiduciantes a otros participantes.*

Durante mucho tiempo el fisco nacional entendió que estas transferencias fiduciarias eran a título de confianza y por lo tanto debían gravarse con el impuesto a la transferencia de inmuebles (ITI) (Dictámenes 103/01, 08/02 y 17/02). Pero en el año 2005, a través del dictamen 55/05, modifico su postura y sostuvo que la transferencia fiduciaria que realizaba una persona física tributaba el ITI.

⁸⁸Op. cit. 62, pag 232

Otra forma similar de analizarlo es como lo hizo el fisco en el dictamen 9/07 DAT, originado en una consulta de un escribano que quería saber si debía retener el ITI. El área técnica dijo: "la transferencia del lote realizada inicialmente por la fiduciante-adjudicataria tiene como contrapartida una contraprestación futura a la que se obliga el fiduciario consistente en la entrega de una unidad funcional, *circunstancia que permite encuadrar a dicha operatoria como una operación de permuta- cosa actual por cosa futura- en los términos del art. 1485 del Código civil, y en consecuencia...*"

Dado lo anterior, la transferencia fiduciaria inicial del terreno por parte del fiduciante A y B al fiduciario se gravó con el ITI el cual fue retenido por escribano interviniente y el precio fue el fijado por las partes.

El tema de la valuación de la tierra a cambio de unidades funcionales terminadas resultó debatido en el Foro de participación tributaria al que ya se hizo mención⁸⁹. *El fisco lo asimiló a una permuta de cosa actual por cosa futura, aplicándole los antecedentes de los dictámenes DAL 68/94 y DAL 88/01*. Las conclusiones de la comisión fueron:

Si bien se dejó en claro que cada contrato merece un análisis exhaustivo, el Organismo llegó a la conclusión que en ocasión de la entrega de un bien en fiducia no existe un precio determinado, en razón de lo cual, configurada la onerosidad, por aplicación del artículo 3° de la LIG y 28 DR, esa entrega debe ser valuada al valor de plaza de dicho momento, al igual que para los sujetos obligados a tributar el ITI.

En ese sentido⁹⁰ se definió que la valuación de las unidades al momento de la adjudicación, dependerá de la naturaleza que posean los aportes.

Si la adjudicación de la/las unidad/des es la contraprestación por la entrega previa de bienes inmuebles, las unidades *deben valorarse al valor de mercado*, pudiendo generarse diferencias negativas o positivas *entre el valor asignado al aporte en bienes y la contraprestación recibida al adjudicar la/las unidades, ya que la valoración de ambos hechos económicos se desvincula una de otra en cuanto a monto se refiere*.

"Los participantes externos han denominado este resultado como "ficto" porque se originaría en el fideicomiso a raíz de la diferencia entre el valor del aporte en bienes por parte de un fiduciante-beneficiario y el valor de la contraprestación recibida al adjudicársele la unidad. Por tal motivo plantearon la inquietud respecto de quienes serían los sujetos a los cuales correspondería atribuir tal resultado. Los representantes de entidades externas a la AFIP, consideran que el valor de permuta del terreno se fijaba en el momento en que se entregaba el dominio de este en los términos del art. 3° de la LIG, a través del boleto y posesión o escritura.

La entrega de las unidades terminadas *no es una nueva operación de venta sino el cumplimiento de la obligación asumida por una de las partes de la permuta*. Y si dos cosas se permutan y *no hay además una parte que se pague en dinero*, eso significa que las dos cosas tienen el mismo valor. Si las unidades terminadas tienen, al momento en que el fiduciante las recibe terminadas, un valor mayor al que vale el terreno, esa ganancia no estaría realizada sino hasta el momento en que dichas unidades efectivamente se enajenaran⁹¹.

b) Gestión del fiduciario

La actividad del fiduciario genera sobre el patrimonio fideicomitado efectos económicos que se traducen en resultados positivos y negativos. *La cuestión que se plantea en esta etapa es a quien le atribuye la ley fiscal ese resultado.*

⁸⁹Cit. en referencia 86

⁹⁰Ob. cit. 62, pag 234

⁹¹En el mismo sentido lo dijo la sala B del Tribunal Fiscal de la Nación en la causa "Durand Quiroga, Raúl" el 29/06/1973: "La pretensión del fisco de desdoblarse un contrato de permuta en dos contratos de compra venta de inmuebles es incompatible con la legislación de fondo (...) la escritura posterior por la que se transfiere el dominio del segundo inmueble ya construido es solamente un mero acto registral no sujeto al impuesto (...) Siendo que la permuta es un contrato consensual cuya prestación puede recaer tanto sobre cosas presentes como sobre cosas futuras, en el caso de autos dicho contrato quedó perfeccionado con la suscripción de la primera escritura..."

En el proyecto analizado se trata de un fideicomiso de tipo fiduciante beneficiario y todos ellos son residentes en el país, pero se decidió a los efectos de que la carga tributaria pese sobre el fideicomiso que fiduciante A ceda total o parcialmente la calidad de beneficiario; en consecuencia el fideicomiso quedara incluido en las normas del art. 69, resultando su tratamiento fiscal como una sociedad de capital por oposición al tratamiento de excepción del art. 49 inc. d') que se le hubiera otorgado al F° en caso de no existir tal cesión.

c) *Cesión de derechos*

El fisco ha sostenido permanentemente que las cesiones de derechos en fideicomisos inmobiliarios implican cesiones de créditos, es decir derechos personales y no reales. *No se asimilan a la transferencia de un derecho real salvo que se realicen después de la entrega de la posesión.*

Es dable aclarar que, sin perjuicio de una conducta ulterior opuesta a la planificada; las unidades adjudicadas a fiduciantes A y B permanecerán en sus patrimonios al menos los dos años estipulados por ley.

Es decir que la adjudicación no implica "enajenación" (venta), la que recién ocurriría y estaría gravada con el impuesto por aplicación del art. 49 inc d), cuando transmitieran posteriormente a un valor mayor, por ejemplo se daría este caso si fiduciante A al adjudicársele diez unidades, resulta que a la semana vende dos. Pues una transferencia en un tiempo mediano por parte de algún fiduciante será interpretado por el agente recaudador como una forma de evasión del impuesto a las ganancias al momento de la adjudicación, pues el ánimo era lucrar con la posterior venta, técnicamente hablando la realidad económica era adjudicar al costo incurrido y luego vender para, ahora sí, evadir el pago del impuesto.

d) *Adjudicación de las unidades terminadas a los fiduciantes beneficiarios*

El beneficio de los fiduciantes es llevarse las unidades para las cuales realizaron la entrega fiduciaria del terreno. En ese sentido además de fiduciantes y beneficiarios son fideicomisarios.

Según DAT 16/06 y DAT 18/06 *"...debemos reiterar que la transmisión de los inmuebles a los fideicomisarios importa en el presente caso y de acuerdo a los argumentos esgrimidos en el punto IV.I.I, un acto jurídico de naturaleza onerosa, no resultando consecuentemente de aplicación la jurisprudencia administrativa citada por el consultante-dictamen 88/01 (DAL)-"*

Estos dictámenes significaron un antes y un después en la interpretación tributaria de los fideicomisos de construcción. La postura del fisco le estaba dando absoluta independencia al fideicomiso de las personas que lo integraban. Se le adjudicaron características de empresa constructora a los fideicomisos y *eso primó sobre el principio de neutralidad.*

La duda naciente a causa de lo anterior es: *si se debe considerar a los fiduciantes beneficiarios fideicomisarios como terceros ajenos al fideicomiso y cuál es el importe que debe considerarse como "precio" para la adjudicación.*

Habría básicamente dos alternativas:

- a) la suma de los aportes realizados.(en nuestro caso el valor del aporte será el valor equivalente del terreno)
- b) el valor de plaza al momento de la adjudicación.

El Acta de reunión de la comisión de enlace C.P.C.E.C.A.B.A.-AFIP de Julio de 2006 da cuenta de que el fisco contesto al respecto:

- a) la base imponible se considera por el valor de los aportes efectuados por el fiduciante (valor total que consta en escritura), si no hay cesión de boleto. En el caso de cesiones del fiduciante-beneficiario a cesionarios la transacción se realiza entre el cedente y el cesionario, siendo el fideicomiso ajeno a la misma.
- b) debe considerarse también el valor de los aportes efectuados por el fiduciante

Postura que siguió sosteniendo en todas las actuaciones posteriores, ya sea consultas vinculantes o dictámenes en los que las áreas asesoras intervinieron.

Para dejar el tema absolutamente claro, el fisco dijo, en su dictamen 09/10 (DI ALIR): "...en lo concerniente al específico tratamiento en el impuesto a las ganancias de las adjudicaciones de las unidades funcionales a los fiduciarios beneficiarios, se señaló, en el marco de las actuaciones referidas, que si bien el art. 3° de la ley del gravamen establece que con la transferencia onerosa de un bien se revela o puede revelarse un rendimiento, renta, beneficio o enriquecimiento en los términos del art. 2° de la ley del gravamen, lo cierto es que resulta necesario indagar acerca de cual es el valor al que se realizan esas transferencias, a los fines de establecer si se ha generado una ganancia gravada.

"...el temperamento de valuación que debe aplicarse para determinar la existencia de ganancia para el fideicomiso al momento de la adjudicación de las unidades ya sea a los fiduciarios beneficiarios o a simples beneficiarios, es el que se desprende del art. 55 de la ley del gravamen".

"Conforme los términos del precepto citado en el párrafo anterior, el fideicomiso deberá valorar el inmueble al costo del terreno, al que se sumara el de su construcción".

"En este sentido, siendo que en el caso las unidades funcionales serán adjudicadas a los fiduciarios al valor de los aportes efectuados ..., y que conforme las propias cláusulas de contrato de fideicomiso, los fiduciarios...se obligan a aportar la totalidad de los fondos necesarios para comprar el inmueble y para hacer frente a todos los costos y gastos que demanden la obra en construcción y trámites necesarios para llevar a cabo el edificio proyectado, en la proporción que cada uno asume...-crf.fojas, difícilmente pueda predicarse la existencia de una ganancia gravada.

Cabe recordar que el art. 88 del decreto reglamentario de la ley de impuesto a las ganancias establece que: "Se considera precio de enajenación el que surja de la escritura traslativa de dominio o del respectivo boleto de compra venta o documento equivalente. El costo computable será el que resulte del procedimiento indicado en los art. 55 o 59 de la ley, según se trate de inmuebles que tengan o no el carácter de bienes de cambio..."

"Es decir que si las unidades son adjudicadas y escrituradas al valor del aporte, será aquel en principio, el valor que cabe atribuir a la transacción efectuada"

"No obstante lo antedicho, es preciso señalar que si se corroborase que el valor de construcción, y por ende, el valor al que los bienes son adjudicados a los fiduciarios beneficiarios es inferior al costo de construcción vigente en el mercado, el fisco podrá impugnar el valor consignado en las escrituras de adjudicación, tal como lo recepta el art. 18 inc.b) de la ley de rito fiscal.

"Es dable advertir que este procedimiento, con la consiguiente consideración del valor de mercado, solo se aplicara en el caso de que el fisco pudiese demostrar que dicho valor no se condice con el valor de construcción vigente en el mercado, pero no a priori".

12.7.2.4. Impuesto a las ganancias y el proyecto Brisamar

Este exhaustivo análisis se efectuó para concluir cual será la posición adoptada para el proyecto Brisamar, reflejado en el siguiente análisis.

No podemos tributar o contabilizar sobre cosas que no sabemos que son, un fideicomiso es un ente contable pero no se rige por resolución técnica contable alguna.

Sí tenemos un indicio de cómo hacerlo aunque no es vinculante, nos estamos refiriendo al Informe nro. 28 del C.P.C.E.C.A.B.A. que data del año 1997. Nos brinda una recomendación de cómo contabilizar en los fideicomisos, aunque no es norma contable.

Esquemáticamente:

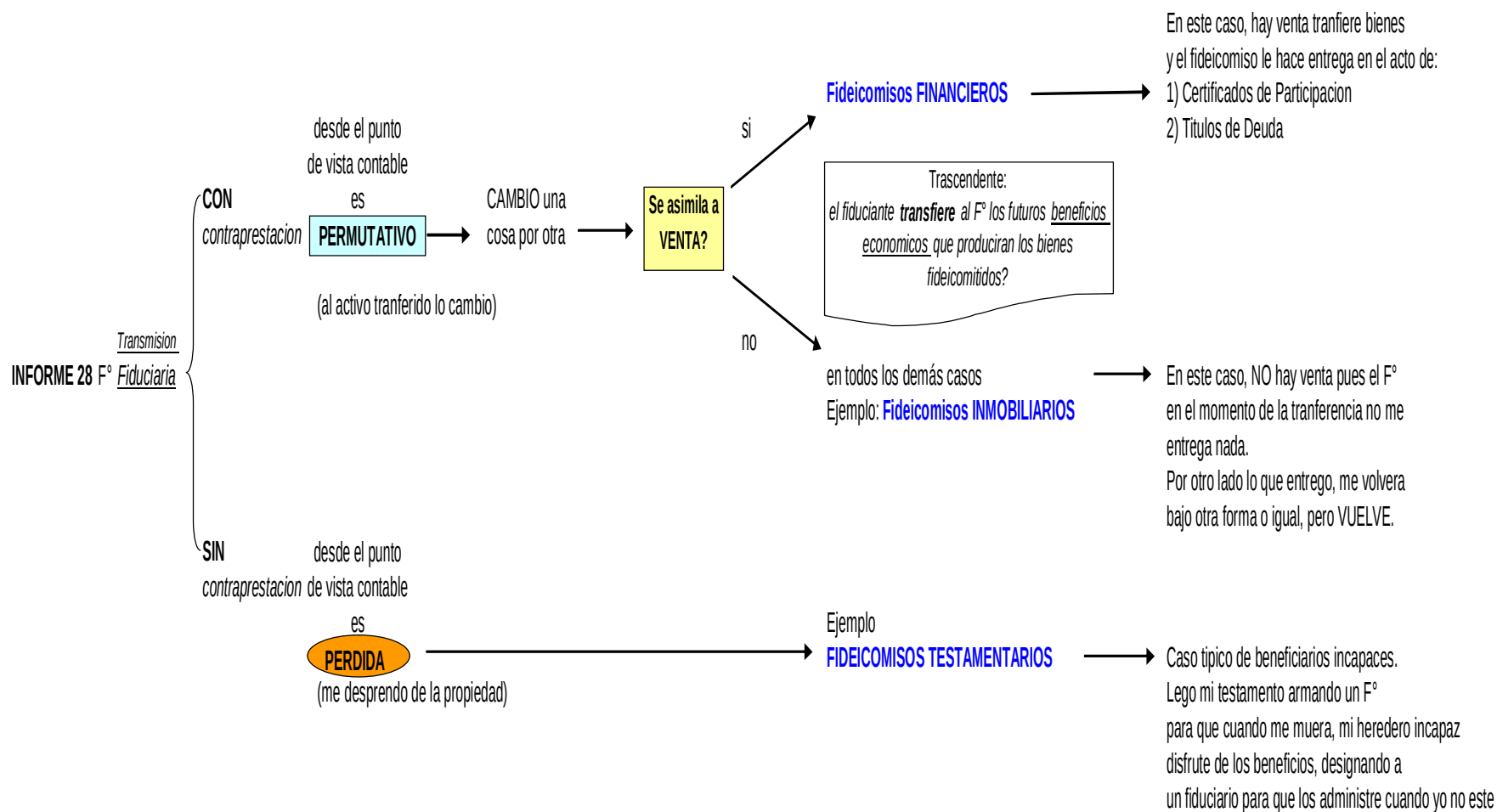


Figura 122 – Análisis del Informe nro 28
Interpretación y elaboración propia

El Informe 28 separa, contablemente hablando, en fideicomisos en los cuales la transmisión de la propiedad fiduciaria inicial sea a cambio de una contraprestación o no. Esto es trascendente pues desde el punto de vista del fiduciante y del fideicomiso sabremos qué contabilizar siempre y cuando sepamos si hay o no contraprestación, valga la redundancia para que quede claro.

Si hay contraprestación, es decir se cambia un bien por otro, como se refleja en nuestro caso, fiduciantes A y B cambian su propiedad inicial transfiriéndola a un fideicomiso a cambio de un derecho que algunos han dado en llamar *en expectativa*. Transfirieron un inmueble a cambio de metros cuadrados. Aplicando el concepto, entonces hay contraprestación.

La pregunta que sigue, siempre analizando el informe mencionado, es: se *asimila a venta* o no, y lo relevante para analizarlo según se menciona, es si *el fiduciante transfiere al fideicomiso los futuros beneficios económicos que producirán los bienes fideicomitidos*. Es decir, si entrego un bien en propiedad fiduciaria y me entregan algo en forma concomitante, y esto solo se da en los fideicomisos financieros, pues si invierto en ellos los beneficios futuros que genere lo que yo entrego *no son míos* y al momento de invertir me entregaran un certificado de participación o un título de deuda, por mi entrega dineraria. Si se da lo anterior será considerado venta, *de lo contrario no*, aclara el informe y recordando que estamos hablando en términos contables.

Es decir que en nuestro caso *no será una venta*, pues no solo al momento de la transferencia fiduciaria *no me entregan nada* (ya dijimos que contabilizaremos un derecho en expectativa) sino que no se transfieren los futuros beneficios económicos que producirán los bienes fideicomitidos sino que *volverá bajo la forma de pesos o remanente de departamentos*.

Es decir que la mayoría de los fideicomisos no financieros forman parte de este último. Y específicamente en el caso Brisamar la *entrega en propiedad fiduciaria a un fideicomiso del terreno a cambio de unidades es considerada una transferencia con contraprestación pero no es venta*. Y esto toma muchísima relevancia pues:

- 1) la contabilidad es el reflejo del negocio económico, en este caso un proyecto inmobiliario llamado Brisamar
- 2) desde el punto de vista jurídico nuestra contabilidad es un *acto propio*
- 3) si contabilizamos de una determinada forma siguiendo una lógica conceptual, no podremos luego presentar al banco, por ejemplo otra información por conveniencia económica

El derecho tributario es *autónomo*, lo aclara el art. 1º de la ley 11683. Es tan importante la contabilidad que como hay muchas cuestiones que los impuestos no aclaran, la norma contable es la que impera. Por ejemplo, impositivamente hablando el art. 18 en ley de impuesto a las ganancias habla del principio de percibido, conceptualizándolo; pero *no hace lo mismo con el principio del devengado* (en ningún artículo lo menciona). Dado lo cual si devengo contablemente, entonces devengare impositivamente hablando, pues no hay un concepto en todo el articulado de la ley que mencione el devengamiento (si hay excepciones al devengamiento, no un concepto taxativo).

Todo esto, se aclaró para concluir que si bien la ley del impuesto a las ganancias menciona el valor del mercado para venta de inmuebles, nosotros adoptaremos la postura de *adjudicación al costo incurrido para fiduciante A y B, toda vez que dicha transferencia es con contraprestación pero no es considerada venta*. Tema este que toma relevancia para el cálculo ulterior del impuesto a las ganancias (ver Estados proyectados)

IMPUESTO a la GANANCIA MINIMA PRESUNTA

Los fideicomisos deben tributar el 1% s/ACTIVO FIDEICOMITIDO a la fecha de cierre de ejercicio. El fiduciario será el responsable por el pago.

Si en un ejercicio no hay utilidad devengada, lo que suele ocurrir durante los años de construcción, deberá pagarse este impuesto. El activo lo constituirán todos los aportes realizados y los restantes activos que se hubieran adquirido a terceros y independientemente de su pago. *Es decir todo lo reflejado en el activo del ente*. La postura del fisco en el Dictamen 54/10 es que el terreno y la obra tienen como destino "la venta", por lo que no pueden ser excluidos en función de lo previsto por el art. 12. b) (no son bienes de uso). En el caso Brisamar, el valor bajo del terreno hará que se pague un valor menor de este impuesto que redundará en un beneficio

financiero, sin perjuicio de una posterior carga adicional en el impuesto a las ganancias y en el IVA al momento de la adjudicación, aunque claro con el edificio ya terminado todo podrá evaluarse con otra perspectiva.

En el ejercicio en que se otorgue la posesión o se escriture, lo que ocurra antes, se reconocerá el resultado obtenido, y se darán de baja los activos enajenados. Solo quedará el dinero obtenido por la operación, que luego de pagar los gastos será transferido a compradores finales, fiduciante B y el remanente al fiduciario A. En ese ejercicio si de la operación resulta una ganancia cuyo 35% es superior al IGMP que se determine por los activos al cierre, no deberá tributarse IGMP.

Este pago posee la facultad de ser considerado como “pago a cuenta” del impuesto a las Gcias.

IMPUESTO sobre los INGRESOS BRUTOS

Si bien podríamos entender que el fideicomiso no realiza una actividad habitual en caso de que lleve adelante una sola obra, en nuestra opinión la construcción es actividad considerada “habitual” a título oneroso, considerándose efectuada por cualquier otro sujeto societario sin que varíen las consecuencias económicas para los involucrados.

La tasa que se aplica es del 3% s/Ventas netas de I.V.A. y el fiduciario es el responsable del ingreso del gravamen, sin perjuicio de la retención a cuenta que se vayan generando.

IMPUESTO de SELLOS

Estarán alcanzados los actos, contratos y operaciones de carácter onerosos formalizados en el territorio de la Pcia de Buenos Aires, en instrumentos públicos o privados. Alícuota 3% s/escrituras publicas de compra venta de inmuebles (Boletos de compraventa están alcanzados al 1,20%, se tomara a cuenta de la futura escrituración)

IMPUESTO a los Debitos y Créditos bancarios

Cuentas corrientes fiduciarias se encuentran gravadas por el tributo

0,6% s/Debitos bancarios por pagos efectuados.

0,6% s/Créditos bancarios por depósitos recibidos.

IMPUESTO a los BIENES PERSONALES

Fideicomiso gravado al 0,5% s/Activo fideicomitado

Fiduciario: responsable sustituto

Beneficiario: no responsable del ingreso

12.8. Planificación Fiscal

□ **Objetivo:** el proyecto se desarrollará optimizando su costo impositivo, pero al mismo tiempo, dando la seguridad a fiduciantes y administrador fiduciario, que no se incurrirán en contingencias sustantivas por impuestos o sanciones, al llevar a cabo toda la operatoria en el plano fiscal dentro del marco legal y reglamentario vigente, cumpliendo con las exigencias de los distintos organismos de contralor a nivel nacional y provincial, tanto materiales como formales.

□ **Plan de trabajo:** Encuadre impositivo del proyecto en su conjunto e informe de detalle que permitirá contemplar el impacto de los distintos gravámenes que incidirán en la operatoria en cada una de sus etapas y cuantificarlo sobre el plan de negocios del proyecto. Estos trabajos comprenden asesoramiento en caso de ser necesario y apoyo en materia fiscal durante el tiempo de ejecución de obra hasta la transferencia de cada unidad.

□ **Draft para discusión:** Análisis en materia legal y fiscal de borradores de contratos y/o boletos de compra venta por compra de UF, en función de las características individuales de cada inversor sin perder de vista el cumplimiento de normas legales y fiscales. Estos trabajos comprenden atención de consultas y reuniones de trabajo con el administrador fiduciario, fiduciantes, asesores legales, escribanía y comercializadores; en los casos que corresponda se entregarán minutas o informes por escrito.

□ **Asesoramiento sobre el impacto fiscal:** Para los fiduciantes y para el fideicomiso en las operaciones de transmisión de la propiedad fiduciaria de los inmuebles objeto del emprendimiento.

□ **Inscripción del Fideicomiso:** ante los organismos fiscales de contralor nacional y provincial.

Asesoramiento impositivo durante el proyecto:

□ **Objetivo:** Evitar en cabeza del fideicomiso y de los fiduciantes (en lo que hace a los resultados del fideicomiso) contingencias sustantivas por liquidaciones erróneas de impuestos mensuales o anuales, retenciones, o incumplimientos de obligaciones formales.

□ **Plan de trabajo:** El plan de trabajo, que hemos dividido de acuerdo a la frecuencia en que será desarrollado, comprende las siguientes tareas:

o **Mensualmente:** En caso de producirse alguna novedad de interés fiscal relacionada directamente con la actividad del fideicomiso, le será informada al personal indicado por el administrador fiduciario por e-mail y/o fax. Se atenderán todas aquellas consultas que se nos planteen, vinculadas con la actividad contemplada en la presente propuesta, en forma telefónica, vía e-mail, y en caso de ser necesario mediante un dictamen por escrito.

o **Trimestralmente:** Realizaremos una revisión sobre las liquidaciones de impuestos y retenciones mensuales soportadas y realizadas por el administrador fiduciario, controlando:

- El impuesto al valor agregado.
- El impuesto sobre los ingresos brutos.
- El régimen de retenciones del impuesto a las ganancias RG 830.

Las observaciones y recomendaciones emergentes serán volcadas a un informe que en una reunión al efecto pondremos en conocimiento a las partes intervinientes.

o **Anualmente:** Realizaremos la confección de las declaraciones juradas correspondientes al fideicomiso, de los siguientes impuestos:

- A las ganancias, con su correspondiente informe para fines fiscales, que será confeccionado según pautas del fideicomiso (declaración jurada del fideicomiso o liquidación donde se determine el resultado impositivo a distribuir entre los fiduciantes).
- Sobre los ingresos brutos DD.JJ. anual
- A la ganancia mínima presunta. (Recordar que su pago es “a cuenta del impuesto a las ganancias”)
- Asistencia a reunión anual de fiduciantes y/o compradores finales para evacuar cualquier inquietud o consulta que surja en relación a los temas fiscales del fideicomiso.

Trabajos especiales contemplados:

- Contestación de requerimientos e intimaciones de los organismos fiscales de control.
- Confección de moratorias o planes de pago.
- Cancelación de las inscripciones del fideicomiso ante la AFIP-DGI y las Direcciones de Rentas respectiva (armado y presentación de las mismas ante cada organismo).

12.8.1. Fideicomiso puro e impuro

Actualmente para el organismo recaudador los fideicomisos “mixtos” impositivamente no existen, razón por la cual, se definen dos tipos:

1. **Fideicomiso TRANSPARENTE:** cuando los fiduciantes son al mismo tiempo beneficiarios. El resultado es determinado por el fiduciario y asignado en cabeza de cada fiduciante+beneficiario.
2. **Fideicomiso IMPURO (o no “transparente”):** cuando no se da el caso anterior, o dándose existen cesiones posteriores. El resultado es determinado por el fiduciario y el impuesto abonado directamente por el fideicomiso

Fº TRANSPARENTE vs IMPURO

Para generar los fondos que permitan financiar la construcción del edificio, el contrato prevé la posibilidad de:

- Comercializar las UF mediante boletos de compra-venta (No se nombran nuevos fiduciantes)-Fº transparente
- Que fiduciantes fundadores A y B cedan su participación nombrando fiduciantes adherentes que aporten los fondos a cambio de metros cuadrados o que ceden su parte a “nuevos” beneficiarios.Fº No transparente

La distinción entre una y otra es la posibilidad de cesión en caso de sumarse fiduciantes adherentes. Dicha “cesión” no es un tema menor, dado que en materia fiscal, según últimos dictámenes emanados de la AFIP, el fideicomiso MIXTO (doctrinariamente se permitía su coexistencia) actualmente impositivamente NO EXISTE.

Como ya adelantáramos la postura adoptada, para la planificación impositiva se adoptó la de un Fº NO TRANSPARENTE (previendo una mínima cesión de la calidad de beneficiario del fiduciante A) a los efectos de simplificar la relación entre las partes; esto es se prevé que la carga impositiva pese sobre el fideicomiso cuando se configuren los hechos imponibles

respectivos. En estados-proyectados (ver **Anexo IV**), se ejemplifica un análisis ejemplificativo.

12.9. Aspectos contractuales

El que se adhiera para comprar un departamento tendrá la opción de elegir entre:

- a) Suscribir un boleto de compra venta, por compra de una UF
- b) Sumarse como fiduciante adherente (inversor) aportando fondos en contraprestación de los derechos y obligaciones suscriptas.

En el primer caso, amén de las cláusulas propias del boleto (entre las más relevantes posibilidad de control y pacto comisorio), “en resumidas cuentas” solo se obliga al aporte del dinero comprometido.

Mientras que en el segundo caso, nacen derechos y obligaciones según el contrato de fideicomiso suscripto por los fiduciantes fundadores, al cual deberán adherirse.

La firma del boleto de compra venta y/o del contrato de adhesión como fiduciante adherente se suscribirá en la Escribanía Atkinson, cita en calle Av. Independencia 1426/34 Tel/Fax. (0223)492-1634 o Tel/Fax. (0223)494-4271. Es dable aclarar que se sumó al grupo humano una de las escribanías más prestigiosas de la Ciudad, mitigando una de las falencias del desarrollador, esto es *ser su primer proyecto*

12.9.1. Boleto de compra-venta y adhesiones fiduciantes inversores

En Anexo respectivo se acompaña redacción del Boleto de compra venta. No así la adhesión a fiduciantes inversores, pues se planifica PRE-vender a terceros.

12.9.2. Estructura jurídico del producto



Figura 123 – Estructura jurídica del producto
Elaboración propia

12.9.3. Funcionamiento y operatividad



9

Figura 124 – Funcionamiento y operatividad
Elaboración propia

13. Análisis de RIESGOS

13.1. Importancia de su análisis

La importancia de este apartado es elaborar un análisis prospectivo que anticipe la configuración de un futuro deseable y desde allí retroceder hasta el presente para construir planes adecuadamente insertados en la realidad que permitan construir momento a momento un accionar eficaz y orientado hacia dicho futuro objetivado como deseable, minimizando los riesgos.

En el análisis del riesgo de un proyecto inmobiliario confluyen dos problemas⁹²:

- 1. La conversión de los flujos de fondos del proyecto de acuerdo con cualquiera de los criterios económicos como el VAN y la TIR, es decir la probabilidad de ocurrencia de los flujos de fondos tiene implícito un riesgo de que no ocurra.*
- 2. La evaluación de la incertidumbre inmobiliaria*

Riesgo e incertidumbre van de la mano. Si se logra conocer y medir el riesgo de un proyecto inmobiliario, y acotar la incertidumbre, estaremos en mejores condiciones para evaluar con precisión el horizonte de tal proyecto, concluye el autor consultado. Mientras la probabilidad de ocurrencia del riesgo es posible estimar, las probabilidades en una situación de incertidumbre no se conocen o no es posible estimar.

13.2. Riesgo en el mercado inmobiliario

El riesgo específico del negocio inmobiliario tiene en cuenta a todos aquellos factores que pueden afectar las hipótesis con la que se construyo el flujo de fondos⁹³:

- **Riesgo de Construcción:** posibles aumentos del costo de la obra (afectan a los egresos),

⁹²Dr. Franceschini Juan Carlos, El Mercado Inmobiliario y la preparación de proyectos, Cdi, segunda edición, 2006, p.233 y sig.

⁹³Evaluación de Proyectos Inmobiliarios, Carrera de Especialización en Gerenciamiento y Dirección de Proyectos y Obras (Geo). Ing. Civil Martin R. Repetto Alcorta Facultad de Arq., Diseño y Urbanismo. pag. 59 y sig.

incrementos del plazo de obra (afectan al modelo de ingresos por el retraso en la escrituración de las unidades).

- Riesgo del negocio: tiene en cuenta que algunos proyectos son más riesgosos que otros.
- Riesgo Comercial: puede que el precio de venta del modelo sea más bajo por condiciones de mercado o por reacción de la competencia o que la velocidad de venta sea menor.
- Riesgo del mercado: demoras en la obtención de permisos y habilitaciones, cambios impositivos, cambios en la paridad cambiaria que llevarán a obtener menos pesos por la venta de una unidad en caso de haber vendido en dólares u otra moneda extranjera.

Gráficamente:

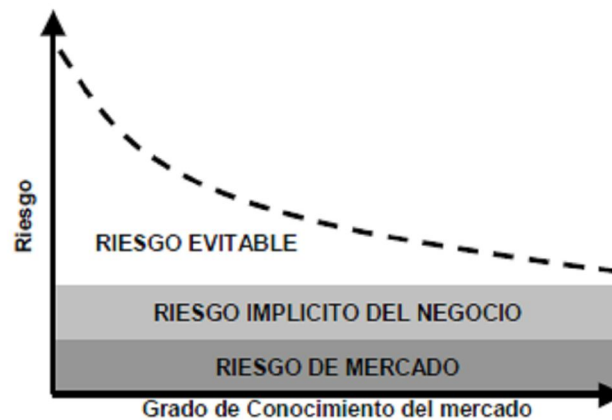


Figura 125 - Fuente: Evaluación de proyectos inmobiliarios- Ing. Civil Repetto Alcorta

Lo que muestra este Gráfico es que hay riesgos evitables que se minimizan con un adecuado estudio de mercado que permita entender la dinámica del mercado inmobiliario en lo que se refiere a demanda, oferta, competencia, productos sustitutos y contexto.

Habrà un riesgo implícito del negocio que junto con el del mercado, será muy difícil disminuir.

Todos estos riesgos pueden incrementar la necesidad de fondos para llevar a cabo el emprendimiento por el aumento de costos o la disminución de ingresos, por diversos factores involucrados en los riesgos.

Cuanto mayor sean las habilidades y conocimientos del desarrollador para administrar y operar los riesgos de un proyecto o *cuanto más avanzada esté la construcción de una obra, menor será el plus por riesgo percibido como necesario por parte de los inversores potenciales.*

Un proyecto inmobiliario es una combinación en un determinado momento de:

- Ubicación
- Diseño
- Segmento a captar
- Competencia
- Comercialización
- Financiación
- Contexto

Que lo hacen único e irrepetible, aclara el autor. De ahí que sea imposible medir adecuadamente el riesgo de mercado y la *beta* basándose en proyectos pasados como normalmente se hace con las Acciones (ver principios financieros fundamentales punto 14.3.)

*El riesgo inherente de cada proyecto, es producto del **grado de variabilidad** de la rentabilidad con la variación de factores internos y externos.*

No tomar en cuenta el riesgo específico del proyecto equivale a suponer que todas las estimaciones realizadas como velocidad de ventas, costos, precios de venta, tasa de inflación,

reacción de la competencia, paridad cambiaria, etc. son *absolutamente ciertos*.

Lo que pretendemos demostrar a cada potencial inversor es la consistencia del proyecto frente a las posibles variaciones de las variables (escenarios) y la probabilidad de obtener un VAN positivo para la tasa de descuento (tasa de corte) seleccionada.

Un buen plan de negocios (tesis en este caso) deberá contemplar la incertidumbre en las variables para tener en cuenta que las cosas pueden salir en forma contraria a lo planificado y con que probabilidad de ocurrencia.

El riesgo y la incertidumbre se pueden acotar y administrar con un adecuado estudio de mercado previo que permita una adecuada definición y posicionamiento del producto para satisfacer las necesidades del segmento objetivo mejor que la competencia

Ésta es la razón del marketing inmobiliario (ver Marketing punto 11). Un adecuado Plan de Marketing que tenga en cuenta las fuerzas del mercado *reducirá ampliamente los riesgos del proyecto*.

Se detallan a continuación los principales riesgos asociados y su forma de litigación:

Proyecto BRISAMAR	
RIESGO	MITIGACION
<u>Patrimonial</u>	Fideicomiso
<u>Comercial</u>	Sistema de "penalidad" por Incumplimientos
<u>Variacion de Costos Internos y Plazo de OBRA</u>	Analisis Economico y Financiero
<u>Performance Empresa Contratista</u>	Contratacion de Garantias y Seguros de Caucion
<u>Performance Proveedores</u>	Acopio
<u>Avance de Etapas (Continuidad)</u>	Garantias/PRE-ventas
Posibilidad de pago con m2	
Suscripcion inicial cubre 100% Acopio de Materiales	
PRE-ventas iniciales garantizan continuidad de obra	
El fiduciante Adherente y/o Comprador mediante Boleto C-V conoce	
QUE INVIERTE EN UN PROYECTO	

Figura 126 - Fuente: Elaboración e interpretación propia

El comprador conoce que invierte en un proyecto estructurado bajo la forma de un fideicomiso "a precio fijo" actualizable (el precio es fijo pues si el índice es cero, el precio es el mismo) y tal inversión se realizó en base a la adopción de una decisión independiente basada en su propio análisis de toda la información incluida en el plan de negocios.

13.3. Riesgo y tasa de corte

Es una obligación del desarrollador (en este caso en particular autor de esta tesis) demostrar la coherencia, confiabilidad y consistencia de un estudio que avalen las proyecciones y calcular la TIR y el VAN en distintos escenarios y con métodos alternativos que den consistencia integral para que luego cada potencial comprador y/o inversor decida, de acuerdo a su grado de propensión al riesgo, la conveniencia de invertir o no en el emprendimiento.

La tasa de corte para un proyecto específico esta formada por:

- Costo de oportunidad
- Prima de riesgo
- Tasa de inflación

Para nuestro proyecto en particular, se estipula incorporar en los boletos de compra venta, una cláusula de actualización monetaria (se PRE-venderá en pesos adaptándonos al actual contexto en la cual el cepo cambiario es un protagonista insoslayable) consistente en un índice que

publica la Cámara Argentina de la Construcción, el cual se aplicara en forma mensual al saldo adeudado. Es decir, dicho saldo se dividirá por la cantidad de cuotas que le restan abonar, luego se ajustara por el índice mensual (que refleja incrementos de mano de obra y de materiales de la construcción) dividiéndose el *nuevo valor ajustado* por la cantidad de cuotas restantes, resultando el monto a pagar en el mes.

Esquemáticamente hablando, tomaremos un ejemplo de un comprador y cual seria el flujo proyectado de cuotas, aplicando los índices publicados por la Cámara Argentina de la Construcción del período pasado reciente

Vivir frente al mar... **Playa ESTRADA – Mar del Plata**



Brisamar
CONSTRUCCIÓN

RESUMEN de CUENTA

DE DEUS Nascimento

Monto convenido	\$	364.727,00
Anticipo	Julio	\$ -164.127,00
SALDO ADEUDADO		\$ 200.600,00

Ajustes Indices publicados en:

[http://www.cifrasonline.com.ar/cifras/index.php/content/view/full/76/\(encuesta\)/1/\(offset\)/cac](http://www.cifrasonline.com.ar/cifras/index.php/content/view/full/76/(encuesta)/1/(offset)/cac)

Fuente: Camara Argentina de la Contruccion (CAC) y Reporte Inmobiliario

<u>Mes</u>	<u>Saldo ADEUDADO</u>	<u>Cuotas</u>	<u>Ajuste CAC</u> (mes anterior)	<u>Saldo ajustado</u>	<u>Monto cuota</u>
Agosto	\$ 200.600,00	1	1,6%	\$ 203.809,6	\$ 7.548,50
Setiembre	\$ 196.261,10	2	9,5%	\$ 214.905,9	\$ 8.265,61
Octubre	\$ 206.640,29	3	0,4%	\$ 207.466,9	\$ 8.298,67
Noviembre	\$ 199.168,18	4	1,5%	\$ 202.155,7	\$ 8.423,15
Diciembre	\$ 193.806,54	5	3,1%	\$ 199.814,55	\$ 8.687,59

2014

Enero	\$ 191.126,96	6	0,3%	\$ 191.700,34	\$ 8.713,65
Febrero	\$ 182.986,69	7	2,0%	\$ 186.609,82	\$ 8.886,18
Marzo	\$ 177.723,64	8	0,8%	\$ 179.145,43	\$ 8.957,27
Abril	\$ 177.723,64	9	1,1%	\$ 179.678,60	\$ 9.456,77
Mayo	\$ 170.188,16	10	0,9%	\$ 171.719,85	\$ 9.539,99
Junio	\$ 170.221,83	11	1,0%	\$ 171.924,05	\$ 10.113,18

2014

Julio	\$ 162.179,86	12	0,0%	\$ 162.179,86	\$ 10.136,24
Agosto	\$ 152.043,62	13	9,6%	\$ 166.639,8	\$ 11.109,32
Setiembre	\$ 155.530,49	14	11,5%	\$ 173.416,5	\$ 12.386,89
Octubre	\$ 161.029,60	15	0,0%	\$ 161.029,6	\$ 12.386,89
Noviembre	\$ 148.642,71	16	1,1%	\$ 150.277,8	\$ 12.523,15
Diciembre	\$ 137.754,63	17	0,5%	\$ 138.443,40	\$ 12.585,76

2015

Enero	\$ 125.857,64	18	0,6%	\$ 126.612,78	\$ 12.661,28
Febrero	\$ 113.951,51	19	4,3%	\$ 118.851,42	\$ 13.205,71
Marzo	\$ 105.645,71	20	0,6%	\$ 106.279,58	\$ 13.284,95
Abril	\$ 92.994,63	21	0,0%	\$ 92.994,63	\$ 13.284,95
Mayo	\$ 79.709,69	22	0,7%	\$ 80.267,65	\$ 13.377,94
Junio	\$ 66.889,71	23	4,6%	\$ 69.966,64	\$ 13.993,33
Julio	\$ 55.973,31	24	0,0%	\$ 55.973,31	\$ 13.993,33
Agosto	\$ 41.979,98	25	5,6%	\$ 44.330,9	\$ 14.776,95
Setiembre	\$ 29.553,91	26	0,0%	\$ 29.553,9	\$ 14.776,95
Octubre	\$ 14.776,95	27	5,8%	\$ 15.634,0	\$ 15.634,02

Total abonado				\$ 307.008,25	\$ -106.408,25
----------------------	--	--	--	---------------	----------------

Figura 127 – Esquema proyectado de cuotas de un comprador- Elaboración propia

Lo que se observa es que el saldo inicial adeudado al mes de Agosto del 2013 de pesos doscientos mil seiscientos (\$200.600), terminó transformándose a Octubre del 2015 en pesos trescientos siete mil ocho pesos (\$307.008); es decir que por efecto del recálculo mensual proyectado, el comprador bajo este formato abonara pesos ciento seis mil cuatrocientos ocho (\$106.408) más que el saldo inicial, lo que representa un 53,04%.

Dado lo cual la tasa de inflación será reemplazada por un factor denominado *Diferencial Inflación vs. Índice de la CAC* (ver punto 14.3.1)

Adelantándonos a su análisis, se considerará en el análisis del VAN como tasa de corte en el proyecto Brisamar a los siguientes factores:

- **Costo de oportunidad** (Por ejemplo, colocación de pesos en un plazo fijo)
- **Prima de riesgo de un proyecto inmobiliario** (Aprobación, performance, comercial, etc.)
- **Otros riesgos** (Incluyéndose lo comentado: *Diferencial Inflación vs. Índice de la CAC*)

Esto lo justificamos en que los índices acumulados publicados por la Cámara Argentina de Construcción (que sirven de base para ajustar ingresos) de los últimos (3) tres años fueron:

Año	Indice CAC
2012	25,6
2011	23,2
2010	26,7

Por lo que estimamos que su comportamiento será similar a la inflación *anulándose su efectos en el numerador y en el denominador al analizar el valor actual neto de flujos de fondos futuros*; concluyendo que si los ingresos se ajustan al alza con un comportamiento similar a la inflación (numerador del factor al analizar el VAN); en el denominador *no correspondería incluir la tasa de inflación* sino un concepto denominado *Diferencial Inflación vs. Índice CAC*, como un factor de riesgo. Sin perjuicio de lo anterior, mediante un análisis comparativo se demostrará que los resultados del VAN y la TIR resultan ser similares con valores nominales (ingresos y costos) versus a los valores redeterminados (ver **Anexo V**)

Si bien aclaramos que no existe una tasa de corte única (ver punto 14.3 principios financieros fundamentales) lo que sí se debe hacer es analizar distintas tasas y seleccionar la más adecuada en función al modelo de negocio que se lleve a cabo, por ejemplo no será lo mismo PRE-vender a precio fijo, si es venta al costo o bien si se trata de una estructuración de venta dolarizada al valor del dólar oficial, en la cual su paridad puede no acompañar a la inflación, en cuyo caso si habrá que tener en cuenta en la tasa de corte la incidencia de la inflación.

*Siempre encontraremos inversores que, por su propensión a invertir en ladrillos, y por las escasas alternativas de inversión, estarán dispuestos a invertir en un **excelente proyecto como el nuestro** a tasas del orden por encima del 15-20% netas de inflación, sobretodo cuando las tasas de los plazos fijos en pesos arrojan guarismos negativos si tomamos en cuenta el valor de la inflación de los últimos tres años.*

Concluimos que la Espalda del negocio estará dado por:

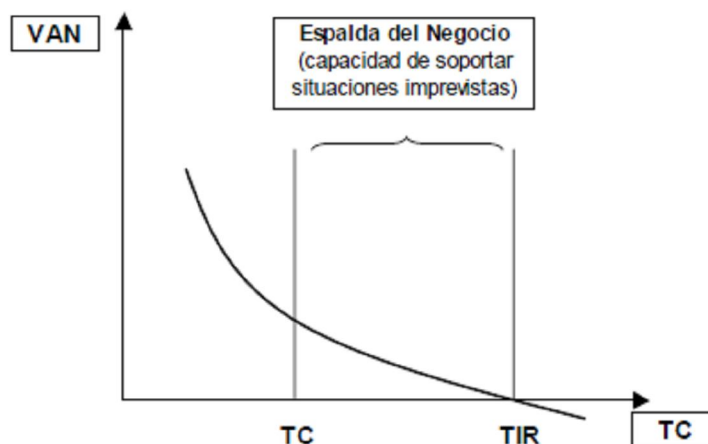


Figura 128 - Fuente: Evaluación de proyectos inmobiliarios- Ing. Civil Repetto Alcorta

13.4. Técnicas de simulación aplicadas al análisis de riesgos en proyectos

Para el ferviente lector y en especial para nosotros en particular, este análisis no solo es fundamental sino que interpretando su lógica conceptual y una correcta aplicación a nuestro producto inmobiliario se dotará al mismo de una coherencia única como diferencia competitiva frente a nuestra competencia (hemos notado luego de varias entrevistas con referentes del sector que no se utilizan muchas o muy pocas de las herramientas aquí aplicadas)

Siguiendo la temática propuesta en⁹⁴ el análisis de la rentabilidad de un emprendimiento inmobiliario no puede realizarse sin considerar que las condiciones supuestas pueden alterarse a lo largo del tiempo.

El nivel de vulnerabilidad que presenta el proyecto frente a la variación de los factores no controlables se puede determinar mediante, dos métodos para modelar la *incertidumbre*:

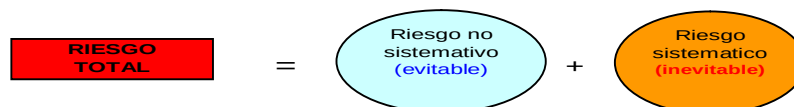
- **Análisis de Sensibilidad:** estima la *sensibilidad* de los resultados del proyecto (VAN) frente a posibles cambios de un parámetro. (ejemplo: precios). Es un análisis del tipo *que pasa si*; que permite conocer que variables son más importantes como fuente de riesgo. Este tipo de análisis permite determinar la *dirección de cambio del VAN* ante el cambio de una (análisis univariado) o varias variables determinadas (análisis multivariado), para que el VAN siga siendo positivo o nulo. Su principal **desventaja** es que no tiene en cuenta la probabilidad de ocurrencia de cada posible valor que **si se logra con la técnica de Simulación llamada Montecarlo**
- **Simulación de Montecarlo** (ver punto siguiente y aplicación al proyecto en punto 15.7.)

A mayor variabilidad (por ejemplo de los flujos de fondos)
mayor será el **riesgo asociado**
"independientemente" de que la **TIR siga siendo mayor a la tasa de corte**

Dentro de las variables incluidas en un flujo de fondos, tendremos a:

1. Variables controlables: Son aquellas en las cuales el desarrollador o emprendedor podrá tomar acciones o medidas a su debido tiempo para lograr controlarlas o corregirlas. Ubicación del proyecto, el diseño y el marketing para comunicar las fortalezas del emprendimiento a los potenciales clientes al momento de lanzamiento. Se trata de *variables con gran influencia sobre el flujo de fondos proyectado por el grado de atracción que pueden generar en la demanda potencial*. Esto se traduce en una mayor velocidad de ventas y una mayor probabilidad de que el flujo proyectado se aproxime a la realidad.
2. Variables no controlables: Son aquellas en las que el desarrollador poco podrá realizar para mitigarlas. **Están en relación con el "riesgo sistemático", el riesgo del sistema en su conjunto**⁹⁵. Inflación (consecuencias negativas que puede provocar al disminuir poder adquisitivo de un potencial comprador), tipo de cambio (efectos colaterales de bruscos cambios en el valor del dólar), tasas de interés, comportamiento de la demanda, reacción de la competencia, es decir variables micro y macroeconómicas, que pueden incidir en el poder adquisitivo del demandante.

El Riesgo total es la suma del comportamiento de las variables controlables e incontrolables, o dicho de otro modo:



⁹⁴ Ob. cit. 93, pag 63 y sig

⁹⁵ Ob. cit. 92, pag 234

13.4.1. Simulación de Montecarlo

Los orígenes de esta técnica se remontan a fines de los cuarenta, cuando Stan Ulam y Jhon Von Neumann investigaban el movimiento aleatorio de los neutrones en el Laboratorio de los Alamos. Su nombre proviene del famoso casino de la ciudad de Mónaco.

Seleccionar las variables críticas de un flujo de fondos, asignarles una distribución de probabilidades, cargarlas a un sistema y que nos brinde la información deseada es muy útil; *pero lo es más entender su lógica conceptual intrínseca.*

Nos costo interpretarlo, y deseo exponer la información que a mi entender *nadie debe dejar de conocer al evaluar un producto inmobiliario*, incluyéndonos desde ya.

La inversión en activos se realiza a cambio de flujo de fondos esperados. *El riesgo en un proyecto de inversión inmobiliario proviene de la variabilidad de esos flujos de fondos esperados, lo cual, a su vez depende de la incertidumbre asociada a las fuentes de ingresos (precio de venta, momento de la venta de cada unidad funcional, tiempo de construcción) y los costos.*

En la práctica los términos incertidumbre y variabilidad se utilizan como sinónimos, pero *conceptualmente son distintos*:

- **Incetidumbre:** puede ser representada por distribuciones de probabilidad y proviene del *grado de desconocimiento de las variables que alimentan el modelo (inputs).*
- **Variabilidad:** se representa con distribuciones de frecuencia y esta asociada a la *dispersión de resultados.*

*la aplicación del proceso de Simulación de Montecarlo permite experimentar
en escenarios con incertidumbre
donde existe un riesgo asociado a la toma de decisiones*

La simulación es un proceso que permite construir un modelo lógico matemático, experimentar con el mismo para comprender el comportamiento del sistema en su conjunto y ayudar, con las conclusiones del mismo, a una adecuada toma de decisiones.

Una de las grandes ventajas de la simulación es que permite tomar decisiones en función de resultados determinados antes de su aplicación en el mundo real y *es precisamente lo que nos sucedió como se observará más adelante* (Ver *Propuesta a inversor*, básicamente la aplicación del modelo nos permitió conocer un valor *inicial* del m2 en pesos que se utilizó como plataforma para concretar la primer venta que consistió en tres departamentos).

En simulación se utilizan modelos matemáticos que pueden clasificarse en:

- a) Determinísticos: cuando dado un valor de entrada, se obtiene un único valor de salida cada vez que se corre el modelo. (Ejemplo: sistema de ecuaciones que relacionan a las variables en un problema determinado, prediciendo resultados exactos bajo ciertas hipótesis)
- b) Probabilísticos o Estocásticos: cuando se obtienen n respuestas. Se trata de un enunciado de las relaciones entre variables a las que se asocia una distribución de probabilidad apropiada (triangular, uniforme, normal, etc.). O sea que existe la probabilidad de ocurrencia de resultados asociados al comportamiento aleatorio de las variables.

Existen dos aspectos claves para la aplicación exitosa de la simulación:

1. Identificar las distribuciones de probabilidad adecuadas para las variables aleatorias que alimentan el modelo (inputs).
2. Definir en forma adecuada las interdependencias en el comportamiento de dichas variables.

En un proyecto de inversión inmobiliario no se conoce con certeza ni el costo de construcción ni el precio de venta que se logrará en el momento de comercialización, ni el momento en que se

venderá cada unidad funcional, ni el plazo de obra. Podemos estimar un valor máximo, uno mínimo y otro probable del costo y del precio de venta y asignarles una **distribución triangular de probabilidad**.

El momento en que se venderá una unidad no podemos asignarle dicha distribución, sino establecer distintas opciones (escenarios). Permitiendo que el modelo seleccione en forma aleatoria los valores del costo de construcción, del precio de venta y escenarios de momento de ventas, el VAN tendrá una distribución de frecuencias asociada que podemos determinar con el método de Simulación de Montecarlo. (Ver su aplicación al proyecto en punto 15.7)

13.5. Conclusiones

Combinar un análisis de sensibilidad y de escenarios, donde las variables se toman en forma aleatoria *permite incorporar la incertidumbre a través de una modelación probabilística del problema con los beneficios que esto trae aparejado.* Lo cual será fundamental al momento de establecer un precio de venta, por ejemplo.

Los riesgos nunca podrán ser eliminados, pero si debidamente identificados, previstos y asumidos facilitarán la consecución de los objetivos previamente definidos y eso es precisamente lo que nos motiva a este análisis in extenso en particular.

Un análisis de sensibilidad es muy importante pero su combinación con esta técnica permitirá analizar la correlación entre variables (por ejemplo, si subo el precio de venta, se vende más rápido y los costos permanecen constantes, el VAN dará mayor) generando una distribución de probabilidades del proyecto (VAN), en vez de uno solo *estimado* como se logra con el análisis de sensibilidad, facilitando la toma de decisiones en condiciones de incertidumbre, ya que no solo muestra el posible rango de variación (dispersión) sino la probabilidad de obtener un resultado positivo.

Los inversores, especialmente extranjeros, requieren seguridad jurídica y un adecuado nivel de protección respecto de las contingencias en general. EL FIDEICOMISO COMO HERRAMIENTA PARA NEGOCIOS INMOBILIARIOS es un paso importante en este sentido y el análisis recientemente comentado lo es muchísimo más.

14. Análisis económico y financiero

14.1 Introducción teórica relevante

Es necesario diferenciar lo que es un análisis económico de lo es un análisis económico-financiero.

- *Análisis económico:* considera las cantidades de dinero pagadas y cobradas y nos dará el margen económico del negocio.
- *Análisis económico y financiero:* agregan dos interrogantes, si los distribuimos en el tiempo podremos ver en cuánto tiempo se obtiene ese margen y que nivel de riesgo implica la obtención de ese margen.

Para desarrollar el proyecto analizado habrá que efectuar una inversión. En un sentido amplio, se deberá analizar que erogación dineraria estará comprometida para afrontar los costos y gastos que implican este tipo de proyectos, en quien o quienes nos apoyaremos para soportarlos y que ingresos probables podremos llegar a obtener, obviamente si estos últimos no llegaran a cubrir a los costos asociados, no solo desearía este proyecto sino cualquier otro negocio que no cumpla con este requisito esencial.

Según Damián Tabakman⁹⁶ define la evaluación de proyectos como una técnica financiera que permite aceptarlos o rechazarlos sobre la base de pautas predefinidas y seleccionar por comparación entre aquellos proyectos que las cumplan.

Intentaremos aclarar conceptualmente el tema, para luego aplicar al proyecto bajo análisis lo

⁹⁶Damián Tabakman, Desarrollos Inmobiliarios Exitosos. Ob.cit. pag 170

siguiente:

- a) Determinar inversiones necesarias y el momento en las cuales se requieren o requerirán las mismas.
- b) Flujo de fondos, cash flow o Buisness Case
- c) Análisis de Rentabilidad del proyecto (indicadores VAN, TIR, etc.)
- d) Análisis de sensibilidad y riesgo
- e) Simulación de Montecarlo

Un proyecto de inversión inmobiliaria consiste en afectar fondos a un terreno o edificio existente con el objetivo de construir para obtener un flujo de fondos que permita el recupero del capital invertido más un plus de ganancia que premie el riesgo asumido y la inmovilización de dicho capital⁹⁷

14.2. Ingresos y egresos en el proyecto inmobiliario

A continuación presentamos los principales ingresos y egresos que sin carácter taxativo, habrá que tener en cuenta en la construcción de un flujo de fondos:

Ingresos:

- ☐ Ventas (para nuestro caso: el valor de ingreso mensual corresponde a Anticipos que *no congelan precio* por estar incididos por un ajuste que corresponde a un índice de actualización)
- ☐ IVA Ventas: la venta de unidades a estrenar está gravada por el IVA. La alícuota asciende al 10.5 % a lo que hay que restarle la incidencia que tiene el terreno sobre el costo de construcción ya que la tierra no tributa IVA. Por ejemplo si tenemos un terreno que vales \$ 100 y el costo de construcción asciende a \$ 400, el porcentaje a descontar de la alícuota del IVA Ventas asciende a $(\$ 100 / \$ 500 = 20\%)$. En el caso de la construcción el IVA ventas será el 80 % del 10.5 %, es decir el 8.4%. En nuestro caso el valor del terreno corresponde a un valor muy bajo *casí* sin incidencia.

Egresos:

- ☐ Estudios Previos (Mercado, Suelos, estructuras existentes, etc.)
- ☐ Costo Terreno (incluyendo costos de comercialización y escrituración, tasas e impuestos)
- ☐ Costo de Construcción (materiales, mano de obra, subcontratos, según curvas de avance)
- ☐ Gastos Generales
- ☐ Beneficio Empresa Constructora
- ☐ Honorarios Proyecto y Dirección
- ☐ Honorarios estudio técnicos (inst. termomecánica, proyecto iluminación, etc.)
- ☐ Honorarios asesores jurídicos, impositivos, contables
- ☐ Costos constitución Fideicomiso
- ☐ Costos de operación y cierre del Fideicomiso
- ☐ Costos de Comercialización inmuebles (comisión inmobiliaria)
- ☐ Costos de publicidad y marketing
- ☐ Costo transferencia de Dominio (gastos de escrituración de las unidades vendidas)
- ☐ IVA Credito fiscal
- ☐ Impuesto al débito y al crédito
- ☐ Saldo IVA Ventas – IVA Compras (La parte del precio de venta que corresponde al IVA la retiene el desarrollador hasta que recupere el IVA Crédito pagado durante la construcción por los materiales, por los subcontratos, estudios técnicos y asesorías. Los excedentes los debe abonar al Fisco. Conviene realizar el cálculo de la posición frente al IVA en forma separada del flujo de fondos y sumárselo al final.
- ☐ Impuesto a las Ganancias (35%), impuesto a los sellos (1.20% sobre ventas sin IVA), Ingresos Brutos (3% sobre ventas sin IVA).

⁹⁷ Evaluación de Proyectos Inmobiliarios, Carrera de Especialización en Gerenciamiento y Dirección de Proyectos y Obras (Geo). Facultad de Arq., Diseño y Urbanismo. Pag. 16 y sig

Para definir la evolución de los ingresos en el tiempo es fundamental conocer la velocidad de ventas de la zona de influencia y proyectar distintos escenarios posibles. Este modelo de ingresos y egresos es una herramienta crítica para identificar, por ejemplo **qué cantidad de unidades harán falta para cubrir todos los costos involucrados, es decir, cuales serán las variables más relevantes que incidirán, con su variabilidad, en la rentabilidad del proyecto para compararlo con otras fuentes alternativas de inversión y es precisamente lo que se intentará reflejar en el flujo de fondos y nos permita calcular el VAN y la TIR como medida de rentabilidad.**

Definida la inversión total del proyecto y su rentabilidad, hay que proceder a determinar las fuentes de financiamiento. Se define como tales a los fondos necesarios para hacer frente a las inversiones requeridas, las que podrán estar integradas por capital propio o de terceros (Equity), Deuda o aportes en especie a cambio de unidades funcionales (ejemplo: terreno, Empresa Constructora, Subcontratistas, etc.). En el dimensionamiento financiero se deberá incorporar a los costos, el costo financiero de los créditos tomados. *En nuestro proyecto se acudirá a las PRE-ventas como fuente de financiación y un aporte de pesos de novecientos cincuenta mil (\$950.000) por parte del Fiduciante A.*

La importancia de medir la *rentabilidad* y comprender su significado es vital, por ello sin escatimar horas de lectura y narración abordamos los aspectos que a nuestro entender son relevantes.

14.3. Principios financieros fundamentales

Acudiendo al análisis del Arq. Repetto Alcorta⁹⁸ y debido a su claridad expositiva nos atrevimos a exponer simbolismos (de autoría propia) y análisis que son muy clarificadores para el lector y por supuesto para nosotros como evaluadores de un proyecto. Todos sabemos *que un peso hoy vale más que un peso mañana*, debido a que un peso hoy puede invertirse para comenzar a generar intereses inmediatamente. Así, el valor actual de un cobro futuro puede hallarse multiplicando el cobro por un factor de descuento que es menor que uno. Este factor de descuento se expresa como la inversa de 1 más la tasa de rentabilidad.

$$VA = FD \times C$$

$$FD = \frac{1}{1+r}$$

Para calcular el valor actual, descontamos los cobros futuros esperados a la tasa de rentabilidad ofrecida por alternativas de inversión comparables.

Esta tasa de rentabilidad suele ser conocida como **Tasa de Descuento o coste de oportunidad del capital o tasa de corte**. Se le llama coste de oportunidad porque es la rentabilidad a la que se renuncia por invertir en un proyecto como el nuestro.

Un peso seguro vale más que uno con riesgo.

La tasa de descuento de un proyecto se determina por la tasa de rentabilidad de inversiones alternativas de riesgo comparable. No todas las inversiones presentan igual riesgo y por ello las tasas varían. Supongamos que estimamos que el proyecto es tan arriesgado como la inversión en el mercado de acciones que ofrece, por ejemplo una rentabilidad del 12 %. Entonces el 12 % se convierte en el adecuado coste de oportunidad del capital. Esta es la rentabilidad a la que estaríamos renunciando por no invertir en acciones comparables.

Indicadores VAN y TIR

Valor Actual Neto (VAN):

Es la suma, a valores de hoy, de los componentes del flujo de fondos

⁹⁸Ob. cit. 97. Pag 34 y sig

$$VAN = \sum \frac{FF_i}{(1+d)^i}$$

Siendo “d” la tasa de descuento. Dicha tasa de descuento representa el costo de oportunidad del capital, siendo la tasa de rentabilidad de una inversión alternativa de riesgo equivalente a la que el inversor renuncia por inmovilizar su dinero en el proyecto. Algunos utilizan la tasa marginal o tasa de corte, que es la tasa de rentabilidad del proyecto más desfavorable que se estaría dispuesto a encarar.

La tasa de descuento a emplear debe tener en cuenta todos los riesgos que pueden influir en la variabilidad del flujo de fondos proyectado.

El criterio para aceptar un proyecto es que el mismo arroje un VAN positivo. Un VAN positivo implica que el inversor obtiene un plus por sobre la inversión alternativa de riesgo equivalente a la que renunció por invertir en el proyecto.

Las características fundamentales del VAN son:

- El VAN reconoce el valor del dinero en el tiempo.
- El VAN depende exclusivamente del flujo de fondos proyectado y de la tasa de descuento elegida.

Cuanto más lejano (i) y más riesgoso (d) sea un ingreso, menor valor tendrá hoy para un inversor. Si dos proyectos tienen igual VAN se debe elegir el de menor riesgo, a igual tasa de descuento se debe elegir el que represente menor tiempo de desarrollo y a igual tiempo de desarrollo se debe elegir el de menor tasa de descuento.

Tasa Interna de Retorno (TIR):

Siguiendo con el análisis del Ing. Civil Repetto Alcorta⁹⁹, la Tasa Interna de Rentabilidad se define como la tasa de descuento que hace que el VAN sea igual a cero. Para un proyecto de inversión que dura t años:

$$VAN = C_0 + \frac{C_1}{(1+TIR)} + \frac{C_2}{(1+TIR)^2} + \dots + \frac{C_t}{(1+TIR)^t} = 0 \rightarrow TIR$$

El criterio de la tasa interna de retorno es aceptar un proyecto de inversión si el costo de oportunidad del capital es menor que la TIR.

Si el costo de oportunidad del capital es menor que la TIR, el VAN es positivo

Por lo tanto cuando comparamos el costo de oportunidad del capital contra la TIR estamos preguntándonos si nuestro proyecto tiene un VAN positivo. Este criterio dará la misma respuesta que el criterio del Valor Actual Neto siempre que el VAN de un proyecto sea una función uniformemente decreciente del tipo de descuento, característica que puede no verificarse en flujos de fondos no convencionales.

Algunas personas confunden la TIR con el costo de oportunidad del capital, debido a que ambos aparecen como tipos de descuento en la fórmula del VAN.

La TIR es una medida de rentabilidad que depende únicamente de la cuantía y duración de los flujos de tesorería del proyecto.

El coste de oportunidad del capital es un estándar de rentabilidad para el proyecto que utilizamos para ver cuanto vale el proyecto a valores de hoy. El coste de oportunidad del capital es la tasa esperada de rentabilidad ofrecida por otros activos de riesgo equivalente al proyecto que está siendo evaluado.

14.3.1. Análisis de tasas de descuento de distintos autores

⁹⁹ Ob. cit 97.

Sin perjuicio de repetir conceptos y acudiendo a una vieja máxima en la cual afirma que la repetición es la base de la perfección, el costo de oportunidad del capital depende del nivel de riesgo que afecta al proyecto. Lo que hace que una inversión sea riesgosa es que haya un abanico de resultados posibles.

El riesgo de un proyecto de inversión inmobiliario se define como la dispersión que puede ocurrir entre el VAN real y el estimado como consecuencia de la variabilidad de las variables que intervienen en el flujo de fondos.

Existe **riesgo** cuando es probable encontrar más de un resultado posible y se conoce su probabilidad de ocurrencia. En cambio estamos en una situación de **incertidumbre** cuando esas probabilidades de ocurrencia no se conocen.

Uno de los problemas más importantes que intenta resolver la economía financiera moderna es la cuantificación de la relación existente entre el riesgo y la recompensa (rendimiento esperado) por asumirlo. Y para ello es crucial, el valor de la tasa que condensa los esfuerzos necesarios para retribuir a las fuentes de financiamiento y, a su vez, representa el costo de oportunidad que se asume al elegir una inversión y no otra¹⁰⁰.

El costo de oportunidad es la rentabilidad periódica esperada por el inversor a cambio de inmovilizar los fondos a lo largo de un periodo en un proyecto como el nuestro, siendo “su” costo de oportunidad de capital aquella alternativa a la que renuncia a un nivel de riesgo comparable.

El Dr. Franceschini¹⁰¹, denomina a la tasa con el nombre de TRECA “tasa de recuperación del capital atractiva”, y aclara: “*su nombre radica en que el inversor lo que más le interesa conocer es cómo se comporta el proyecto frente a esta tasa que se constituye en la tasa comparable frente a otras alternativas u oportunidades de inversión, es decir, como recuperará el capital invertido desde el punto de vista financiero en el proyecto que se analiza*”. **Aclara que no existe acuerdo unánime en los inversores inmobiliarios sobre cual es el valor que debe adoptar dicha tasa, como así tampoco las variables que deben incidir en su cálculo.**

La premisa básica de todo proyecto de inversión inmobiliario es que debe incrementar el valor de la empresa desarrolladora que lo lleva a cabo, sea ésta una compañía formalmente establecida en plaza o una creada a efectos del emprendimiento¹⁰² como es nuestro caso.

Razón que nos motivo a un extenso análisis de evaluación de distintas teorías sobre su análisis, para posteriormente seleccionar la más adecuada a nuestro proyecto. Desarrollaremos algunas teorías de análisis de tasas de corte:

- 1) TCO (tasa de corte oculta) **Fuente propia**
- 2) WACC
- 3) CAPM
- 4) Tasa de corte por **Adición de RIESGOS**

TCO (tasa de corte oculta)

Generalmente (incluso lo he experimentado) cuando se elige vender en pozo, uno cree que esta prevendiendo a tasa cero; pues quien me compra se asimilaría a un préstamo sin costo, es decir a tasa cero.

Y esto no es así; pues no es lo mismo descontarle un 5% del precio de venta que un 15%. Y es precisamente este descuento inicial lo que hemos dado en llamar *tasa de corte oculta* que dependerá del descuento inicial suscripto a cada comprador al momento de dar inicio a la obra o al tiempo de evaluar un flujo de fondos proyectado.

Para el proyecto Brisamar, la TCO resulta del promedio de considerar el descuento inicial tomando como referencia el precio promedio y el precio de lanzamiento (ver Precios-Excel)

¹⁰⁰Evaluación de proyectos inmobiliarios, Gómez Mario-David Tisocco, Ediciones BRE, 2006, p. 271

¹⁰¹Franceschini Juan Carlos, El mercado Inmobiliario y la preparación de proyectos, Cdi, segunda edición, 2006, p.165

¹⁰²Op. cit. 37, p. 270

Considerando Precio "promedio"					Diferencia (negativa) - COSTO OCULTO			
PRE-venta/m2					Pesos/m2		%	Monto en (\$)
Peña Juan Carlos	\$	9.169	\$	16.090	\$	6.921	0,43012944	\$ 477.444
DI BELLA Gustavo	\$	10.731	\$	16.090	\$	5.359	0,33305753	\$ 223.482
(D)Papagni Jorge	\$	11.530	\$	16.090	\$	4.560	0,28340004	\$ 122.729
(D1)De DEUS Nascimento	\$	11.735	\$	16.090	\$	4.355	0,27064132	\$ 98.710
(D2)Cristina Vasquez	\$	12.232	\$	16.090	\$	3.857	0,23973213	\$ 95.893
(D3)Guillermo SILBERBERG	\$	13.389	\$	16.090	\$	2.701	0,16785908	\$ 73.491
(D4)Sandra ROLDAN	\$	13.389	\$	16.090	\$	2.701	0,16785908	\$ 73.491
(D5)NIETO Sergio Edgardo	\$	13.578	\$	16.090	\$	2.511	0,15608503	\$ 79.947
(D6)PALUMBO Gabriel	\$	14.822	\$	16.090	\$	1.268	0,0787973	\$ 62.329
					\$			\$ 1.307.515
TCO					0.253511537	25.35%		

Considerando Precio "lanzamiento"												
Peña Juan Carlos	\$	9.169	\$	22.301	\$	1.110.000	\$	13.132	0,58884883	\$	653.622	
DI BELLA Gustavo	\$	10.731	\$	22.301	\$	671.000	\$	11.570	0,51881323	\$	348.124	
(D)Papagni Jorge	\$	11.530	\$	22.301	\$	433.060	\$	10.771	0,48298626	\$	209.162	
(D1)De DEUS Nascimento	\$	11.735	\$	22.301	\$	364.727	\$	10.566	0,47378108	\$	172.801	
(D2)Cristina Vasquez	\$	12.232	\$	22.301	\$	400.000	\$	10.068	0,45148066	\$	180.592	
(D3)Guillermo SILBERBERG	\$	13.389	\$	22.301	\$	437.815	\$	8.912	0,39962557	\$	174.962	
(D4)Sandra ROLDAN	\$	13.389	\$	22.301	\$	437.815	\$	8.912	0,39962557	\$	174.962	
(D5)NIETO Sergio Edgardo	\$	13.578	\$	22.301	\$	512.200	\$	8.723	0,39113081	\$	200.337	
(D6)PALUMBO Gabriel	\$	14.822	\$	22.301	\$	791.000	\$	7.479	0,33536913	\$	265.277	
					\$	5.157.617					\$	2.379.839
TCO		0,461422252		46,14%								
TCO		"promedio"		0,274706666		27,47%						

Figura 129 – Tasa de corte (TSO)- Interpretación y elaboración propia

A mayor riesgo el inversor exigirá una mayor recompensa para invertir en un proyecto, es el concepto que se aplicó para dar inicio a la obra. Es decir, el comprador percibió mucho riesgo al no ver nada pero se lo compensó con una importante baja en el precio inicial; a medida que se cerraron operaciones y se dio comienzo a la obra el costo oculto disminuyó considerablemente.

WACC

El costo de oportunidad del capital se puede aproximar por el costo promedio ponderado del capital o WACC (**Weight Average Capital Cost**), esto es el costo que surge de distintas fuentes de financiamiento

$$d = WACC = k_d \times (1 - t) \frac{D}{C} + k_e \times \frac{E}{C}$$

En esta fórmula:

K_d = costo de la deuda

t = tasa marginal de impuesto de la empresa = 35%

D = deuda (Debt)

E = Equity (Capital propio + capital de terceros a riesgo)

K_e = costo del capital propio

C = E + D

Para poder estimar su valor, necesitamos conocer por un lado, el costo del endeudamiento de una empresa o de un proyecto (k_d) y por otro lado el costo del capital propio (K_e).

Dado que nuestro proyecto no se financia con préstamos bancarios ni créditos hipotecarios, el análisis del primer factor pierde relevancia y por ello pierde peso el análisis del WACC en un emprendimiento como Brisamar, que se financia casi exclusivamente con PRE-ventas (ver TCO) que ya se aclaró que para nosotros sí tiene un costo pero *el mismo no deja de ser arbitrario* pues dependerá del valor del metro cuadrado tomado como referencia para calcularlo.

Por otro lado el costo del capital propio es la tasa de rentabilidad requerida por los accionistas o socios de una sociedad para invertir en una empresa determinada y como se verá más adelante uno de los fiduciarios fundadores aporta un dinero para financiar la obra; el cual podría ser considerado como capital propio, pero calcular su costo no tiene sentido pues lo presta a cambio de las unidades futuras que le corresponderán según el contrato de fideicomiso suscrito.

En general, como los intereses que paga la empresa son deducibles del impuesto a las ganancias, el costo de la deuda, después de impuestos, es menor.

A mayor nivel de deuda, mayor es el riesgo percibido por el incremento del riesgo financiero de no poder atender, con el producido del negocio, a los intereses de la misma. A mayor riesgo percibido por los accionistas de una empresa, mayor será el costo del capital propio.

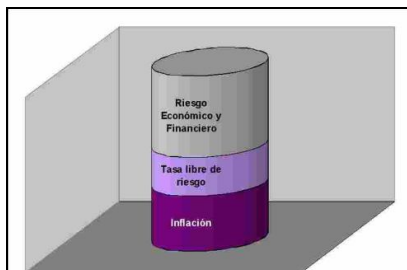
El costo del capital propio es el más difícil de estimar y por ello se han desarrollado métodos alternativos para calcularlo.

CAPM

Siguiendo¹⁰³, el **Capital Asset Pricing Model** (CAPM) es el modelo más utilizado por los analistas financieros de todo el mundo para estimar el costo del capital propio K_e , o *rentabilidad que esperan obtener los inversionistas de acuerdo al nivel de riesgo a asumir*. En los años sesenta, William Sharpe simplifica el cálculo del punto de tangencia aproximándolo al portafolio de mercado que es aquel compuesto por todos los activos del mercado.

El rendimiento esperado debe compensar tres factores:

- 1) La inflación
- 2) El valor del dinero en el tiempo, representado por la tasa libre de riesgo
- 3) El riesgo, tanto económico como financiero



A medida que aumenta el riesgo percibido, el retorno esperado debe ser mayor como incentivo a asumirlo. Esto puede verse en el juego de la ruleta donde los jugadores más conservadores que juegan a una chance (probabilidad 50%) reciben como premio lo mismo que apostaron, en cambio los más arriesgados que le juegan a un número (probabilidad 1/37) reciben un premio mucho mayor que compense el mayor riesgo a correr.

El riesgo de un activo se define en términos del grado de variabilidad de sus rendimientos futuros.

La medida tradicional del riesgo en proyectos de inversión se expresa en términos de distribución de probabilidades.

El CAPM se basa en la teoría de la diversificación de carteras, estudiando el comportamiento pasado de distintas carteras de acciones. Es razonable suponer que las carteras con un comportamiento pasado de alta volatilidad presenten también un comportamiento futuro incierto.

Se estudian carteras de acciones en lugar de acciones individuales porque los inversores pueden reducir el riesgo mediante la diversificación por la correlación imperfecta de las mismas (una caída en el valor de unas se compensa con subas en otras).

La porción de riesgo que puede ser eliminado mediante la diversificación se conoce como riesgo no sistemático y representa el *riesgo específico de un negocio*. Pero existe un riesgo que no se puede evitar por mucho que se diversifique llamado *riesgo de mercado*.

La teoría de la diversificación demuestra que a medida que se incrementa el número de activos

¹⁰³ Ob. Cit 97 pag 34

que se incorporan a un portfolio de inversiones, el riesgo individual o específico desaparece quedando como remanente el riesgo sistemático o riesgo de mercado. Así, si se seleccionan de 10 a 15 acciones de la bolsa, el riesgo de la cartera se aproxima al riesgo de mercado que se deriva de los peligros del conjunto de la economía que amenazan a todos los negocios. *Es decir que para una cartera bien diversificada solo importa el riesgo de mercado.* El CAPM fue construido sobre la premisa de que la varianza de los retornos sobre el portfolio de mercado es la medida del riesgo apropiada y que el único riesgo recompensado es el riesgo sistemático porque, en un mercado eficiente, el riesgo único o específico puede ser eliminado mediante la diversificación.

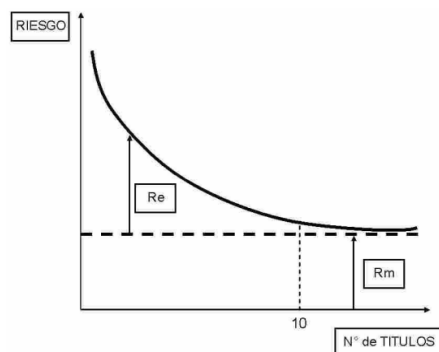


Figura 130 - Fuente: Evaluación de proyectos inmobiliarios- Ing. Civil Repetto Alcorta

En un mercado eficiente todos los inversores poseen la misma información y disponen de las mismas oportunidades por lo que todos invertirán en la cartera de mercado ya que es la que posee la mejor relación rentabilidad-riesgo. *Los inversores necesitan conocer el efecto que cada acción tendrá sobre el riesgo de su cartera. Para ello, no sirve de nada conocer el riesgo del título por separado sino su sensibilidad respecto a los movimientos del mercado.*

Esta sensibilidad se denomina Beta (β).

Beta es una medida de correlación entre el **rendimiento de un activo en particular** y el **rendimiento del mercado dentro del cual está inserto**.

Beta indica la forma en que el rendimiento de un activo determinado covaría con la rentabilidad del mercado.

Es decir que Beta refleja la medida en que la rentabilidad del activo se verá influenciada por la rentabilidad del mercado. La estimación de la Beta de un activo se realiza por medio de la técnica de regresión lineal teniendo en cuenta la rentabilidad de la acción y la del mercado a lo largo de una serie histórica.

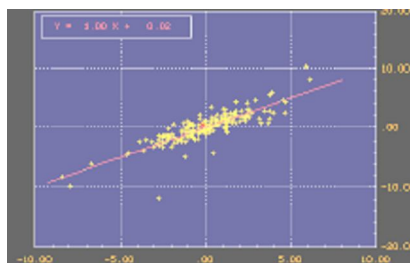


Figura 131-La Beta de un título es la pendiente de dicha regresión lineal.
Fuente : Evaluación de proyectos inmobiliarios- Ing. Civil Repetto Alcorta

El riesgo de una cartera bien diversificada es proporcional a la Beta de la misma, la cual es igual a la media de las Betas individuales de los títulos que la conforman. Así, el promedio ponderado, Beta, de todas las β_i de las acciones que integran una cartera bien diversificada es una medida del riesgo sistemático.

Podemos encontrar valores de Beta de distintas empresas en www.google.com/finance y en www.finance.yahoo.com.

A mayor Beta, mayor sensibilidad a los movimientos del mercado. Títulos con Beta mayor que 1 tienden a amplificar los movimientos conjuntos del mercado, mientras que una Beta igual a 1 implica una correlación perfecta con el mercado. Para cada variación de 1% en la rentabilidad del mercado, la rentabilidad del título individual varía en $\beta\%$.

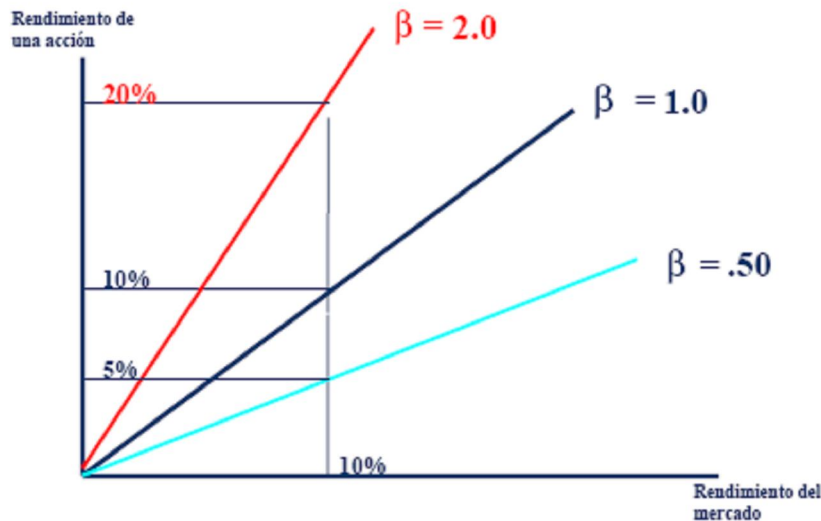


Figura 132-Interpretación de la Beta de un título
Fuente : Evaluación de proyectos inmobiliarios- Ing. Civil Repetto Alcorta

Si una cartera es eficiente, ha de existir una relación lineal entre la rentabilidad esperada de cada acción y su contribución marginal al riesgo de la cartera, es decir, Beta. Así, si una acción tiene un efecto marginal sobre el riesgo de la cartera mayor que otra, tendrá que tener también una rentabilidad esperada proporcionalmente mayor.

El modelo predice la siguiente ecuación:

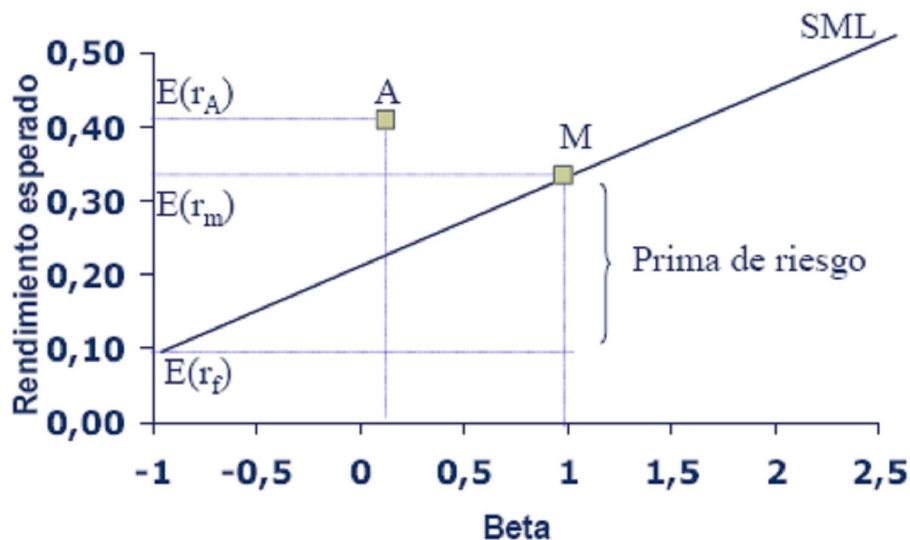


Figura 133-Prima de riesgo
Fuente : Evaluación de proyectos inmobiliarios- Ing. Civil Repetto Alcorta

Todo inversor racional exigirá que el rendimiento de cualquier activo sea igual o superior al correspondiente a la SML para el nivel de riesgo correspondiente (punto A de la figura).

El CAPM sostiene que en un mercado de capitales eficiente, la prima por riesgo esperada de cada inversión será proporcional a su *Beta*. Así, la rentabilidad que exigirán los inversores será la tasa libre de riesgo, que recompensa el valor del dinero en el tiempo, más un plus por riesgo:

$$r = r_f + (r_m - r_f) \times B + RA$$

El término central de la ecuación anterior, esto es, el producto de beta por la prima de riesgo de mercado ($r_m - r_f$) es el riesgo sistemático de la acción en cuestión.

El riesgo sistemático se origina en el hecho de que existen factores macroeconómicos que afectan (hacia arriba o hacia abajo) a todas las empresas de la economía. Sin embargo, esta influencia no afecta a todas las acciones por igual. Frente a una baja (alza) del rendimiento promedio del mercado accionario, algunos sectores o empresas reducen (aumentan) sus retornos más que el promedio (es decir, son más sensibles que el mercado) y otros, menos que el promedio (es decir, son menos sensibles que la media del mercado a los cambios de expectativas).

Esta volatilidad relativa al mercado que presenta cada sector o empresa, se llama precisamente riesgo sistemático o riesgo del mercado, porque marca el movimiento sistemático inevitable que se produce como reacción a cambios masivos en la macroeconomía. En otras palabras, la situación económica general del país hará empeorar o mejorar, en mayor o menor medida, la del negocio, independientemente de la calidad de su management. Este *riesgo sistemático* explica sólo parcialmente los retornos accionarios de una compañía.

El componente RA del retorno deriva del llamado riesgo asistemático (varianza de RA), y representa el efecto sobre el retorno accionario de todas las variables que no se mueven sistemáticamente, es decir, en conjunto, con el mercado accionario.

Condiciones específicas de la empresa como por ejemplo su know-how o la calidad de los productos y servicios que se ofrecen, mueven su performance hacia arriba o hacia abajo con independencia de lo que ocurra en la economía en general. Este riesgo se tiene en cuenta en el numerador de la fórmula del VAN mediante escenarios y simulación.

En condiciones de equilibrio y para un inversor diversificado, el término RA desaparece y la ecuación se transforma en la siguiente denominada modelo CAPM:

$$r = r_f + (r_m - r_f) \times B$$

$r = K_e$ = costo del capital propio (Tasa de descuento que solicitarán los inversores)

r_f = Tasa libre de riesgo

r_m = rendimiento esperado del mercado

$(r_m - r_f)$ = prima de riesgo o premio de mercado (rentabilidad extra del mercado por sobre la tasa libre de riesgo).

Acudiendo a la claridad expositiva del Dr. Franceschini Juan Carlos¹⁰⁴, analiza un caso particular para el cálculo del valor de *Beta*, que considerando los antecedentes históricos de proyectos realizados por una empresa, es posible determinar *Beta* y puede ser muy útil al momento de analizar una caso concreto en particular.

Gráficamente hablando y acudiendo a planillas de Excel

¹⁰⁴ Ob. cit. 92, p. 168 y 169

VARIABLES

Rj: tasa de rentabilidad de proyectos una empresa

Rm: tasa de rentabilidad esperada

Rf: tasa libre de riesgo

Años	Rj	Rm	Rf
1991	20,00%	24,00%	5,50%
1992	21,00%	22,00%	6,00%
1993	22,00%	22,00%	6,00%
1994	20,00%	20,00%	6,00%
1995	18,00%	18,00%	5,00%
1996	24,00%	24,00%	5,00%
1997	24,00%	24,00%	5,09%

Años	Rj	Rm	Rf	K	M	M2	MK
1991	20,00%	24,00%	5,50%	0,1450	0,1850	0,03423	0,026825
1992	21,00%	22,00%	6,00%	0,1500	0,1600	0,02560	0,024000
1993	22,00%	22,00%	6,00%	0,1600	0,1600	0,02560	0,025600
1994	20,00%	20,00%	6,00%	0,1400	0,1600	0,02560	0,022400
1995	18,00%	18,00%	5,00%	0,1300	0,1500	0,02250	0,019500
1996	24,00%	24,00%	5,00%	0,1900	0,1900	0,03610	0,036100
1997	24,00%	24,00%	5,09%	0,1891	0,1891	0,03576	0,035759
				1,1041	1,1941	0,20538	0,19018
						0,029341	0,027169

$$\text{BETA} = \frac{0,00184012}{0,00168741} = 1,09050226$$

Sumatoria MK n	0,19018 7	Sumatoria M2 n	0,2054 7
Promedio de K	0,1577		
Promedio de M	0,1706		
MK	0,026906	M2	0,029099486

$$\text{BETA} = \frac{\text{Sumatoria Mk} - n \text{ Mk}}{\text{Sumatoria M2} - n \text{ M2}}$$

Siendo

$$M = (R_m - R_f)$$

$$k = (R_j - R_f)$$

n = Numero de años en el analisis

M = promedio de M

K = promedio de K

Rj = Tasa de rentabilidad de proyectos de la empresa

Si

Rf	5,10%
Rm	24%

Se podra determinar el costo del capital propio

Ke	0,25710493	25,71%
----	------------	--------

Figura 134: Cálculo de Beta

Fuente: El mercado Inmobiliario y la preparación de proyectos
Elaboración propia

Dado que el emprendimiento analizado es el primero de la firma, no poseemos tasas de rentabilidad de proyectos anteriores y por ende no es posible aplicar dicho cálculo, aunque bien vale conocerlo e interpretar su claridad expositiva.

El MDI Lic. Hipólito Serrano Fernández¹⁰⁵ describe gráficamente:

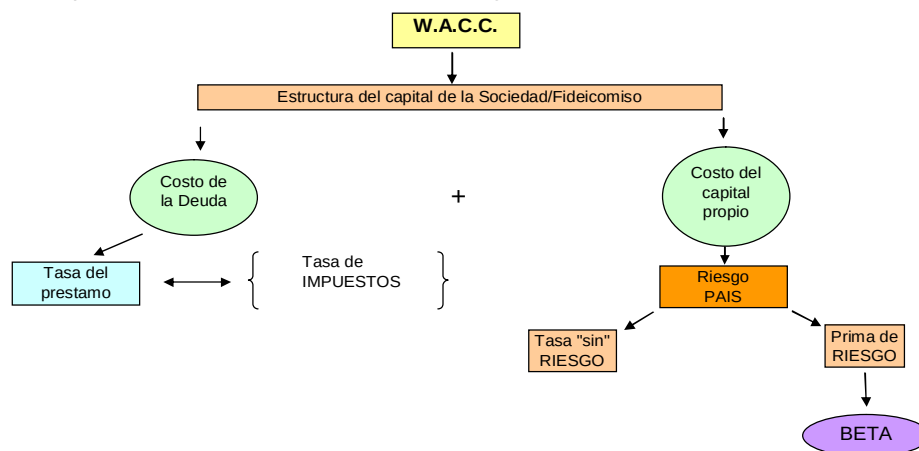


Figura 135 – Esquema del W.A.C.C.
Fuente: Seminario Internacional (MDI), Evaluación de proyectos de Inversión inmobiliaria
Elaboración propia

Si analizamos su eje conceptual y aplicamos la *Beta* calculada por el Dr. Franceschini, obtendríamos:

<u>Rentabilidad del sector inmobiliario</u>	19,00%	
<u>Tasa libre de riesgo país</u>	4,64%	
<u>Inflacion país estable</u>	4,00%	
<u>Tasa libre de riesgo país emergente</u>	17,00%	
<u>Inflacion país emergente</u>	25,00%	
<u>BETA</u>	1,09	
Costo del capital país estable	0,203	20,30%
Correccion por inflacion país estable	0,156727043	15,67%
Correccion por riesgo país emergente	0,299698505	29,97%
Correccion por inflacion país emergente	0,624623131	62,46%

Resultados	Pais Estable	Emergente
<u>Coste de Capital Nominal</u>	20,30%	62,46%
<u>Coste de Capital Real</u>	15,67%	29,97%

Figura 136: Tasa de corte Nominal y real
Fuente: Seminario Internacional (MDI), Evaluación de proyectos de Inversión inmobiliaria
Elaboración propia

El riesgo país¹⁰⁶ suele usarse de manera errónea, donde se engloban tres situaciones diferentes:

- Spread o diferencial de mercado: es la brecha medida en puntos básicos entre los rendimientos de un bono emitido por una empresa o gobierno respecto de otro bono de plazo semejante, comparativamente con un bono considerado sin riesgo. La tasa libre de riesgo por excelencia son las Letras del Tesoro de EE.UU a 10 años (Treasury Bonds 10

¹⁰⁵Materia: Seminario Internacional, Evaluación de proyectos de Inversión inmobiliaria, clase compaginada parte 1, p. 76

¹⁰⁶Ob. cit. 92, pag 235

- Year). La tasa a marzo del 2010 era de 3,68 % y a 30 años 4,64%.
- b) Riesgo país: es el provocado por eventuales cambios políticos o económicos que pueden atrasar el pago de un préstamo. Lo determinan los bancos centrales de cada país.
 - c) Riesgo soberano. Consiste en la nota que las agencias calificadoras de riesgo asignan a las obligaciones emitidas por los gobiernos.

Los valores de los riesgos incorporados, en el análisis arriba descrito fueron seleccionados en función a datos que surgen de últimos informes y periódicos económicos consultados en la presente tesis.

Se deduce que según el valor incorporado en la formula, será el valor de la tasa de corte.

El uso del CAPM para determinar el costo del capital propio es sumamente popular en el mundo financiero. En EE.UU, es el método preferido por el 80% o más de las empresas y asesores financieros.

Las letras del tesoro de EE.UU tienen una beta igual a cero ya que su rentabilidad es fija e independiente de lo que ocurra con el mercado.

En EE.UU. se suele medir la rentabilidad del mercado con el índice compuesto de Standard & Poor's S&P 500 que representa una cartera de acciones ordinarias de las 500 mayores empresas que en conjunto representan el 70% del valor de las acciones que se negocian.

Analizando el periodo 1926-1994 se tiene que la tasa de rentabilidad media de las letras del tesoro de EE.UU asciende a 3,7%, a valores nominales, y el índice S&P500 promedio en dicho periodo fue de 12,2%, lo que representa una prima por riesgo de mercado media de 8,4%.

Tanto Beta como el riesgo del mercado se miden a través de resultados pasados.

En la bibliografía consultada se puede ver que la rentabilidad promedio de este índice entre enero de 1950 y marzo del 2010 asciende a 8,05%.

El nivel de endeudamiento produce el llamado apalancamiento financiero. Dicho apalancamiento financiero no afecta al riesgo o a la rentabilidad esperada de los activos de la empresa (D+E) sino que lo potencia, pero sí aumenta el riesgo del capital propio (E) y conduce a demandar una rentabilidad más alta.

Asimismo, a medida que aumenta la relación entre los costos fijos y los costos variables de producción, aumenta el apalancamiento operativo. A mayores costos fijos mayor riesgo percibido y por lo tanto mayor Beta.

Una empresa con mayor apalancamiento, en general, obtiene una rentabilidad del capital propio mayor y por ende una mayor Beta.

Por último en concordancia con las conclusiones del Arq. Repetto Alcorta¹⁰⁷ coincidimos en que este modelo no funciona bien en mercados emergentes, como el nuestro, ya que las Betas pueden no reflejar un valor de riesgo que sirva para efectuar un análisis consistente. Según el autor, se debe, principalmente, a que en este tipo de mercados no se cumple el supuesto más importante del método que es la *eficiencia del mercado* por las siguientes razones:

- Los mercados de oferta pública son relativamente pequeños. A modo de ejemplo, el mercado bursátil de Brasil, el más grande de Latinoamérica representa tan solo el 1,5% de la bolsa de USA.
- Los mercados bursátiles están altamente concentrados. En Argentina, por ejemplo, las 10 principales acciones que se cotizan concentran el 75% del total de la capitalización del mercado.
- La información sobre el mercado y el costo de capital es escasa, imprecisa, volátil, poco confiable y con series históricas poco representativas por los periodos de

¹⁰⁷ Ob. cit. 93

- hiperinflación, devaluaciones de la moneda, corrupción, restricciones a la entrada y salida de capitales, inseguridad jurídica, etc.
- Muchos sectores de la economía no cotizan en la bolsa.

En estos mercados, los analistas financieros adaptan el CAPM contabilizando el mayor rendimiento esperado de las inversiones adicionando una **prima de riesgo país**:

$$r = r_f + (r_m - r_f) \times B + r_p$$

$r = K_e$ = costo del capital propio (Tasa de descuento que solicitarán los inversores)

r_f = Tasa libre de riesgo (tasa de los Bonos de la Reserva Federal de los Estados Unidos). Es usual trabajar con bonos a 3 años para compatibilizar el plazo con la maduración de los proyectos inmobiliarios.

r_p = prima por riesgo país (constituido por el spread o diferencial de rendimiento entre un bono americano, por ej. el T-Bond a 30 años, y otro argentino de igual duración, por ej., el Par Bond que es uno de los bonos del canje de deuda realizado mediante el llamado Plan Brady). También se puede usar el índice EMBI.

r_m = rendimiento esperado del mercado. Se usa como Proxy al índice S&P 500.

$(r_m - r_f)$ = prima de riesgo o premio de mercado (rentabilidad extra del mercado por sobre la tasa libre de riesgo).

Los inversores tienden a pensar que a medida que aumenta el Riesgo País aumenta también el riesgo de las inversiones.

Como consecuencia de ello exigirán mayor retorno a sus inversiones en estos países.

Como medida del Riesgo País se suele tomar el índice EMBI (Emerging Markets Bond Index). Su valor puede consultarse en www.ambito.com/economia/mercados.

El EMBI se mide en puntos básicos. 100 puntos básicos representan un rendimiento adicional del 1% que se deberán adicionar al cálculo del costo del capital en países emergentes.

Riesgo País	PUNTOS	VAR%	FECHA
ARGENTINA	839	3,58	07/01/2014
BRASIL	243	2,1	07/01/2014
PANAMÁ	205	2,5	07/01/2014
PERÚ	164	0	07/01/2014
VENEZUELA	1.108	1,83	07/01/2014

Observamos como Argentina y Venezuela reflejan importantes diferencias en relación a otros países de la región como Brasil, Panamá y Perú. La pregunta que sigue es si esta situación incide *realmente* al analizar un proyecto de inversión; si bien obviamente para cualquier inversor medianamente informado sabrá que es conveniente invertir en países relativamente estables.

Y una *probable* respuesta es¹⁰⁸

- que el *Riesgo país debería incidir en la determinación de la tasa de corte a utilizar en la evaluación de proyectos de inversión, siempre y cuando el inversor cuente con la posibilidad de invertir en otros países, puesto que la tasa de corte representa un costo de oportunidad.*
- la inclusión del riesgo en la tasa de corte, se efectúa por *apilamiento* (suma como factor a una prima riesgo país, ver formula arriba) y aduce el autor, que dicha práctica no es la más correcta, no sólo desde el punto de vista financiero, sino tampoco desde la óptica de las matemáticas puesto que *sigue un modelo aditivo para fenómenos que se comportan de manera "acumulativa" debiendo emplearse modelos multiplicativos*

¹⁰⁸ Riesgo País y Tasa de Rendimiento Exigida. Gnecco Martín Leonardo- Editorial Académica Española 2011 (Artículo publicado en CPCE Delegación Mar del Plata-Publicación Trimestral-nro 49, p. 3 y sig)

proponiendo:

Utilizar el “porcentaje” de incremento que sobre la TASA de los Bonos Soberanos de EEUU (BAIBOR) se verificaba en la TASA de los Bonos del país Emergente (TBonds), según:

$$\frac{\text{BAIBOR} - \text{TBonds}}{\text{TBonds}}$$

Aplico el porcentaje como *efecto multiplicador*¹⁰⁹, no aditivo, sobre la prima de riesgo del mercado $(r_m - r_f) \times B$ para reflejar el riesgo del país emergente, incrementando a la misma en ese porcentaje arrojando tasas razonables que parten de 10,36% y superan levemente el 22% en periodos de relativa estabilidad, **pues deja de ser útil dicho factor en periodos en el cual riesgo país crece llegando a generar tasas de hasta el 250% en los casos de mayor riesgo percibido.**

Concluye el autor, trabajar a partir de la aplicación directa de las cifras del EMBI+, indicador ampliamente difundido y de fácil acceso, sobre la *Prima por riesgo de mercado*. **Pero se aplica el EMBI+ como porcentual de incremento sobre la prima de riesgo de mercado, no como puntos adicionales.**

Es decir:

$$r = r_f + (r_m - r_f) \times B \times \left\{ 1 + \frac{\text{EMBI+}}{10000} \right\}$$

Procedimiento que genero los siguientes resultados:

- La tasa de corte a aplicar para la evaluación de proyectos de un riesgo menor al común del mercado oscilaría entre 9,56% y 13,13%;
- La tasa de corte a aplicar para la evaluación de proyectos altamente riesgosos oscilaría entre 13,71% y 24,51%.

RESULTANDO VALORES MUY RAZONABLES

El Treasury Bond a 30 años poseía en marzo del 2010 una tasa de 4,64% mientras que el Par Bond en dólares de Argentina alcanzaba los 12,08%, lo que implica un riesgo país de 7,44%. Hoy el riesgo país orilla el 12%.

El principal cuestionamiento a este método adaptado es que el riesgo país no es totalmente sistemático ya que parte de él es diversificable. Además, la inclusión de una prima por riesgo país en la ecuación del CAPM produce una duplicación del riesgo, ya que parte de la prima por riesgo de mercado depende del riesgo país.

Se ha estimado experimentalmente que la influencia del riesgo soberano sobre el retorno del mercado en economías emergentes es del orden del 40% de este.

¹⁰⁹ Rangos de tasas de corte, según autor, estaría dando entre un 7,2%, para inversores con un riesgo menor al de mercado, y un 22%, para inversiones altamente riesgosas, hablando siempre de la evaluación de un proyecto de inversión a desarrollar en una economía sin incidencia del riesgo país. Se determinaron valores extremos para el cálculo de la tasa de corte y se aplicaron a series históricas de Argentina en el periodo 12/1998 a 07/2007, para calcular las tasas que se obtendrían con diferentes metodologías de cálculo. En cuanto al valor de la *tasa libre de riesgo*, la misma oscilaría (en términos reales) entre 4,5% y 6%. El valor del *premio de mercado*, se encontraría entre un 3% y un 8%. Y el *coeficiente B*, raramente se observa fuera del rango 0,90 a 2. Del análisis *sin considerar la incidencia del riesgo país* la tasa de corte osciló entre 9,33% y 16,67%. Posteriormente se calculó a partir de los datos anteriores, para cada mes de ese periodo, **la tasa de corte que surgiría de la consideración del riesgo país en dichas tasas de corte, con los siguientes resultados: considerando la incidencia del riesgo país a partir del apilamiento de tasas, es decir, adicionando a las tasas anteriores la centésima parte de los puntos básicos del EMBI+: la tasa de corte tomo valores en ese periodo entre 9,45% y 83,67%**. Efecto que generó la idea de desarrollar el estudio, según propone el autor (Ob. cit 103 p. 7 y sig)

$$r = r_f + (r_m - r_f) \times B \times 0,6 + r_p$$

La escasa información histórica acerca de las rentabilidades de los activos inmobiliarios hace que sea imposible medir la Beta

Según¹¹⁰, y sin querer reiterar conceptos pero si poder comparar el análisis efectuado por cada autor referente del mercado inmobiliario y la bibliografía consultada, el CAPM parte del supuesto que

- en el mercado existe un activo que genera cierta rentabilidad y que puede ser considerado libre de riesgo
- un riesgo sistemático para todo el mercado que no puede ser diversificado
- un riesgo específico de cada uno de los papeles que operan en ese mercado que si puede ser diversificado

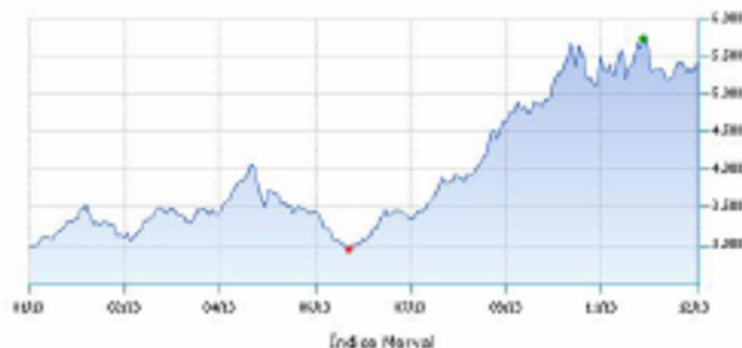
Esta metodología ha desarrollado una forma de describir la relación riesgo/rendimiento a través del coeficiente *BETA*. Aclara el autor que su medida es una correlación entre:

Rendimiento de un activo vs. Rendimiento del mercado relevante (dentro del cual se inserta)

Al medir esta correlación se esta midiendo el riesgo. Si analizamos durante un periodo de tiempo las variaciones en los precios tanto del mercado como de la acción IRSA¹¹¹, podríamos aplicar una regresión lineal entre ambas y obtener un coeficiente estimado que determine por cada punto porcentual que varíe el índice Merval cuantos puntos porcentuales varía el valor de la acción de IRSA. Y este coeficiente es la BETA de la acción.

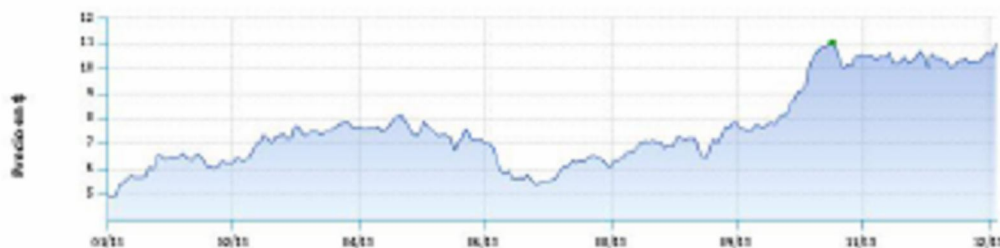
En el término del último año, el índice Merval y la acción IRSA se ha comportado como sigue:

MERVAL



Fuente: <http://www.merval.sba.com.ar/Vistas/Cotizaciones/Indices.aspx>

IRSA



Fuente: <http://www.merval.sba.com.ar/Vistas/Cotizaciones/Indices.aspx>

¹¹⁰Ob. cit. 92, p. 278 y sig.

¹¹¹IRSA es una empresa que cotiza en el Índice Merval, cuyo centro de negocios se cimentó en la actividad inmobiliaria y desarrollo de emprendimientos inmobiliarios (comentario extraído de nota 5, p. 278. AP. cit. 37)

Observamos que la evolución del valor de la acción acompaña a los ciclos del mercado, pero visualmente no alcanza para conocer con que *intensidad*.

Y analiza el autor, que para estudiar el quantum, habrá previamente que responder a dos preguntas:

- 1) Cuán extenso es el periodo de tiempo que hay que tomar para suscribir el análisis?
- 2) Qué frecuencia habría que tomar en el análisis?

Respecto a la primera pregunta, la respuesta es que no hay consenso. Algunos opinan que habría que tomar una serie de tiempo lo más extensa posible, lo que permitiría tomar en cuenta varios periodos de crisis y apogeos económicos. Otros se refieren a tomar un tramo que sea relevante, y surge una tercera pregunta, cual sería?

Concretamente los analistas de S&P¹¹² toman series de 5 años, mientras que los datos que se observan en Bloomberg¹¹³ se calculan a 2 años.

Por ejemplo si tomáramos el periodo de tiempo de 2 años (Base Bloomberg), con los siguientes datos y cálculo (ver su cálculo en Archivo-Excel WACC), obtendríamos:

Base: **Modelo CAPM**

Capital asset Pricing Model

Kf	10,90%	Estimacion
B	0,4116	
Km	9,62%	
Ke	Kcp	10,37%

	Cotizacion			
	Merval	Irsa	Var% <i>Merval</i>	Var% <i>Irsa</i>
01/02/2008	2088,36	4,65	4,0398%	13,4146%
02/01/20x8	2007,27	4,1	-6,7137%	-12,7660%
03/12/20x7	2151,73	4,7	-2,5114%	-2,0833%
01/11/20x7	2207,16	4,8	-6,1358%	-14,2857%
01/10/20x7	2351,44	5,6	7,4713%	10,6719%
01/09/20x7	2187,97	5,06	6,1050%	-5,4206%
01/08/20x7	2062,08	5,35	-5,4200%	-10,8333%
01/07/20x7	2180,25	6	-0,4847%	5,2632%
01/06/20x7	2190,87	5,7	-2,3254%	-12,3077%
01/05/20x7	2243,03	6,5	4,1067%	0,7752%
01/04/20x7	2154,55	6,45	2,4620%	9,3220%
01/03/20x7	2102,78	5,9	1,6995%	12,3810%
01/02/20x7	2067,64	5,25	-0,1449%	-4,8913%
01/01/20x7	2070,64	5,52	-0,9481%	6,1538%
01/12/20x6	2090,46	5,2	6,2755%	6,1224%
01/11/20x6	1967,02	4,9	10,4025%	12,1281%
01/10/20x6	1781,68	4,37	8,8202%	10,3535%
01/09/20x6	1637,27	3,96	-1,5377%	7,9019%
01/08/20x6	1662,84	3,67	-2,2767%	2,2284%
01/07/20x6	1701,58	3,59	-0,5558%	4,0580%
01/06/20x6	1711,09	3,45	3,4691%	-6,7568%
01/05/20x6	1653,72	3,7	-13,3547%	-7,5000%
01/04/20x6	1908,61	4	5,9997%	11,1111%
01/02/2006	1800,58	3,6		

Kf	10,90%
Km	9,62%
Kirsa	18,28%
Beta	0,4116
ke	10,37%

Figura 137 – Cálculo de la tasa de corte con Excel
Fuente: Evaluación de proyectos inmobiliario-Gomez Mario-Cap.5
Elaboración propia con planilla de cálculo en Excel

¹¹²Standard & Poor's es una agencia calificador de riesgos que analiza la situación financiera de las empresas.

¹¹³ Bloomberg es un portal de internet especializado en información financiera.

Arroja un valor del costo de capital por el método del CAPM del 10,37% si se parte de una tasa libre de riesgo del 10,90% (LEBAC)¹¹⁴ y una BETA involucrada en el cálculo de 0,4116 cuyo origen surge de tomar un horizonte de análisis de dos años, con una periodicidad mensual.

Ahora si partimos de un horizonte de análisis que involucre los últimos tres años y con una periodicidad diaria, obtendríamos (ver su cálculo en Archivo-Excel WACC (1)):

Calcular el Costo promedio ponderado del capital (WACC)

Base: **Modelo CAPM**

Capital asset Pricing Model

Kf 17% LEBAC (BCRA)
B 0,0261
Km 16%
Ke Kcp **16,98%**

Cotizacion			Var%Merval	Var%Irsa											
	Merval	Irsa													
30/12/2013	5382,21	10,50	-0,16%	-1,87%	<table><tr><td>Kf</td><td>17%</td></tr><tr><td>Km</td><td>16,33% (*)</td></tr><tr><td>Kirsa</td><td>23,97% (*)</td></tr><tr><td>Beta</td><td>0,0261</td></tr></table>	Kf	17%	Km	16,33% (*)	Kirsa	23,97% (*)	Beta	0,0261		
Kf	17%														
Km	16,33% (*)														
Kirsa	23,97% (*)														
Beta	0,0261														
27/12/2013	5390,71	10,70	2,15%	1,90%											
26/12/2013	5277,17	10,50	-1,28%	2,44%											
24/12/2013	5345,53	10,25	1,43%	0,49%											
23/12/2013	5270,34	10,20	-1,56%	-0,97%	<table><tr><td>ke</td><td>16,98%</td></tr></table> (*) Se tomaron días "promedio" año <table><tr><td>2013</td><td>250</td></tr><tr><td>2012</td><td>226</td></tr><tr><td>2011</td><td>248</td></tr><tr><td></td><td>241,333333</td></tr></table>	ke	16,98%	2013	250	2012	226	2011	248		241,333333
ke	16,98%														
2013	250														
2012	226														
2011	248														
	241,333333														
20/12/2013	5353,79	10,30	-0,94%	0,98%											
19/12/2013	5404,59	10,20	-0,23%	-1,92%											
18/12/2013	5416,79	10,40	0,70%	0,97%											
17/12/2013	5378,93	10,30	1,99%	0,00%											
16/12/2013	5273,90	10,30	0,68%	1,98%											
13/12/2013	5238,09	10,10	0,36%	1,00%											
12/12/2013	5219,11	10,00	-0,72%	-2,91%											
11/12/2013	5256,85	10,30	-1,89%	0,00%											
10/12/2013	5358,13	10,30	-0,15%	-0,96%											
09/12/2013	5366,12	10,40	0,07%	0,00%											
06/12/2013	5362,10	10,40	0,23%	-1,89%											
05/12/2013	5349,66	10,60	0,54%	4,95%											
04/12/2013	5320,84	10,10	-4,27%	-3,81%											

Figura 138 – Cálculo de la tasa de corte con Excel
Fuente: Evaluación de proyectos inmobiliario-Gómez Mario-Cap.5
Elaboración propia con planilla de cálculo en Excel

A los efectos de graficar su cálculo, solo se incluyo el periodo diario comprendido entre 04/12/2013 y 30/12/2013 (en planilla Excel se detallan datos involucrados de los últimos tres años en forma diaria) y da un valor del costo de capital por el método del CAPM del 16,98% si se parte de una tasa libre de riesgo del 17% (LEBAC)¹¹⁵ y una BETA involucrada en el cálculo de 0,0261 cuyo origen surge de tomar un horizonte de análisis de tres años, con una periodicidad diaria.

Y por último según el libro consultado del Lic. Mg. Gomez Mario pag 285, analiza un periodo que va desde Enero 2008 hasta Febrero 2008, con una tasa libre de riesgo del 10,90% y un rendimiento del mercado del 15,83% resulta un valor del coeficiente BETA de 0,94. Arrojando un Ke (costo de capital propio) de 15,53%.

Kf 10,90% Estimacion
B 0,9400
Km 15,83%
Ke Kcp **15,53%**

Kf	11%
Km	15,83%
Kirsa	16,67%
Beta	0,9400
ke	15,53%

¹¹⁴En la subasta de Lebac del 20/02/2008, las letras con vencimiento a 182 días pagaron una tasa del 10,90% anual.

¹¹⁵Fuente: El Cronista Comercial del día 02/01/2013

En definitiva lo que intentamos demostrar con este extenso desarrollo, surgido a partir de un profundo análisis conceptual y práctico, es que el valor de Ke fluctuará según:

- Que valor tome Kf (tasa libre de riesgo), pues si me baso en los EEUU puede no reflejar lo que esta sucediendo en nuestro país, país emergente hoy por excelencia. Si tomo como tasa libre de riesgo, las letras (LEBAC) del Banco Central de la Republica Argentina (BCRA) por ejemplo 11%; dará un Ke con un valor distinto, obviamente. Y si a esto le sumamos que el BCRA tiene como misión primaria mantener el valor de la moneda, esto es, estabilidad de precios y como todos sabemos *hoy no esta sucediendo*, que sucedería ante una falta de liquidez del mercado y no pueda cancelar las letras, optaría por emitir o no pagar? . Esto último nos lleva a pensar si estamos libres de riesgo al tomar esta tasa.
- Como se desarrolló in extenso, el valor de BETA está influenciado por muchísimos factores y eligiendo uno u otro según criterio subjetivo u objetivo del evaluador (en función a determinados argumentos, como ya vimos) el valor de Ke arroja valores que no concuerdan y podrían llegar a incidir notoriamente en el cálculo del VAN. Incluso al momento de seleccionar una empresa representativa del sector, si seleccionó IRSA, CAPUTO o alguna otra empresa, el valor del coeficiente variara sustancialmente. Como se detallo en el análisis efectuado, su valor fluctuara según el horizonte tomado y su periodicidad. Si me baso en publicaciones recientes, por ejemplo del día 02 de Enero 2013 la beta publicada de IRSA en www.rava.com.ar, arroja una valor de 1,1 mientras que en www.puente.net.com.ar se publica en 0,80. Cual es la correcta?
- Por último la rentabilidad promedio del mercado (Rm) también varía según el horizonte de análisis que tomemos, sobre el cual como ya se aclaró “no hay consenso”. En la página <http://finance.yahoo.com/> o en www.puente.net.com.ar, podemos encontrar información histórica muy útil del índice Merval, de los Bonos y de las acciones de las distintas empresas que cotizan en bolsa y aplicando la hoja de cálculo en Excel podríamos aplicar nuestro propio criterio, espíritu de esta tesis.

Como conclusión pasamos a desarrollar la tasa de corte que a nuestro humilde real saber y entender, mejor refleja el costo *verdadero* de oportunidad que habría que utilizar para descontar los flujos al analizar el VAN de un proyecto inmobiliario.

14.3.2. Tasa de descuento para el mercado inmobiliario

Tasa de corte o marginal: es la tasa de rentabilidad más “desfavorable” que el proyecto estaría dispuesto a aceptar.

Tasa de oportunidad o de reinversión: es la tasa a la cual se renuncia por destinar esos fondos a una inversión alternativa y de riesgo similar

La rentabilidad del proyecto debe ser
Igual o superior
A cualquiera de las dos anteriores.

En términos financieros, el riesgo aquí analizado se refiere a la posibilidad de que nuestros flujos de fondos tengan más de un resultado como consecuencia de los desvíos que puedan ocurrir respecto de los valores asumidos en su valoración.

Es fundamental individualizar y cuantificar los riesgos del negocio para determinar la tasa de retorno exigible al proyecto. Saber cuáles son, qué impacto tiene cada uno y cómo podemos reducirlos es lo que se intenta hacer.

En términos generales la **$K = r + p + b$**
K: tasa de descuento del proyecto
r: tasa de interés sin riesgo
p: riesgo específico del negocio
b: inflación + tipo de cambio

K-Tasa de descuento del proyecto

Es la tasa resultante del análisis que sigue y que utilizaremos para detraer a los flujos de fondos durante la ejecución del proyecto¹¹⁶.

r-Tasa de interés "sin" riesgo

Como por ejemplo la que surge de colocar una cierta cantidad de dinero a plazo fijo (Ej.: Banco Nación de la Republica Argentina)

p-Tasa que representa el riesgo específico del negocio

Dependen del mercado, del producto analizado y del grado de afinidad que tenga por esta actividad quien esté tomando la decisión.

Podemos nombrar:

1. Riesgo de aprobación: riesgo de que la documentación técnica no se apruebe o que el retraso en su aprobación sea importante.
2. Riesgo de construcción: los costos pueden ser mayores a los previstos.
3. Riesgo performance: la construcción se puede tener que pagar de una forma menos conveniente para la rentabilidad del negocio o puede demorar más.
4. Riesgo comercial: Inconvenientes al momento de vender
5. Otros riesgos: posibles cambios en el esquema impositivo o aumentos en el costo de financiación.

b-tasa representativa de la Inflación y tipo de cambio

La rentabilidad del negocio deberá estar por sobre la inflación. Es decir la suma de r+p deberán ser netos del efecto de la inflación prevista para el plazo de análisis.

El proyecto Brisamar se financia con preventas en pesos actualizados sobre saldos con un índice que publica mensualmente la Cámara Argentina de la Construcción. Es decir que los compradores pagarán sus cuotas mensuales redeterminadas mediante la aplicación de un índice mensual que según los últimos tres años (como muestra el siguiente cuadro) el acumulado anual fue superior a la inflación real (no a la dibujada del INDEC).

Aplicando el índice a las cuotas por cobrar, los ingresos por cuotas a cobrar serán mayores que al comparar los mismos pesos iniciales pero ajustados por la inflación. Pues, en los últimos tres años el Índice CAC "en promedio" le gana a la inflación, según se desprende del siguiente análisis:

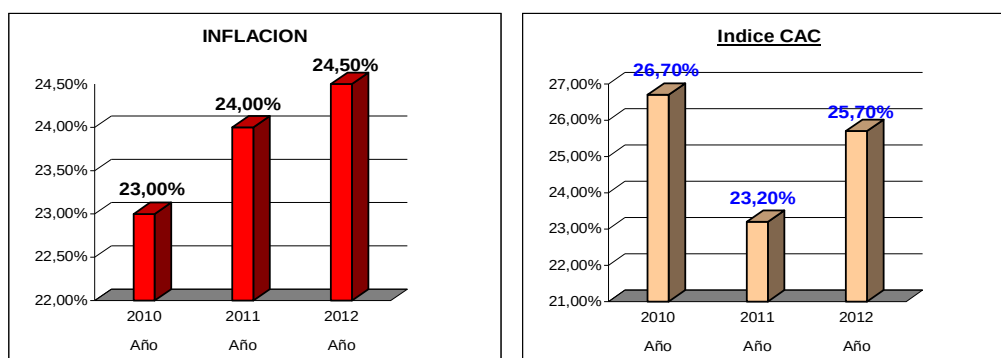


Figura 139 - Fuente: artículo del diario Clarín 17 de Febrero 2013
Interpretación y elaboración propia

¹¹⁶ Desarrollos Inmobiliarios Exitosos. Damián Tabakman.Colombo.Rudolph. Ediciones Bre (2006). Pag 206 y sig.

Es decir, que si hubiésemos iniciado y concluido el proyecto bajo el formato propuesto en el período analizado, los ingresos actualizados por el índice **le ganaron a la inflación**. Es decir **que el proyecto hubiera ganado ingresos en términos reales**.

Comparativamente hablando, sumando las diferencias su promedio arroja un valor positivo de 1,366 de diferencia a favor del índice CAC.

	Indice CAC	Inflacion	Diferencia
2010	26,70%	23,00%	3,70%
2011	23,20%	24,00%	-0,80%
2012	25,70%	24,50%	1,20%

Figura 140- Fuente: Elaboración propia

14.3.2.1. Tasa de corte sin considerar la inflación

Como bien se aclaró al inicio:

“En mi vida no he aprendido nada de quien ha estado de acuerdo conmigo”

Dudley Field Malone

Una de las exposiciones orales que a nivel grupal me toco participar en el cursado del MDI y cuya finalización es la confección de esta tesis, motivó el análisis que se detalla en **Anexo V** y que trata de demostrar el siguiente postulado:

Postulado: *dado el formato aplicado al proyecto (cuotas ajustadas con índice CAC) la tasa de corte a utilizar para la detracción de los flujos a presentarse en el ciclo de vida del proyecto para calcular el VAN, será:*

1. *Sacar una foto al inicio (sin ajustar cuotas a cobrar ni costo de construcción) y no considerar la tasa de inflación en la tasa de corte.*
2. *Calcular el flujo de fondos ajustados considerando la tasa de inflación en la tasa de corte*

Demostración y conclusión: *se intentara demostrar y concluir que en puntos 1 y 2 sus resultados son coherentes entre si.* El análisis se desarrolló en **Anexo V**, para no entorpecer la lectura llana del desarrollo base del proyecto en si mismo.

La tasa de corte sin considerar la inflación para el proyecto Brisamar surge del siguiente cálculo:

		K=r+p+b	
		Calculo	
		365	30
		Anual-%	Mensual-%
		16	1,32
		r	
		p	
		Aprobacion (*)	0
		Performance	0,25
		Construccion	0,75
		Comercial	0,75
		Otros	1,5
		b	
		Diferencia Inflacion Vs Indice CAC	2
		Tipo de cambio	0,75
		K	Tasa de descuento
		22	1,81

VALORACION	%
Nulo	0
Poco probable	0,25
Probable	0,75
Muy probable	1,5
Cierto	2

Figura 141 – Tasa de corte “sin” considerar inflación
Fuente: Interpretación y elaboración propia

Se partió de porcentajes de valoración (como se indica arriba) para aplicar al coeficiente **p** (riesgos específicos del negocio) y a **b** (referido a la inflación y al tipo de cambio). Es dable

aclarar que dicho cuadro no incide en el coeficiente r , pues directamente surge de la medida tomada como por ejemplo un plazo fijo; es decir su incorporación en la tasa es directa.

En el coeficiente p , se tuvieron en cuenta los siguientes riesgos específicos del negocio:

- Aprobación: sin riesgo pues al iniciarse la obra, el plano de construcción se encontraba aprobado.
- Performance: como se detallara más adelante, dado el nivel de las PRE-ventas concretadas al momento cero que permiten cubrir en alto grado las erogaciones involucradas; se ponderó a este riesgo como poco probable, teniendo en consideración además el nivel de profesionalidad del grupo humano involucrado y la velocidad de ventas de los últimos cinco meses.
- Construcción: Es probable que surjan retrasos que incrementen los costos.
- Comercial: Es probable también que la cantidad de departamentos que faltan vender (según el flujo proyectado es de tres departamentos pues el correspondiente al 1ero A, se PRE-vendió el 22 de Noviembre del 2013) no se cumpla, lo que se traduce en un riesgo a tener presente en la tasa de descuento.
- Otros: Es muy probable que ocurra y por ello sin nombrarlos se los considero.

En el coeficiente b , tomando un escenario pesimista esto es que la inflación le gane al índice de la Cámara sobre el que nos basamos para redeterminar las cuotas a cobrar, adoptaremos un diferencial en la tasa de corte de 2 puntos porcentuales, es decir se acepto como de ocurrencia cierta. Un factor más de adición fue la tasa de cambio y como su variación es probable que ocurra y que haga variar a la inflación a la suba, es que se pondero a dicho riesgo con 0,75% adicional.

Sin tratarse de una verdad revelada, en el mercado inmobiliario seria conveniente utilizar una metodología como la propuesta para el cálculo de la tasa de corte; toda vez que absorbe la mayor cantidad de riesgos asociados y específicos del sector para su cálculo, sin caer en análisis técnicos que poco tienen que ver con un emprendimiento de esta naturaleza.

14.3.2.2. Tasa de corte considerando la inflación

Siguiendo la misma lógica, la tasa de corte (bajo el segundo supuesto) para el proyecto Brisamar surge del siguiente cálculo:

K=r+p+b			
Calculo		365	30
		Anual-%	Mensual-%
r		16,00%	1,32%
p	<u>Aprobacion (*)</u>	0,00%	0,00%
	<u>Performance</u>	0,25%	0,02%
	<u>Construccion</u>	0,75%	0,06%
	<u>Comercial</u>	0,75%	0,06%
	<u>Otros</u>	1,50%	0,12%
b	<u>Inflacion y Tipo de Cambio</u>	32,00%	2,63%
	<u>Otros</u>	1,50%	0,12%
K Tasa de descuento		52,75%	4,34%

Figura 142 – Tasa de corte “con” inflación
Fuente: Interpretación y elaboración propia

Este análisis, se diferencia del anterior, en el componente b , esto es, que una vez calculado el flujo de fondos ajustado deberá detraer a una tasa de corte del 52,75% anual.

Obviamente al incrementarse a través del tiempo los pesos a cobrar y los pagos a efectuarse, dará un determinado flujo mes a mes que deberá confrontar con una tasa que refleje el componente inflacionario.

Por ahora detenemos el postulado y su demostración (Ver **Anexo V**), en el cual se desarrollará a nivel comparativo VAN y TIR del flujo de fondos del proyecto de tesis sin ajuste y con ajuste y mediante la aplicación de las tasa aquí desarrolladas verificar la similitud de sus resultados.

Como conclusión se muestran los distintos valores de las tasa de cortes calculadas por nuestra parte pero con lógicas desarrolladas por los distintos autores:

Tasas de CORTE		
Modelo CAPM		
Horizonte Bianual-Periodicidad Mensual (Análisis Propio)		10,37%
Horizonte trianual-Periodicidad diaria (Análisis Propio)		16,98%
Horizonte 2000-2008-Periodicidad Mes (MDI Lic. Gomez Mario)		15,53%
MDI Lic H.Serrano+Dr Franseschini (calculo de Beta)		
<u>Nominal</u>		
	<i>Estable</i>	20,30%
	<i>Emergente</i>	62,46%
<u>Real</u>		
	<i>Estable</i>	15,67%
	<i>Emergente</i>	29,97%
MBA Cdor-Lic Gnecco Martin L.		
Para proyectos		
	<i>Riesgo menor al comun del mercado</i>	
	Mínimo	9,56%
	Maximo	13,13%
	<i>Riesgo alto</i>	
	Mínimo	13,71%
	Maximo	24,51%
Dr Franceschini Juan Carlos		
		25,71%
TCO (calculo propio)		
		27,47%
por Adicion de Riesgos MDI Arq. Tabakman D.		
	Sin Inflacion	21,72%
	Con Inflacion	52,75%

Figura 143 – Distintas Tasas de corte analizadas
Fuente: Autores consultados

Sin dudas, de lo único que estamos seguros es que el tema nos quedo clarísimo, no así que tasa seleccionar como la de corte.

Lo que demuestra que en función de la tasa de corte seleccionada para el análisis, el VAN dará mayor o menor, lo que podría determinar en función a dicha elección aceptar o rechazar una inversión.

14.4. Estrategia de precios y análisis de la competencia

Las condiciones de pago ofrecidos por la competencia directa que prevenden, pues ya aclaramos que muchos se financias con capital propio, son los siguientes:

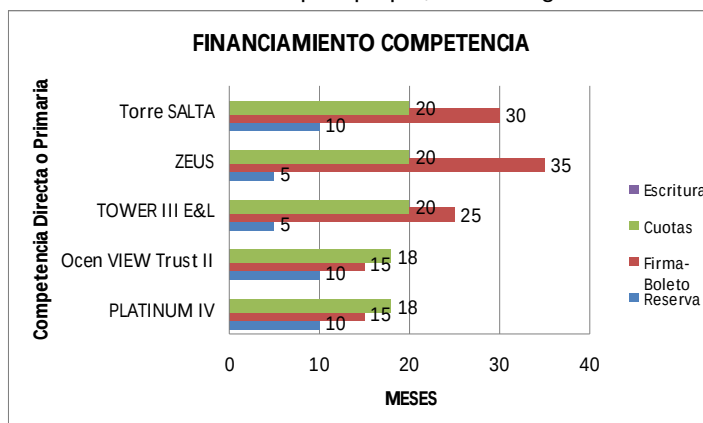


Figura 144 – Financiación de la competencia
Elaboración propia

En función a la oferta analizada como competencia “actual” primaria y su respectiva financiación, se evaluará al momento de una propuesta concreta de compra los siguientes planes

	<u>A la Firma</u>	<u>Cuotas</u>
AIF	20-25%	16-19
BIF	30%	24

FORMATOS	
<u>AIF (Alto impacto Financiero)</u>	<u>BIF (Bajo impacto Financiero)</u>
Menor precio final	Mayor precio final
Mayor desembolso durante Obra	Menor desembolso durante Obra
Menor monto a financiar	Mayor monto a financiar

Los formatos propuestos, son de carácter orientativo y comprenden uno con alto impacto financiero por ser menor el porcentaje del anticipo solicitado al momento inicial (cuando más importantes son los desembolsos) y acortamiento de cuotas, mientras que el segundo se caracteriza por un menor impacto financiero al disponer al inicio de un mayor anticipo con cuotas menores a cobrar durante la ejecución de la construcción. Igualmente cada caso será estudiado en forma particular, tratando de adaptarnos a las posibilidades de los interesados sin cercenar por cierto el equilibrio del proyecto.

VARIACION de los “precios” en función a su ubicación

TABLA de COEFICIENTES de UBICACIÓN			
PISO	Por UBICACIÓN		Por Altura Al mar
1	A,B,C y D E y G	1 0,93	1
2	A B y D E y G	1,025 1,0455 0,9486	1,025 1,0455
3	A B y D E y G	1,06088 1,08209 0,98	1,06088 1,08209
4	A B y D E y G	1,08209 1,10373 1,03	1,08209 1,10373
5	A B y D E y G	1,10914 1,1646 1,05	1,10914 1,1646
6	A y B	1,28689	1,28689

Base: precio “venta” 1ero A

Figura 145 – Tabla de coeficientes de ubicación de cada departamento
Elaboración propia

Política de Financiación

- Firma de Reserva de Unidad (5% del monto involucrado)
- Al comenzar la obra (*)-Firma del boleto 25% y resto hasta 30 (treinta) cuotas

(*)Entiéndase firma del Certificado de OBRA con E. Constructora y/o a la fecha estipulada en la Reserva, lo que sea anterior.

Todo lo anterior se suscribe ante Escribano Publico ya designado y que dio origen al fideicomiso.

Se prevé la posibilidad de ampliar la cantidad de cuotas según las necesidades financieras del proyecto. Por otro lado se prevé en el contrato suscripto con E. constructora la posibilidad de pago con m2, evitando de esta manera interrupciones en la etapa de construcción

Importante: los precios involucrados estarán sujetos a variaciones toda vez que no se firme RESERVA de UNIDAD.

Comercialización y precios

EDIFICIO BRISAMAR					
Precio "LANZAMIENTO"		USD	2.208,00	\$	22.300,80
1er PISO					
Departamento	Características Principales		COCHERA	VALOR	VALOR/m2 \$ Inc.IVA
	Ambientes	Superficie (M2)			PRE-VENTA
A	2	52,78	Optativa	1.059.333	20.071
B	1	30,44	NO	610.953	20.071
C	1	31,08	NO	623.798	20.071
D	2	53,82	138500	1.080.206	20.071
E	1	34,49	Optativa	643.782	18.666
G	1	38,83	Optativa	724.792	18.666
2do PISO					
Departamento	Características Principales		COCHERA	VALOR	
	Ambientes	Superficie (M2)			
A	2	52,78	Optativa	1.085.816	20.572
B	2	64,76	138.500	1.332.274	20.572
D	2	53,82	NO	1.107.211	20.572
E	1	34,49	Optativa	656.658	19.039
G	1	38,83	Optativa	739.288	19.039
3er PISO					
Departamento	Características Principales		COCHERA	VALOR	
	Ambientes	Superficie (M2)			
A	2	52,78	138.500	1.123.825	21.293
B	2	64,76	138.500	1.406.479	21.718
D	2	53,82	138.500	1.168.880	21.718
E	1	34,49	138.500	678.394	19.669
G	1	38,83	138.500	763.759	19.669
4to PISO					
Departamento	Características Principales		COCHERA	VALOR	
	Ambientes	Superficie (M2)			
A	2	52,78	138.500	1.146.293	21.718
B	2	64,76	138.500	1.434.606	22.153
D	2	53,82	138.500	1.192.256	22.153
E	1	34,49	138.500	713.006	20.673
G	1	38,83	NO	802.726	20.673
5to PISO					
Departamento	Características Principales		COCHERA	VALOR	
	Ambientes	Superficie (M2)			
A	2	52,78	138.500	1.174.948	22.261
B	2	64,76	138.500	1.517.623	23.435
D	2	53,82	138.500	1.261.249	23.435
E	1	34,49	138.500	726.851	21.074
G	1	38,83	NO	818.313	21.074
6to PISO					
Departamento	Características Principales		COCHERA	VALOR	
	Ambientes	Superficie (M2)			
A (*)	2	61,21	138.500	1.558.621	25.464
B (**)	3	103,34	138.500	2.631.398	25.464
(*) Balcon Terraza de 27,68 m2 (**) Balcones Terraza de 43,91 m2					

ANTICIPO Y HASTA 28 CUOTAS

Valor Inicial
\$ 22.301

1
2
3
4
5
6

7
8
9
10
11

12
13
14
15
16

17
18
19
20
21

22
23
24
25
26

27
28

Figura 146 – Precios del emprendimiento
Elaboración propia

14.5. Propuesta a inversor

14.5.1. Historia reciente

Este desarrollo de tesis cuyo tema propuesto corresponde a un emprendimiento inmobiliario en particular, desea no solo abordar la mayoría (sino todos) los temas críticos que hacen a un producto inmobiliario con una *mirada particular*; sino además, como nos encontró su redacción en plena etapa de comercialización y comienzo de obra se expresarán sensaciones, experiencia reciente y conclusiones que quizás sirvan para el lector no experimentado.

Del estudio *de mercado y análisis de precios* se determinó un valor mínimo en pesos y otro máximo del valor del metro cuadrado, *ambos tentativos*.

Y aclaramos tentativos, toda vez que por las características propias de cada proyecto en particular, el valor mínimo *podría* ser menor y el valor máximo *podría* ser mayor. Esto se aclara pues en el proyecto analizado el precio mínimo en *etapa de búsqueda de capital de inicio fue menor* al valor mínimo establecido por otros proyectos, por los siguientes motivos:

- Inexistencia de imagen de la marca *softwin* (plataforma de lanzamiento del primer producto de la desarrolladora)
- Inexperiencia del desarrollador por ser su primer emprendimiento.

El precio es función de la etapa del ciclo de vida del emprendimiento. Existiendo cuatro etapas bien diferenciadas¹¹⁷:

1. Lanzamiento
2. Pozo
3. Construcción
4. Entrega y posesión

Si bien el precio crece de una etapa a otra porque van disminuyendo los riesgos, al momento de lanzar el proyecto Brisamar, previa selección de una inmobiliaria de renombre de la ciudad y dotar al producto de todo lo comentado en la sección de marketing; el proyecto si bien era de categoría, *el mismo no se vendía*.

El precio no podía crecer nunca si no se PRE-vendía la primer unidad y el análisis del riesgo perdía peso pues al no dar comienzo a la obra por no aparecer compradores lo *único que quedaba era penetrar en el mercado ofreciendo un producto vanguardista a bajo precio*.

El valor del terreno comprado a un valor muy bajo permitía penetrar con un precio menor

Las ansias de comenzar el emprendimiento en el último trimestre del año 2012 se desvanecieron por completo cuando finalizado dicho periodo la comercializadora seleccionada (de renombre en la ciudad) no suscribió ni una sola reserva.

Ante reiteradas visitas al cuerpo de vendedores de la inmobiliaria elegida, observamos las siguientes **falencias insalvables** a nuestro real saber y entender:

- Falta de conocimiento del producto, no solo constructivo sino conceptual (Ej.: qué es un fideicomiso, ajuste de valores, etc.)
- Si bien se publicaba en un diario local de gran tirada, las consultas efectuadas rebotaban ante la inexpresividad de los “vendedores” y su falta de profesionalismo.
- El dueño de la inmobiliaria compró el producto pero no es el que lo vendía, pues pocas veces tomo contacto con el potencial comprador a través de una consulta.
- Falta de presencia física de quienes atendían las consultas, por ejemplo atender en

¹¹⁷ Evaluación de Proyectos Inmobiliarios. Ing. Civil Martín. R. Repetto Alcorta. Pag 103

jeans, con zapatillas o sin afeitarse.

- Escasa apertura mental para cambiar el paradigma de la clásica venta de inmuebles.
- NULA COMPRENSION DE CONCEPTOS NUEVOS por parte de vendedores.
- Y muchos más etcéteras

La profesionalidad aplicada al producto en todos sus aspectos nunca nos hizo claudicar, aunque si pasar momentos de zozobra que invitaron a momentos de profunda reflexión sobre qué es lo que nos estaba faltando.

El proyecto si no comenzaba la obra no se iba a vender...[según textuales palabras del dueño de la inmobiliaria Giromini \(una de las más importantes de la Ciudad\)](#) y mis pensamientos *que no se tradujeron en palabras* era decirles que si no vendíamos no podíamos comenzar la obra, pues dependíamos de PRE-ventas, como única alternativa de financiación.

La agudeza mental en su máxima expresión tuvo que surgir. Junto con el profesional técnico actuante MG. Ing. Company Sergio Alejandro se decidió buscar a *otra* Inmobiliaria de renombre dedicada a la comercialización de este tipo de emprendimientos, en la cual vender aire no sea una *utopía*.

La comercializadora y fiduciaria elegida con tres proyectos lanzados y dos concluidos fue Martínez Arrechea. Luego de sendas reuniones informativas y generación de empatía, nos informan que evaluarían sumarse como inversores aportando capital inicial, no como comercializadora solamente, pues deberían colocar primero sus productos, uno de los cuales se encontraba a solo 150 metros de nuestro emplazamiento (más precisamente PLATINUM IV).

Luego de una laboriosa propuesta de nuestra parte se llego a ofrecerles 458 m2 a cambio de \$ 4.146.265, análisis surgido del siguiente resumen.

14.5.2. Resumen de la propuesta

COARSA	
©	
Sergio Alejandro Company	
Mar del Plata, 14 de enero de 2013	
Ref: presupuesto con mano de obra y materiales Brisamar F.U. Camet e/ Aguirre y Estrada	
Descripción: pb libre, 5 pisos de departamentos, 6to piso con terrazas, 7mo piso con espacios amenities, sala de máquinas y tanques superiores.	
sup. cubierta: 1680m2	
sup. Semicubierta pb: 265,4m2	
sup. semicubierta balcones: 55,65m2	
sup. Terraza accesible: 211,1m2	
Trabajos preliminares para 20 meses	
_Empalizada/ obrador/ b° químico/ cerco	
_electricidad de obra	
excavaciones	
para cimientos (1,8m de profundidad) en suelo de tensión normal	87 m3
estructura de 1º Aº	
bases y vigas de fundación	43 m3
losas, vigas y columnas/ portico de remate	1988,2 m2
escaleras	7 un
Mampostería	
_mampostería ladrillo hueco 0.18 (toda)	2132 m2
_mampostería de cerco medianero	240 m2
_mampostería interior ladr. Hueco 0.12m	1340 m2
Revoques	
_revoque grueso exterior 4 en 1 con máquina color incorporado	1988,2 m2
_buitas en frente, contrafrente y medianeras	ml
_revoque grueso interior bajo revestimientos cerámicos	852,24 m2
_yeso proyectado en muros interiores	3875,96 m2
Revestimientos interiores:	
_colocación cerámicos en cocinas y baños.	852,24 m2
Aislaciones de cubiertas	
_azotea transitable completa (terrazza + terraza 6to piso (contrapiso, carpeta, babetas, impermeabilización, colocación de cerámico, sin provisión de la misma)	292 m2
Brumana 361 Mar del Plata tel/fax: 0223 4820573/8312 info@coarsaobras.com.ar www.coarsaobras.com.ar	

COARSA
C

_revestimiento de piedra	17,1 m2
_losetas pórticos de acceso	6,75 m2
_columnas	6 u
_revoque exterior 4:1	30,6 ml
_impermeabilización canteros	13,6 m2
_iluminación embutida en losetas	3 bocas

Total de estos trabajos: \$ 6.541.609,00 +IB+IVA

Forma de pago: acopio y certificaciones por avance de obra.

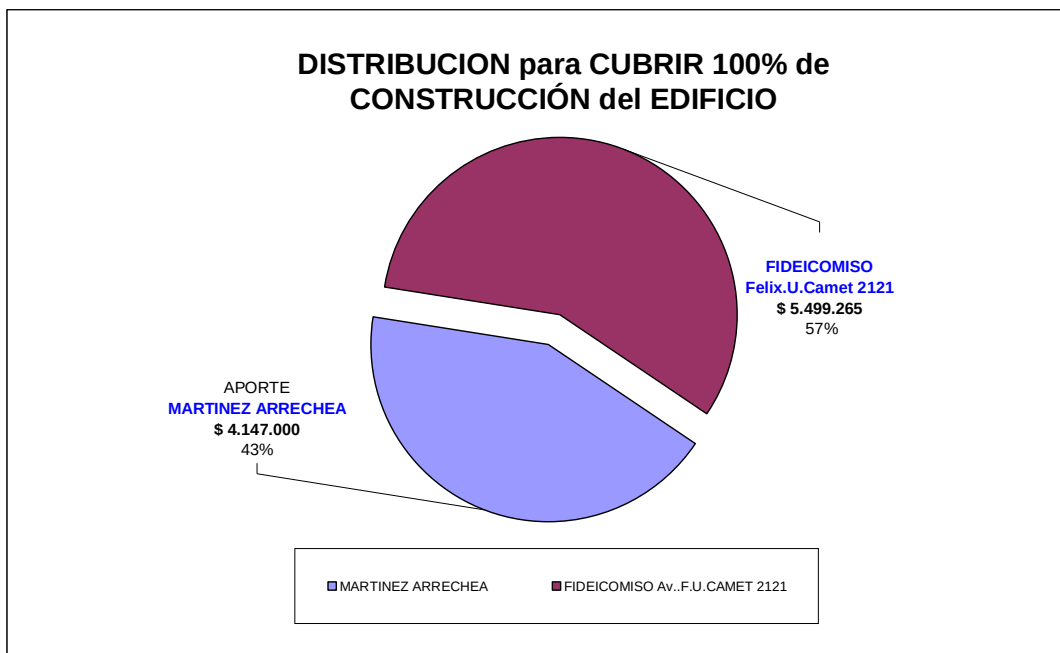
por cuenta del propietario

- _artefactos de cocina
- _artefactos de iluminación
- _pisos cerámicos, revestimientos cerámicos, narices, pisos flotantes
- _artefactos de baño y griferías
- _mesadas
- _piletas de A° P° y grifería de cocina
- _herrajería en general/ portones
- _ascensor
- _calderas termostatos
- _carpinterías de aluminio y vidrios
- _puertas de madera, placares, contramarcos y zócalos, pintados de fábrica.
- _muebles de cocina
- _portero visor/ automatización de portones/ circuito cerrado de seguridad / domótica
- _equipos de A/A°

Brumana 361 Mar del Plata telfax: 0223 4820573/8312 info@coarsaobras.com.ar
www.coarsaobras.com.ar

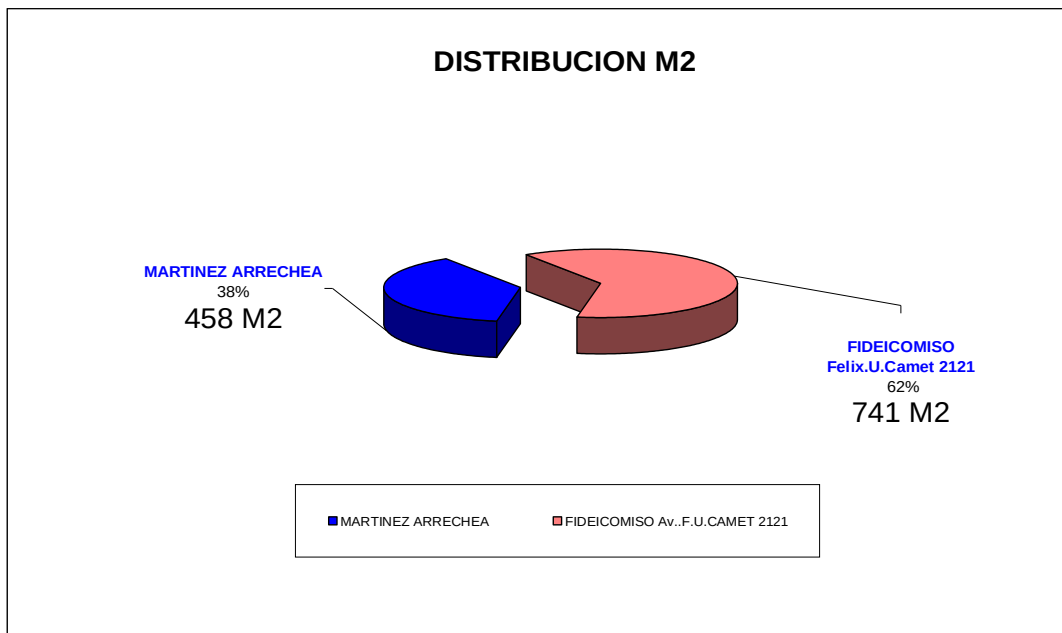
Presupuesto E. Constructora COARSA (sin impuestos)
 \$ 6.541.609=77% de ejecución de obra
 \$ 8.495.596=100%
 Figura 147

TORTA ECONOMICA



\$ 4.147.000 + \$ 5.499.265 = \$ 9.646.265=Presupuesto COARSA + impuestos

Figura 148



Nota: la diferencia porcentual entre un gráfico y el otro esta fundada en que en la torta económica están incluidas el valor de las cocheras que no inciden en este gráfico.

Figura 149

Martínez Arrechea aportaba \$ 4.147.000 a cambio del 43 % de los metros cuadrados, comercializaba el proyecto en su conjunto, con lo cual ganaría también el 3% en concepto de comisiones por venta y se posicionaba con otro emprendimiento en la ciudad.

La ubicación de los metros cuadrados ofrecidos correspondía a los mejores del emprendimiento, es decir los más altos y frente al mar; que sumado a un retorno probable del 79 % sobre la inversión en un plazo "como máximo" de 20 meses convertía a la oferta casi irresistible.

Sin dudas nuestros temores iniciales nos inclinaron a evaluar todo tipo de alternativas que nos permitieran dar comienzo a la obra.

Su lógica conceptual aplicada a sus productos hasta nuestro ofrecimiento consistía en reunir a inversores y a cambio de un fuerte descuento inicial, dar inicio a la construcción garantizando su continuidad, pero *sin un análisis previo y en base a su experiencia*.

Nuestro complejo y exhaustivo análisis *sin dudas cautivo* aunque no rendirían los frutos esperados previamente; esto es, rodearnos de una empresa con nombre que nos catapulte al resultado buscado.

Con esta suma dineraria solicitada al inicio, tres departamentos reservados por nuestra gestión y uno en curso, garantizaban el inicio y la continuidad de la obra, que hasta ese momento era ver un espejismo en el desierto.

Nuestra motivación era transformarnos en desarrolladores de emprendimientos inmobiliarios que conjuguen sencillez, belleza, calidad y seriedad. El espíritu es atender las exigencias de un mercado cada vez más competitivo, aplicando metodologías y sistemas con base en una exigente capacitación continúa que promuevan un cambio innovador como mejoramiento del sistema de negocios.

Cosa que obviamente no fue percibida por MARTINEZ ARRECHEA.

UBICACIÓN PROPUESTA DE LOS DEPARTAMENTOS PARA CADA PARTE

EDIFICIO BRISAMAR		MARTINEZ ARRECHEA			FIDEICOMISO		
1er PISO		M2		\$	Q	Q	M2
Departamento	Características Principales						
	Amb						
A	2	51,94	VISTA MAR	\$ 749.984,80	1		
B	1						
C	1	31,24	VISTA MAR	\$ 526.956,95	2		
D	2						
E	1				11	\$ 397.305,00	32,7
G	1				12	\$ 445.905,00	36,7
2do PISO							
A	2	51,94	VISTA MAR	\$ 809.838,37	3		
B	2	63	VISTA MAR	\$ 978.446,94	4		
D	2						
E	1				13	\$ 394.882,05	32,07
G	1				14	\$ 455.419,80	36,7
3er PISO							
A	2				15	\$ 834.717,72	51,94
B	2				16	\$ 991.379,98	63
D	2						
E	1	32,07	Vista "parcial" Mar	\$ 508.918,21	5		
G	1						
4to PISO							
A	2	51,94	VISTA MAR	\$ 849.446,67	6		
B	2				17	\$ 1.009.245,28	63
D	2	53,03	VISTA MAR	\$ 865.195,35	7		
E	1	32,7	Vista "parcial" Mar	\$ 546.748,11	8		
G	1	36,7	Vista "parcial" Mar	\$ 601.518,53	9		
5to PISO							
A	2				18	\$ 864.455,60	51,94
B	2				19	\$ 1.027.450,19	63
D	2	53,03	VISTA MAR	\$ 880.519,26	10		
E	1				20	\$ 447.792,89	32,7
G	1				21	\$ 502.568,78	36,7
6to PISO							
A	2				22	\$ 587.753,18	39,1
B	3				23	\$ 1.276.234,31	81,8
		457,59		\$ 7.317.573,19		\$ 9.235.109,77	621,35

Resumen

7 (siete) VISTA MAR
3 (tres) VISTA "parcial" MAR

10 (diez) Cocheras

Comisión Inversor \$ 219.527,20
x Venta Fideicomiso \$ 138.526,65

TOTAL \$ 7.675.627,03

Resumen

7 (siete) VISTA MAR
2 (dos) VISTA "parcial" MAR
4 (cuatro) Contrafrente

6 (seis) Cocheras

Figura 150

JUSTIFICACIÓN DEL APOORTE DE MARTINEZ ARRECHEA

ANALISIS ECONOMICO

Invertir \$ 4.146.265 hoy y, dependiendo del estado de la economía al final del periodo analizado se estima recibir uno de los siguientes flujos (Escenarios)

2 años

	PESIMISTA Muy Poco		NORMAL BASE	Poco Muy	OPTIMISTA Muy
Flujo de Fondos	\$ 6.293.113	\$ 7.098.046	\$ 7.317.573	\$ 7.829.803	\$ 9.146.966
Probabilidad	11,81%	23,33%	39,24%	17,06%	8,55%

Si cada flujo es "igualmente" probable, el flujo esperado por invertir es simplemente la media de los 5 (cinco) posibles flujos

Flujo Esperado \$ 7.388.810

Supongamos que el valor del m2 de un departamento tipo en la zona tiene las mismas inciertas perspectivas de futuro, siendo su precio actual \$ 13.725 los cuales dependiendo del estado de la economía, en cada "escenario" será

	PESIMISTA Muy Poco		NORMAL BASE	Poco Muy	OPTIMISTA Muy
Flujo de Fondos	\$ 11.666	\$ 13.313	\$ 13.725	\$ 14.685	\$ 17.156
Probabilidad	11,81%	23,33%	39,24%	17,06%	8,55%

El valor esperado del m2 sera:

Valor esperado \$ 13.842

EQUIVALENCIA a m2

Inversión \$ 4.146.265
Valor m2 \$ 9.061

m2 458

Rentabilidad de la ALTERNATIVA 78,20% TASA EFECTIVA para el periodo analizado

CONCLUSION: Si se invierten \$ 4.146.265 a cambio de 458 m2, el retorno "punta a punta" (\$ 3.242.544 equivale a 78,20% con un flujo esperado de \$ 7.388.810

Figura 151

JUSTIFICACIÓN DEL APOORTE DEL FIDEICOMISO

a) M2 para FIDEICOMISO Av.. F.U.CAMET 2121

120 M2	Vendidos al "COSTO" (Copia de BOLETO adjunto)
621 M2	Remanente
741 M2	

b) M2 para FIDUCIANTE A

	Dptos	"promedio" m2	m2 (1)	Valor de mercado (2)	(1) x (2)
M2 para COMPANY	7	46	322	USD 1.927,00	USD 620.494,00
¿PORQUÉ 322 M2?					
Valor del Terreno			568	USD 917,00	USD 520.856,00
Plano Aprobado					USD 100.000,00
					USD 620.856,00

c) M2 a "comercializar" por FIDEICOMISO Av.. F. U. CAMET

$$621 - 322 = 300 \text{ M2}$$

CONCLUSIÓN: los 322 M2 representan el TERRENO+PLANO APROBADO

Figura 152

CONCLUSIONES de la propuesta

a. La propuesta ofrece una "rentabilidad" del 78,2% para el inversor desde el punto de vista económico

b. El riesgo de que "rentabilidad" no se produzca es "muy bajo", sustentado por un Análisis de riesgo e incertidumbre del flujo esperado tomando como variable crítica el precio de venta "promedio" del m2 (ver Análisis estadístico del cálculo), el cual establece un 97 % de probabilidad de ocurrencia de la "rentabilidad" mencionada.

c. Idea central

Fideicomiso: Aporta el terreno + plano aprobado + PRE-ventas.

Martines Arrechea: Aporta entrega de pesos inicial "a convenir" para comenzar obra y lanzar el proyecto para PRE-vender las restantes unidades.

Trascurrieron los días sin noticias. La propuesta, según el análisis minucioso detalladamente justificado, era atractivo para ambas partes. La comercializadora inmobiliaria sumaba un proyecto con un fuerte retorno y cobraba comisión sobre el total de los departamentos sin vender. Por nuestro lado daríamos inicio a la obra, si bien resignábamos gran parte de la ganancia pero cristalizaríamos el tan ansiado primer paso de un camino que anhelábamos recorrer.

14.6. Cambio de estrategias de comercialización

Se decide un cambio drástico de las estrategias de comercialización, era ya el 26 de Enero del 2013 *sin una respuesta concreta*. Se propusieron las siguientes:

Los objetivos establecidos fueron:

- Presentar el proyecto en grupos de afinidad incluyendo a familiares, describiendo con claridad sus beneficios más relevantes, mediante la utilización de resúmenes clarificadores.
- Lograr un adecuado posicionamiento del proyecto en la mente del consultante dentro del target (segmento objetivo) identificado, que permita vender las unidades al mejor precio (del análisis efectuado en la propuesta al inversor se sabía que vendiendo por arriba de

\$9.061 nuestra utilidad o retorno seria mayor que si hubiésemos concretado condiciones con Martínez Arrechea)

- Generar demanda potencial a través de la acción conjunta de canales claves: marketing digital, publicidad tradicional y uso de portales web de gran acceso.

Las herramientas seleccionadas para la difusión del emprendimiento propiamente dicho, fueron:

- Cambio de cartel de venta en el emprendimiento

Ampliación de la cantidad de renders, desarrollando imágenes en 3D y videos.

Publicación en diarios de amplia tirada nacional (no local, pues no funcionó)

Publicación en portales Web de gran acceso como: zonaprop, mercado libre, olx, ala maula, etc.

- Desarrollo de pagina Web propia: www.soltwin.com.ar (ver marketing) a través de una consultora especializada en la materia.

- Desarrollo de plataforma de publicidad en *GOOGLE ADWORDS* a través de una agresiva campaña, involucrando palabras claves que direccionen al proyecto en forma univoca y desemboquen en *LANDING PAGE BRISAMAR* (pagina Web desarrollada en punto anterior).

14.7. Colorario

Los cambios implementados, comenzaron a dar los primeros resultados. Ante consultas concretas se le remitía un resumen especialmente diseñado vinculado a la consulta y los llamados telefónicos eran atendidos con empatía, suma profesionalidad y claridad conceptual ante todo.

Las consultas crecieron a nivel exponencial, generándose incluso viajes a C.A.B.A. (Capital Federal) ante un interés que superara la pregunta inicial.

El proyecto gustaba mucho pero barreras como ser el primer emprendimiento y el no haber iniciado la obra eran *obstáculos muy difíciles de vencer*. Se sumaron alrededor de 130 consultas, pero también respuestas negativas en la misma medida.

Nuestro objetivo lo teníamos claro *era comenzar la obra* antes del 30 de Junio del 2013, no solo para dar inicio al proyecto del cual tanto creíamos llevar adelante sino poder dar el primer paso de un largo camino que deseamos recorrer, para lo cual redefinimos nuestra misión y visión:

Misión

Ser desarrolladores de emprendimientos inmobiliarios que conjuguen sencillez, belleza, calidad y seriedad. El espíritu es atender las exigencias de un mercado cada vez más competitivo, aplicando metodologías y sistemas con base en una exigente capacitación continúa que promuevan un cambio innovador como mejoramiento del sistema de negocios.

Visión

Imponer una marca relacionada con la creación en el mercado inmobiliario argentino.

Valores

Satisfacer a todos los clientes que nos consultan y proporcionarles un producto de categoría, en un ambiente de armonía donde se conjuguen: trabajar con pasión, esfuerzo y sacrificio efectivo y eficiente.

- SOLTWIN se concentra en la ética y actúa con responsabilidad social.

- SOLTWIN antepone el beneficio colectivo antes que el individual.

- SOLTWIN se orienta a generar fuertes lazos basados en la confianza.

- Conocimiento, profesionalismo y transparencia son los pilares que proyectan nuestro horizonte y han sido las semillas de nuestro nacimiento.

El día 13 de Febrero surge la primera reserva, por intermedio de una publicación en el periódico Clarín. Era el comienzo de una nueva etapa. Le siguió una venta virtual a través de los portales seleccionados, previo envió el resumen para luego suscribir la reserva por vía telefónica.

Se visito a familiares y gran cantidad de latentes consumidores inmobiliarios en función al target seleccionado dentro del grupo de afinidad. Pocas consultas concretas fue el resultado.

Se logró colocar tres departamentos al valor propuesto al inversor al *contado* y otro a un valor mayor del metro cuadrado también al contado.

Se estaban superando las barreras infranqueables interpuestas por los operadores inmobiliarios.

La ACTITUD fue fundamental. El espíritu de superación interior y creencia en los valores no solo nuestros sino del proyecto en su conjunto fue la llave del éxito.

Se estaba por cumplir nuestro anhelado sueño de comenzar la obra. Pero faltaba concretar cuatro suscripciones más para superar el punto crítico.

Se estaba por cumplir el plazo inicial de 90 días desde la primera reserva, para dar comienzo a la obra.

Se suma otro suscriptor dentro de nuestro grupo de afinidad con una entrega inicial del 50% y nos llegan dos consultas a través de Internet que concretan su compra previa reserva y compromiso de pago.

Sendas reuniones con empresa constructora y una organización previa con los compradores que prometieron abonar al contado y un capital inicial de \$950.000 a entregar para comprometer acopio de materiales casi garantizaban el inicio de la obra.

Faltaba la última suscripción para estar seguros de la continuidad de la obra en un 78 %, cosa que se concreto con posterioridad.

Los valores del m2 fueron PRE-vendidos según el siguiente Gráfico:

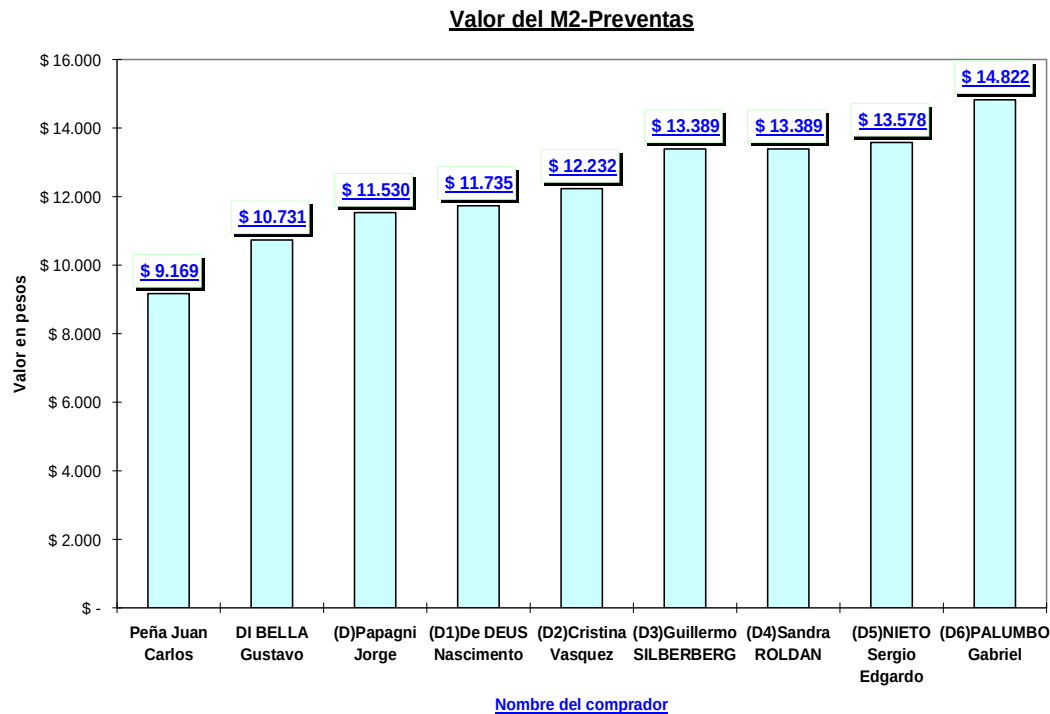


Figura 153 – Valor del metro cuadrado prevendido
Elaboración propia

El Ciclo de vida del producto para conocer la evolución del valor del metro cuadrado vendido:

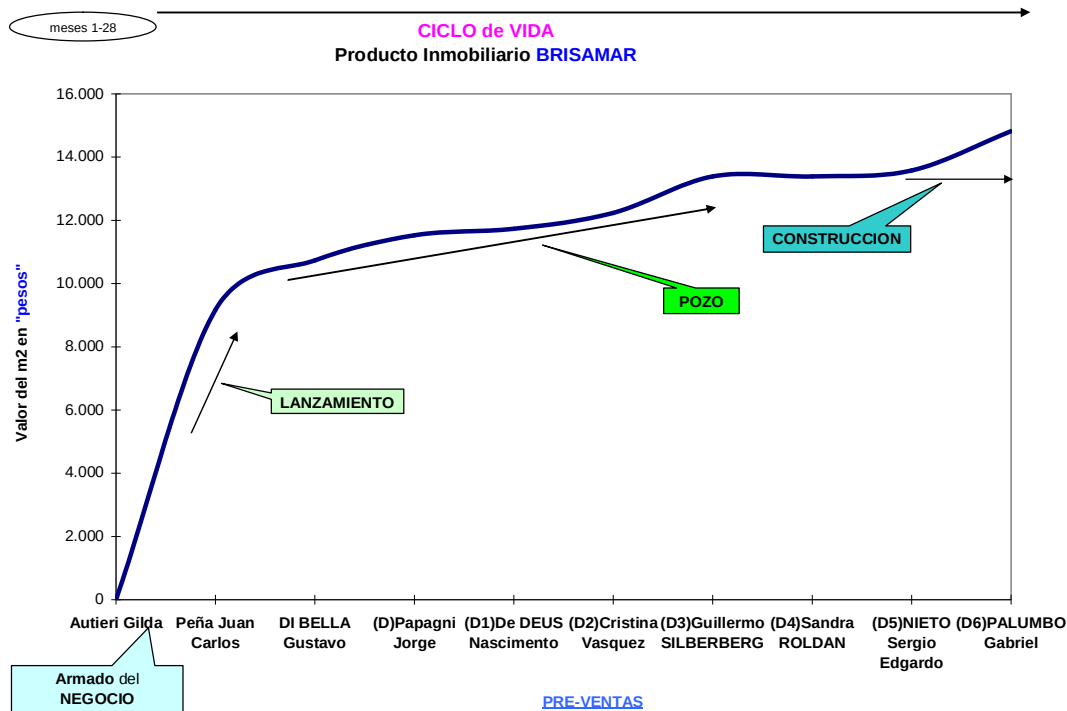


Figura 154 – Ciclo de vida de Brisamar
Elaboración propia

El inicio de obra se cristalizó y se dio comienzo a una nueva etapa en la cual no solo el éxito del proyecto está garantizado sino que nació una nueva marca inmobiliaria en la cual se intentara a través de la innovación y mejora continua escribir un camino en el cual podamos encontrar lo que en definitiva nos estaba buscando a nosotros, esto es concretar el anhelado comienzo de obra.

15. CASH FLOW del proyecto

15.1. Introducción

Para el proyecto analizado los flujos de fondos se proyectaron para financiar los egresos totales involucrados que fueron detallados sin carácter taxativo en el punto 14.2. y matemáticamente hablando son los que a continuación se detallan en los cuadros respectivos respaldado por estados proyectados suscriptos en base a criterio de percibido.

La financiación según el esquema propuesto, esto es 25-30% al inicio y resto *hasta* en 30 cuotas. Fue la base para armar no solo las PRE-ventas comprometidas con anterioridad al inicio de la obra sino que con posterioridad las PRE-ventas fueron pronosticadas con una cantidad de cuotas que no exceda el periodo de finalización del proyecto, sin perjuicio ello de algún atraso por imponderables como por ejemplo los relacionados al climático que puede llegar a ralentizar la obra.

Los desembolsos comprometidos con E. constructora se confrontaron con las ventas pronosticadas según el cronograma de obra que se detalla en un formato asimilable a un Diagrama de GANTT que sirvió de base para confrontar ingresos y egresos en los meses que se estima se producirá la erogación. Se incluyeron asimismo los relacionados con los impuestos involucrados (ver Organización legal e impositiva).

Se partió de un escenario posible que permita cubrir las erogaciones totales del emprendimiento y garanticen la continuidad constructiva a lo largo del tiempo.

Por tratarse de un emprendimiento de viviendas multifamiliares a construir, el análisis efectuado se focalizo a partir de los costos de obra involucrados, preguntándonos: ¿qué cantidad de departamentos deberán comercializarse para costear su construcción a partir del precio de venta por m2 cuantificado en el estudio de mercado?

15.2. Esquema de Análisis

El esquema que sigue comprende el siguiente análisis:

1. Resumen de Gastos iniciales que junto con la valorización del terreno, conforman la *inversión inicial en el momento cero*.
2. Cronograma del Costo de Construcción (*Diagrama de GANTT*)
3. Pronostico de ingresos generados por *PRE-ventas para el primer periodo Jul 13-Jun-2014*
4. Pronostico de ingresos desde Jul-2014 hasta la finalización del periodo constructivo
5. Estimación de egresos para el periodo detallado en 3 y confrontación con punto 3.
6. Estimación de egresos para el periodo detallado en 4 y confrontación con punto 4.
7. Balance de sumas y saldos para cada uno de los periodos
8. Detalle de cálculo del IVA e Impuesto a las Gcias
9. Cuadro Resumen de Impuestos
10. Estado de resultados y asientos de cierre
11. Análisis final en relación a puntos 1 a 11

Punto 1.

FIDEICOMISO Felix U. CAMET 2121-Proyecto de TESIS BRISAMAR

Detalle de GASTOS y/o EROGACIONES REEMBOLSABLES

Anexo I

Periodo	2008	2009	2010	2011	2012
Detalle					
<u>GASTOS S/DETALLE</u>	2125,50	302,50	9893,35	31095,05	906,72
<u>Derechos de Construcción</u>	531,08	0,00	4247,00	6563,57	3596,52
<u>TSU</u>	323,22	1203,00	1456,43	1654,02	2067,30
<u>ARBA-Imp. Inmobiliario</u>	0,00	391,00	488,80	634,94	3190,00
<u>OSSE</u>	79,43	179,47	215,26	349,14	449,88
TOTAL ANUAL por AÑO	\$ 3.059,23	\$ 2.075,97	\$ 16.300,84	\$ 40.296,72	\$ 10.210,42

\$ 71.943,18

Compra del TERRENO	May-08	Mom "cero"
Otras erogaciones (ITI+Gastos Escritura,etc)		\$ 191.725,38 (*)
		\$ 19.172,54
		\$ 210.897,92
Proyecto y Direccion de OBRA	2008-2012	\$ 41.840,41
Gastos/TSU/ARBA/osse	2008-2012	\$ 71.943,10
	Total	\$ 324.681,43

(*) VALOR de COMPRA (terreno)

M2 Terreno	567
Valor abonado	USD 106,00
Dólar vigente	\$ 3,19
Costo del Terreno	\$ 191.725,38

Figura 155 – Detalle de gastos y erogaciones reembolsables 2008-2012

En este punto lo que se busco es detallar un cálculo de todas las erogaciones efectuadas hasta el momento de inicio de la obra.

Así mismo se detalla el valor de incorporación del terreno como propiedad fiduciaria al activo fideicomitido del fideicomiso, los gastos que involucraron permisos gestionados ante organismos respectivo, teniendo en consideración que pueden parecer bajos los montos involucrados en este ítem pero se aclara que la parte fiduciante A, no solo apporto el 50% del terreno en el cual se construye el edificio sino que también se comprometió a un aporte adicional monetario para diligenciar los mismos.

Punto 2. Detalle de Costos de Construcción- Diagrama de GANTT

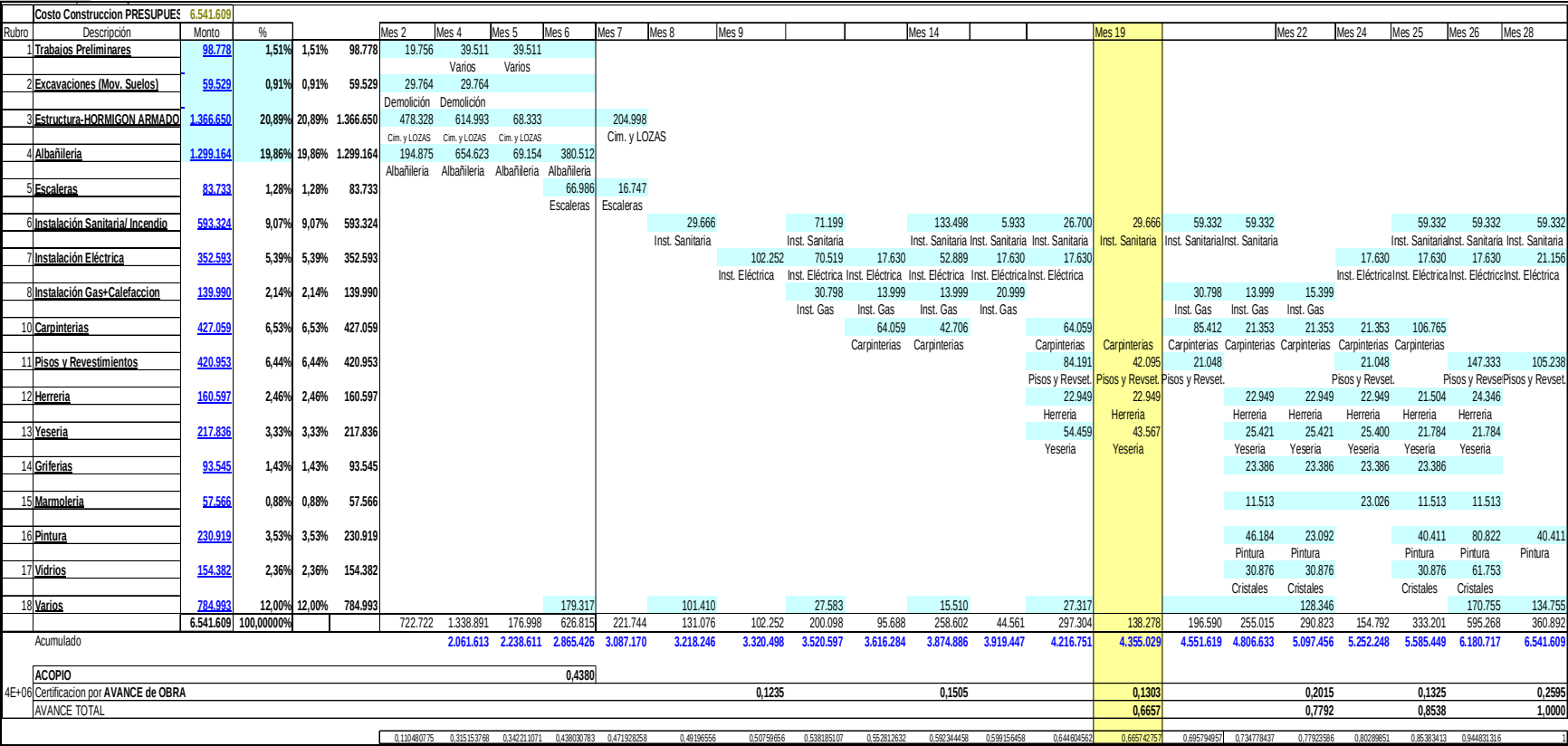


Figura 156 – Diagrama de Gantt (Emprendimiento Brísamar)
Elaboración propia

Detalle que muestra que porcentaje de acopio y en que mes se suscribió el compromiso de cumplimiento. Posteriormente se estimo que porcentaje de Avance de Obra correspondiente a mano de obra deberá abonarse, todo lo anterior con el correspondiente cálculo estimado del porcentaje involucrado en cada ítem de la obra. El monto involucrado corresponde al 78% del costo total de obra incluyendo la mano de obra del resto, materiales que serán permutados a cambio de metros cuadrados según se analiza en el flujo respectivo y reflejado en los estados respectivos

Punto 3.

Construccion

Valor Presupuestado COARSA 6.541.609

1er periodo

						Jul-13						Nov-13						Ene-14						Feb-14		Jun-14	
PRE-ventas	valor / m2	Valor convenido	m2 vendidos	Reservas	Anticipo 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12										
Autieri Gilda	0	0	108			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0										
Peña Juan Carlos	9.169	1.110.000	123		777.000	777.000	333.000																				
DI BELLA Gustavo	10.731	671.000	65		301.950	301.950	369.050																				
(D)Papagni Jorge	11.530	433.060	39		250.000	250.000	6.888	7.543	7.573	7.687	7.928	7.952	8.109	8.174	8.630	8.706	9.229										
(D1)De DEUS Nascimento	11.735	364.727	31		164.127	164.127	7.549	8.266	8.299	8.423	8.688	8.714	8.886	8.957	9.457	9.540	10.113										
(D2)Cristina Vasquez	12.232	400.000	34	20.000	100.000	120.000	10.536	11.537	11.583	11.757	12.125	12.161	12.402	12.501	13.198	13.315	14.115										
(D3)Guillermo SILBERBERG	13.389	437.815	34	20.000		20.000	15.722	17.216	17.285	17.544	18.091	18.145	18.505	18.653	19.693	19.866	21.060										
(D4)Sandra ROLDAN	13.389	437.815	34	20.000		20.000	15.722	17.216	17.285	17.544	18.091	18.145	18.505	18.653	19.693	19.866	21.060										
(D5)NIETO Sergio Edgard	13.578	512.200	39	10.000	117.500				127.500	16.270	16.777	16.828	17.161	17.298	18.263	18.423	19.530										
(D6)PALUMBO Gabriel	14.822	791.000	54	40.000		40.000	28.260	30.945	31.068	31.534	32.515	32.613	33.259	33.525	35.394	35.706	37.851										
(D7)Venta - 1ero A	22.695	1.197.833	53		359.350						359.350	38.227	38.984	39.296	41.487	41.852	44.367										
(D8)Venta - 2do A	23.197	1.224.316	53		367.295								367.295	43.194	43.669	44.062	44.503										
(D9)Venta - 3ero A	28.750	1.517.404	53		455.221								455.221	53.534	54.123	54.610	55.156										
Permuta - 6to B (*)	25.829	2.669.139	103		0																						
(D10)Venta - 4to A	21.718	1.146.296	53		229.259									229.259	48.796	49.235	49.728										
Aporte Fiduciante A		950.000									950.000																
		13.862.605	876			1.693.077	786.728	92.722	220.593	110.759	1.423.565	152.785	978.327	483.044	312.403	315.182	326.711										
																		6.895.895									

Sellos

Monto imp (\$) 12.912.605

Valor Cochera 138.500

Preventas Inicio -Julio 2013 4.645.417

(*) Corresponde a permuta de Carpintería, Aluminio y artefactos de baño y cocina

Ventas de departamentos 1ero A, 2do A y 3ero A incluyen Cocheras, dando un mayor valor por m2

Figura 157 – Flujo de ingresos Jul-13/Jun-14
Elaboración propia

Las ventas con nombre y apellido y según se detallo anteriormente permitieron dar inicio a la obra.

Se pronostica vender un departamento de 53 metros cuadrados en el mes de noviembre a un valor de \$ 1.197.883 correspondiente al 1ero A (incluida la cochera), es decir el valor más bajo de una unidad disponible frente al mar. Al día de hoy se están negociando con dos potenciales interesados el cierre de la operación, para dar veracidad y cumplimiento al esquema propuesto.

Otros dos departamentos se estiman vender en el mes de Febrero del año 2014, uno de 53 metros cuadrados y otro de 65 (también con cochera incluida), correspondiente a departamentos ubicados en pisos bajos frente al mar.

El porcentaje de materiales para la finalización de la obra, se esta negociando una permuta con Maderera Santa Rosa de la localidad de Quilmes. Al día de hoy no se suscribió compromiso alguno; aunque las negociaciones avanzan.

Por último se pronostica la entrega dineraria de \$950.000 en el mes de Diciembre por parte del fiduciante A.

Punto 4.

Pronostico de Ingresos 2do periodo		Jul-14						Sep-14						Dic-14					
2do periodo		13		14		15		16		17		18		19		20		21	
Autieri Gilda	0																		
Peña Juan Carlos	0																		
DI BELLA Gustavo	0																		
Papagni Jorge	0	9.250	10.138	11.304	11.304	11.429	11.486												
De DEUS Nascimento	0	10.136	11.109	12.387	12.387	12.523	12.586												
Cristina Vasquez	0	14.147	15.505	17.288	17.288	17.478	17.565												
Guillermo SILBERBERG	0	21.108	23.134	25.795	25.795	26.078	26.209												
Sandra ROLDAN	0	21.108	23.134	25.795	25.795	26.078	26.209												
NIETO Sergio Edgardo	0	19.575	21.454	23.921	23.921	24.184	24.305												
PALUMBO Gabriel	0	37.937	41.579	46.361	46.361	46.871	47.105												
Venta - 1ero A	0	44.468	48.737	54.342	54.342	54.940	55.214												
Venta - 2do A	0	44.503	48.775	54.384	54.384	54.982	55.257												
Venta - 3ero A	0	55.156	60.451	67.403	67.403	68.144	68.485												
Venta - 4to A	0	49.728	60.769	60.769	61.437	61.437	61.745												
		327.115	364.786	399.748	400.417	404.145	406.166												
Permuta - 6to B	2.669.139	0	0	0	0	0	0												

Ene-15		May-15						Jul-15						Oct-15					
19		20		21		22		23		24		25		26		27		28	
11.555	12.051	12.124	12.124	12.209	12.770	12.770	13.485	13.485	14.268										
12.661	13.206	13.285	13.285	13.378	13.993	13.993	14.777	14.777	15.634										
17.671	18.431	18.541	18.541	18.671	19.530	19.530	20.624	20.624	21.820										
26.366	27.500	27.665	27.665	27.858	29.140	29.140	30.772	30.772	32.556										
26.366	27.500	27.665	27.665	27.858	29.140	29.140	30.772	30.772	32.556										
24.451	25.503	25.656	25.656	25.835	27.024	27.024	28.537	28.537	30.192										
47.388	49.425	49.722	49.722	50.070	52.373	52.373	55.306	55.306	58.514										
55.546	57.934	58.282	58.282	58.690	61.389	61.389	64.827	64.827	68.587										
55.589	57.979	58.327	58.327	58.735	61.437	61.437	64.877	64.877	68.640										
68.896	71.859	72.290	72.290	72.796	76.144	76.144	80.408	80.408	85.072										
62.115	64.786	65.175	65.175	65.631	68.650	68.650	72.494	72.494	76.699										
408.603	426.173	428.730	428.730	431.731	451.591	451.591	476.880	476.880	504.539	4.877.935									
0	0	0	0	444.857	444.857	444.857	444.857	444.857	444.857										

Figura 158 – Flujo de ingresos Jul-14/Oct-15
Elaboración propia

La finalización de la construcción se estima para Junio del 2015, con un periodo de gracia por retrasos, por ejemplo climáticos, que se estimaron y fueron aceptados en los boletos respectivos en 180 días.

Dado lo anterior se estima que la posesión y/o escrituración se estará efectuando en Enero del año 2016.

Punto 5.

MESES			2008-Jun/2013	Jul-13	Mes 2	Mes 3	Mes 4	Mes 5	Dic-13	Ene-14	Abr-14	Jun-14				
Periodo 1			Mes 0	Mes 1	Mes 2	Mes 3	Mes 4	Mes 5	Mes 6	Mes 7	Mes 8	Mes 9	Mes 10	Mes 11	Mes 12	TOTAL
Ingresos			Adiaciones	%												
Ventas de oficinas																
Anticipos por PRE-ventas de departamentos concebidos como vivienda	ANTICIPOS			1.693.077	786.728	92.722	220.593	110.759	1.423.565	152.785	978.327	483.044	312.403	315.182	326.711	6.895.895
IVA Ventas totales	IVA DEBITO FISCAL			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingresos Brutos Totales				1.693.077	786.728	92.722	220.593	110.759	1.423.565	152.785	978.327	483.044	312.403	315.182	326.711	6.895.895
Egresos Construcción																
Construcción Acopio	COARSA			-1.135.623	-679.994	-64.997	-181.000	-177.000	-619.000	-	-	-	-	-	-	-2.857.614
Construcción Mano de Obra											-141.028	-141.028	-141.028	-141.028	-141.028	-564.112
Compra Ascensor											-39.000	-39.000	-39.000	-39.000	-39.000	-156.000
Otras erogaciones con discriminación de IVA				-948,77	-2737,25	-4261,85	-1940,54	-1796,07	-2679,52	-3400	-2500	-5.838	-10.199	-8.375	-4.250	-48.925
IVA Construcción	alicuota	10,5%		-119.240	-71.399	-6.825	-11.479	-18.585	-64.995	-	-	-63.327	-4.095	-4.095	-4.095	-368.135
IVA Construcción sobre Otras erogaciones	alicuota	21,0%		-199	-575	-895	-408	-377	-563	-714	-525	-1.226	-2.142	-1.759	-893	-10.274
(**) IVA EDEA inicial (Ley 23349)																
IVA Percepciones																
Total IVA Construcción	IVA CREDITO FISCAL			-119.440	-71.974	-7.720	-11.887	-18.962	-65.558	-714	-525	-64.553	-6.237	-5.854	-4.988	-378.410
TRASLADO DE IVA CREDITO A FAVOR AL PROXIMO PERIODO				-119.440	-119.440	-191.414	-199.134	-211.020	-229.982	-295.540	-296.254	-296.779	-361.332	-367.568	-373.422	-378.410
POSICION DE IVA DEL MES (a favor contribuyente) / a pagar AFIP	SALDO FINAL			-119.440	-191.414	-199.134	-211.020	-229.982	-295.540	-296.254	-296.779	-361.332	-367.568	-373.422	-378.410	-378.410
Impuesto de Sellos Escrituración (100% gravado en Pcia Bs As)	A cargo Vendedor	2,5%		-77476						-7187	-16450	-6878				-111.064
Impuesto de Sellos Boleto C-V	A cargo Vendedor	0,6%		-39250				-3073								-39.250
Impuesto de Sellos Contrato E.Constructora	A cargo Vendedor	0,6%														
Ingresos Brutos - Retención Bancaria	s/Vtas Netas de IVA	3,0%		-50.792	-23.602	-2.782	-6.618	-3.323	-42.707	-4.584	-29.350	-14.491	-9.372	-9.455	-9.801	-206.877
Ingresos Brutos - Percepciones				-6.831												-6.831
Impuesto al cheque	debito y credito	1,2%		-17.781	-9.261	-1.066	-2.532	-2.186	-12.725	-1.022	-5.945	-4.466	-3.004	-3.091	-3.082	-66.161
Impuesto a las Bienes Personales	s/Activos	0,5%												-37.582		-37.582
Impuesto a la Gcía Mínima Presunta	s/Activos	1,0%												-75.163		-75.163
Honorario Fiduciario				-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-24.000
Otros gastos																
Proyecto y Dirección de Obra (Incluye copias, calculo estructura y planos)				-7698		-6000	-4500	-39800	-8000		-10000					-75.998
TSU-ARM (Municipalidad General Pueyrredón)						-416,8		-419,97		-419,97		-419,97		-419,97		-2.097
ABBA-Impuesto Inmobiliario						-788,1		-788,1		-788,1		-788,1		-788,1		-3.941
OSSE -Obras sanitarias Sociedad de Estado				-135,72		-135,72		-135,72		-135,72		-135,72		-135,72		-814
EDEA (Corresponde a Instalacion para construcción y 28 bocas)				-5717,09				-13946,1		-14755,15		-14789		-12160		-61.367
Publicidad					-1000	-1040		-500								-2.540
Egresos Total				-1.463.692	-787.830	-86.946	-208.536	-263.930	-752.669	-31.605	-64.270	-288.549	-210.840	-289.096	-199.899	-4.647.861
Flujo Neto de Fondos			-324.682	229.385	-1.103	5.776	12.057	-153.171	670.897	121.180	914.056	194.495	101.564	26.086	126.812	2.248.034
Flujo Neto de Fondos ACUMULADO					228.282	234.058	246.115	92.945	763.841	885.022	1.799.078	1.993.573	2.095.137	2.121.223	2.248.034	
Avance de OBRA ACUMULADO	Acopio			0,174	0,104	0,010	0,028	0,027	0,095	0,4368		0,1225				
	Construcción Mano de Obra				0,278	0,287	0,315	0,342	0,437	0,4368		0,1225				
												-564.112				-564.112
												1,25				

(*) Impuesto a las GANANCIAS= todos los costos se activan a BIENES de CAMBIO. Dado lo anterior el calculo del IMP.Gcias se devengara al momento de la adjudicacion.

(**) Valor del Contrato Emp. Constructora 78% \$ -6.541.609,00

Acopio \$ -2.857.613,97

Mano de Obra \$ -3.683.995,03

Cuadrilla de Ajustes a aplicar por Paritarias UOCRA

Ajuste al 30/04/2014	25%
Ajuste "adicional" al 30/04/2015	15%
Ajuste "adicional" al 30/12/2015	12%

Figura 158 – Flujo de Fondos netos Jul-13/Jun-14 (Elaboración propia)

Nota importante: la determinación del Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta y el Impuesto a los Bienes Personales se calcula en función al principio del devengado, pero para que incidan en el análisis se los cálculo en función al principio del percibido. Dado lo anterior, se tomo para su respectivo cálculo e inclusión en los flujos de fondos, los activos de los EECC proyectados suscriptos por el principio contable del percibido.

Punto 6.

Meses			Jul-14						Oct-14						Ene-15						Mar-13						Abr-15						Jun-15						Ago-15						Oct-15						Dic-15						TOTAL																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																				
Periodo 2			Aclaraciones		%	Mes 13	Mes 14	Mes 15	Mes 16	Mes 17	Mes 18	Mes 19	Mes 20	Mes 21	Mes 22	Mes 23	Mes 24	Mes 25	Mes 26	Mes 27	Mes 28																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																								
Ingresos																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																													
Ventas de oficinas																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																													
Anticipos por PRE-ventas de departamentos concebidos como vivienda			ANTICPOIS			327.115	364.786	399.748	400.417	404.145	406.166	408.603	426.173	428.730	428.730	431.731	451.591	451.591	476.880	476.880	504.539																			6.787.825																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
IVA Ventas totales (*)			IVA DEBITO FISCAL			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	42.272	42.272	42.272	42.272	42.272	42.272																			253.635																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																				
Ingresos Brutos Totales (Precio pagado por compradores)						327.115	364.786	399.748	400.417	404.145	406.166	408.603	426.173	428.730	428.730	431.731	451.591	451.591	476.880	476.880	504.539																			6.787.825																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
Egresos Construcción																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																													
Construcción Mano de Obra						-129.481	-221.627	-221.627	-221.627	-221.627	-221.627	-137.689	-220.303	-220.303	-110.151																									-1.482.808																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
Construcción Mano de Obra																																																-1.186.246																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																													
Construcción Mano de Obra																																																-2.357.665																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																													
Permuta de Carpintería madera, aluminio y artefactos de baño y cocina (**)																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																													
Otras erogaciones con discriminación de IVA						-1248,75	-3725	-5237,5	-2250	-3625	-4323,75	-1950	-1562,5	-1.669	-3.125	-5.625	-2.500	-1.950	-1.113	-9.750	-900																			-50.554																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
IVA Construcción			alcuota		10,5%	-	-83.408	-	-	-	-	-72.287	-	-	-	-124.556	-83.530	-83.530	-83.530	-83.530	-83.530																			-781.433																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
IVA Construcción sobre Otras erogaciones			alcuota		21,0%	-262.24	-782	-1.100	-473	-761	-908	-410	-328	-350	-656	-1.181	-525	-410	-234	-2.048	-189																			-10.616																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
IVA Percepciones																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																													
Total IVA Construcción			IVA CREDITO FISCAL			-262	-84.190	-1.100	-473	-761	-908	-72.696	-328	-350	-125.212	-84.712	-84.055	-83.940	-83.764	-85.578	-83.719																			-792.050																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
TRASLADO DE IVA CREDITO A FAVOR AL PROXIMO PERIODO						-378.410	-378.672	-462.862	-463.962	-464.434	-465.196	-466.104	-538.800	-539.128	-539.479	-664.691	-707.130	-748.913	-790.580	-832.072	-875.377	-916.824	-916.824																			-875.377																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
POSICION DE IVA DEL MES (a favor contribuyente) / a pagar AFIP			SALDO FINAL			-378.672	-462.862	-463.962	-464.434	-465.196	-466.104	-538.800	-539.128	-539.479	-664.691	-707.130	-748.913	-790.580	-832.072	-875.377	-916.824	-916.824	-916.824																			-916.824																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
Impuesto de Sellos Dptos-Escrituración (100% gravado en Pcia Bs As)			A cargo Vendedor		2,5%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-																			-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
Impuesto de Sellos Boleto C-V			A cargo Vendedor		0,6%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-																			-																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
Ingresos Brutos - Retención Bancaria			s/Vtas Netas de IVA		3,0%	-9.813	-10.944	-11.992	-12.012	-12.124	-12.185	-12.258	-12.785	-12.862	-12.862	-12.952	-13.548	-13.548	-14.306	-14.306	-15.136																			-203.635																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
Impuesto al cheque			debito y credito		1,2%	-2.049	-3.505	-3.872	-3.761	-3.881	-2.480	-3.833	-3.911	-3.994	-4.015	-7.013	-7.734	-7.806	-7.157	-5.897	-3.542																			-74.449																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
Impuesto a los Bienes personales			s/Activos		0,5%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-																			-57.022																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
Impuesto a la Gota Mínima Presunta			s/Activos		1,0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-																			-114.044																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
Retención IG			POSESION		3,0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-																			-462.086																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
Pago del Impuesto a las Ganancias Posesión y/o adjudicación			ADJUDICACION			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-																			-1.562.696																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
Pago del Impuesto al valor agregado Posesión y/o adjudicación			ADJUDICACION			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-																			-372.475																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
Pago IIBB Posesión y/o adjudicación			ADJUDICACION			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-																			-163.581																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
Honorario Idicuario						-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000																			-32.000																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
Otros gastos																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																													
Proyecto y Dirección de Obra (incluye copias, calculo estructura y planos)																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																													
TSU-ARM (Municipalidad General Pueyrredón)						-419.97	-419.97	-419.97	-419.97	-419.97	-419.97	-419.97	-419.97	-419.97	-419.97	-419.97	-419.97	-419.97	-419.97	-419.97	-419.97																			-3.360																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
ABSA- Impuesto Inmobiliario						-788,1	-788,1	-788,1	-788,1	-788,1	-788,1	-788,1	-788,1	-788,1	-788,1	-788,1	-788,1	-788,1	-788,1	-788,1	-788,1																			-6.305																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
OSSE - Obras sanitarias Sociedad de Estado						-135,72	-135,72	-135,72	-135,72	-135,72	-135,72	-135,72	-135,72	-135,72	-135,72	-135,72	-135,72	-135,72	-135,72	-135,72	-135,72																			-1.086																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
EDEA (Corresponde a instalación para construcción y 28 bocas)						-12160	-15680	-15680	-14600	-14600	-14600	-13450	-12670	-12670	-14500	-14500	-12670	-12670	-15680	-15680	-15680																			-111.360																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
Publicidad						-	-	-	-	-	-	-2500	-3400	-3400	-3400	-3400	-3400	-3400	-3400	-3400	-3400																			-5.900																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
Egresos Total						-28.877	-233.845	-262.853	-242.122	-259.962	-21.897	-245.221	-244.289	-255.192	-257.366	-929.404	-858.655	-1.227.949	-738.533	-920.393	-891.185	-462.086	-2.098.752																			-10.178.582																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
Flujo Neto de Fondos						298.238	130.941	136.895	158.294	144.184	384.269	163.382	181.884	173.538	171.364	-497.673	-407.064	-776.358	-261.654	-443.513	-386.647	-462.086	-2.098.752																			-3.390.757																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
Flujo Neto de Fondos ACUMULADO						429.179	566.075	724.369	868.552	1.252.821	1.612.203	1.598.087	1.771.625	1.942.989	1.445.316	1.038.252	261.894	240	-443.273	-829.920	-1.292.005	-3.390.757																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																							
Avance de OBRA						15,00%	-	-	-	-	-	13,00%	-	-	20,00%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	6,63%	

Figura 159 – Flujo de Fondos netos Jul-14/Dic-15 (Elaboración propia)

En este punto es importante destacar que al Impuesto a las Ganancias se lo considero en el análisis como una erogación en el último mes del flujo propuesto como de finalización de la fase constructiva. Si bien la posesión y/o escritura de los departamentos se estima que operará con posterioridad al 01/01/2016 (con vencimiento del impuesto en el año 2017) su inclusión suma un elemento más de certeza al análisis del conjunto. **Igualmente se aclara que el análisis de partida y propuesto es: *que se venderán solo cuatro departamentos más, escenario muy poco probable teniendo en cuenta la historia reciente.***

Punto 7. Anexo IV -Balance de Sumas y saldos para cada uno de los periodos proyectados

PRE-VENTA BOLETOS
Liquidación del IVA

13 viviendas

13 viviendas
13 cocheras

OBJETIVO: calcular el saldo del Impuesto al momento de Escrituración de UNIDADES

Según las partes corresponde a la obra

99%

Avalúo no disponible

Figura 160 – Cálculo del impuesto al valor agregado
Elaboración propia

Continuación Punto 8.

Liquidación de Impuesto a las Ganancias

Ingresos Netos de IVA	19.525.659	
Costo Terreno	-210.898	
Erogaciones (2008-2012)	-113.784	
Costo Construcción	-11.450.195	
Impuesto de sellos	-150.314	
Ingresos Brutos	-417.343	
Impuesto a los BP	-94.604	
Impuesto al cheque	-94.209	Excluye 34% computable como crédito de impuesto
Pago de IVA	-372.475	
Pago Saldo IIBB	-163.581	
Base imponible	6.458.259	
Alícuota	35%	
Impuesto determinado	2.260.390	
menos Retenciones	-462.086	
menos Impuesto al cheque	-46.401	34% computable como crédito de impuesto
menos IGMP	-189.207	
<u>Saldo a pagar de Ganancias</u>	<u>1.562.696</u>	

Figura 160 – Cálculo del impuesto a las Ganancias (Elaboración propia)

Punto 9.

Tasa determinativa de IMPUESTOS FIDEICOMISO Felix U. Camet 2121

Impuesto	Concepto	%
GANANCIAS	<u>Resultados</u>	10% 35% s/Gcia Neta sujeta a Imp.
Debitos y Creditos	<u>Movimientos</u>	1,20%
Bienes Personales	<u>Patrimonio</u>	0,50% Resp. Sustituto/1% s/Activo FC
Gcia Minima Presunta	<u>Activos</u>	1% A cuenta de Ganancias
IVA	<u>Ingresos</u>	10,5% s/V-10,5% s/C
IIBB	<u>Ingresos</u>	3,50%

Detalle de IMPUESTOS PAGADOS

Ganancias	2.260.390
IVA	372.475 Débito Fiscal menos Crédito Fiscal
Sellos	150.314
Ingresos Brutos	417.343
Impuesto al Cheque	94.209 Excluye 34% computable como crédito de impuesto
Impuesto Bienes Personales	94.604
Total de Impuestos	3.389.334

Ingresos por Ventas **19.525.659**

Relación entre Impuestos e Ingresos por Ventas **17,36%** (*)

(*) Relación que se condice con el porcentaje calculado en punto 7.5.

Esquemáticamente

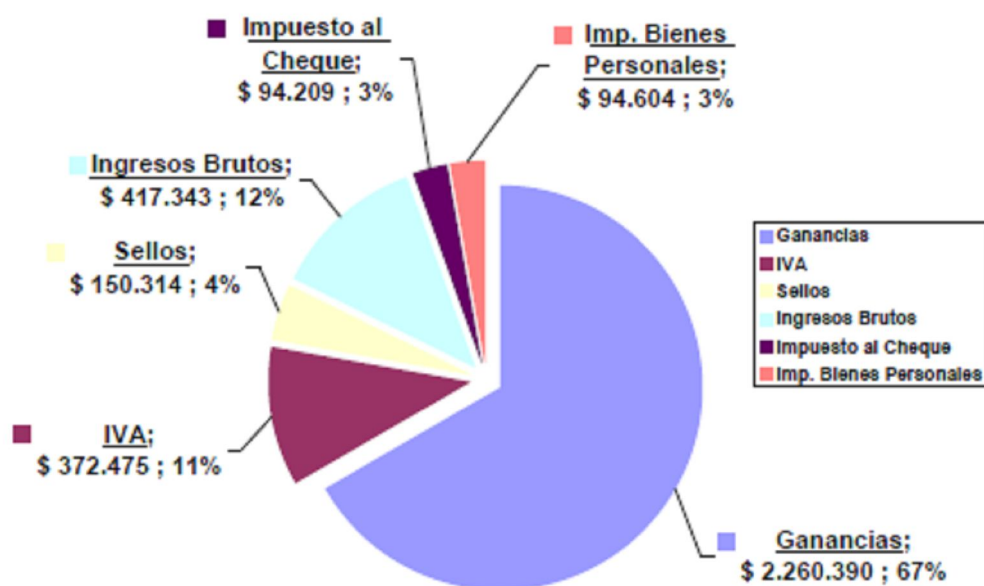


Figura 162 – Cuadro Resumen de impuestos

Punto 10. Cierre

FIDUCIANTES BENEFICIARIOS APORTAN

A	50%	64.000
B	50%	64.000
		128.000
Gastos		82.898
Total		
		210.898

FIDEICOMISO

Terreno		210.898
OBRA		-11.019.949
IVA CF s/obra		-1.149.569 0,1043
VENTA DE	16 Unidades	15.402.859
IVA DF por Ventas		1.455.517 0,0945
Retencion IG	3%	462.086

Prorrateo del Costo de Obra y Terreno

Metros vendidos	768	7.059.988
Metros adjudicados		
F-A	108	989.064
F-B	509	4.674.529
Total	1.385	12.723.582

5.663.593

Impuesto a las GANANCIAS

La utilidad del desarrollo PAGA IG ya sea en cabeza de cada uno de los fiduciarios o del fideicomiso.

Se abona el IG en cabeza del F° por haber cedido la calidad de Beneficiario el FB durante el transcurso de la construcción

Unidades a entregar	15.402.859	
Retencion IG	462.086	
Ventas	13.947.342	
IVA DF por Ventas	1.455.517	0,1044
Caja	462.086	
<i>Por la venta de Unidades a 3eros y permuta</i>		
Unidades a entregar FA y B	6.258.270	
y/o Participacion Fideicomisarios		
Adjudicacion F-B	989.064	
Adjudicacion F-A	4.674.529	
IVA DF por Adjudicacion	594.677	0,1050
<i>Por adjudicacion de unidades a fiduciarios al valor de costo</i>		
Costo de Obra y Terreno	12.723.582	
Terreno en fiducia	210.898	
Bienes de cambio	12.512.684	
<i>Para cargar a Resultados el costo de lo vendido</i>		
IVA DF por Ventas	1.455.517	
IVA DF por Adjudicacion	594.677	
IVA a pagar	372.475	
IVA DF ya ingresado (Anticipo)	253.632	
IVA CF	1.424.087	
IIBB por adjudicacion a Fideicomisarios	163.581	
IIBB a pagar	163.581	
IVA a pagar	372.475	
IIBB a pagar	163.581	
CAJA	536.056	
<i>Por pago de IVA e IIBB</i>		
VENTAS	13.947.342	
Aportes FB Terreno	105.449	
Aportes FA Terreno	105.449	
Adjudicacion F-B	883.615	
Adjudicacion F-A	4.569.080	
Costo de obra y terreno por Vtas	7.059.988	
Costo de obra y terreno Adj. Fte	5.663.593	
UTILIDAD a distribuir	6.887.354	
Aporte F-A Efectivo	950.000	
UTILIDAD a distribuir	6.887.354	
Gastos Reembolsables F-A	300.942	
Unidades a entregar FA y B	6.258.270	
y/o Participacion Fideicomisarios		
Retencion IG	462.086	
Caja	1.417.940	
	65.345.859	65.345.859
		0
Impuesto a las ganancias	1.562.696	
Provision por Impuestos	1.562.696	
Control	132.254.415	132.254.415
		0

"Fideicomiso INMOBILIARIO" BRISAMAR

Balance de SUMAS y SALDOS al 01-01-2016

Cuentas	Saldos	Saldos Cierre
Caja y Banco BBVA CC	2.416.082	2.416.081
Bienes de Cambio	12.512.684	12.512.684
Terreno	210.898	210.898
IVA CF	1.424.087	1.424.087
Creditos por Ventas	0	0
Inversiones	0	0
Prevision Impuestos	0	0
Unidades a entregar	15.402.859	15.402.859
Participacion F A y B (Fsarios)	6.258.270	6.258.270
Proveedores	0	0
Ventas	19.610.936	0
PRE-ventas	13.947.342	
Part. Fsarios	5.663.593	
Costo de Obra	-12.723.582	0
Resultado del Ejercicio	6.887.354	0
Aporte FA	1.055.449	1.055.449
Aporte FB	105.449	105.449

Figura 163 – Asiento de cierre y Balance de sumas y saldos final
Cálculo y elaboración propia

15.3. Análisis del VAN y la TIR del proyecto

15.3.1. Flujo de fondos ajustados y elección de la tasa de corte

Período	FF	FF Acumulado
0	-324.681	-324.681
1	229.385	-95.297
2	-1.103	-96.400
3	5.776	-90.623
4	12.057	-78.566
5	-153.171	-231.737
6	670.897	439.160
7	121.180	560.340
8	914.056	1.474.396
9	194.495	1.668.892
10	101.564	1.770.455
11	26.086	1.796.541
12	126.812	1.923.353
13	298.238	2.221.591
14	130.941	2.352.532
15	136.895	2.489.428
16	158.294	2.647.722
17	144.184	2.791.905
18	384.269	3.176.174
19	163.382	3.339.556
20	181.884	3.521.440
21	173.538	3.694.978
22	171.364	3.866.342
23	-497.673	3.368.669
24	-407.064	2.961.605
25	-776.358	2.185.247
26	-261.654	1.923.593
27	-443.513	1.480.080
28	-386.647	1.093.433
29	-462.086	631.348
30	-2.098.752	-1.467.404

K Tasa de CORTE 4,34%

VAN: \$ 602.192

TIR 40,16%

La tasa de corte aplicada a los flujos de fondos para calcular el VAN, surge del punto 14.3.1.2.

K=r+p+b		
Calculo		
	365	30
	Anual-%	Mensual-%
r	16,00%	1,32%
p		
	Aprobacion (*)	0,00%
	Performance	0,25%
	Construccion	0,75%
	Comercial	0,75%
	Otros	1,50%
b		
	Inflacion y Tipo de Cambio	32,00%
	Otros	1,50%
K	Tasa de descuento	52,75%
		4,34%

La presencia de flujos de cajas positivos y negativos, supone que podemos estar en un caso de TIR MULTIPLE y es como así sucede.

Gráficamente hablando

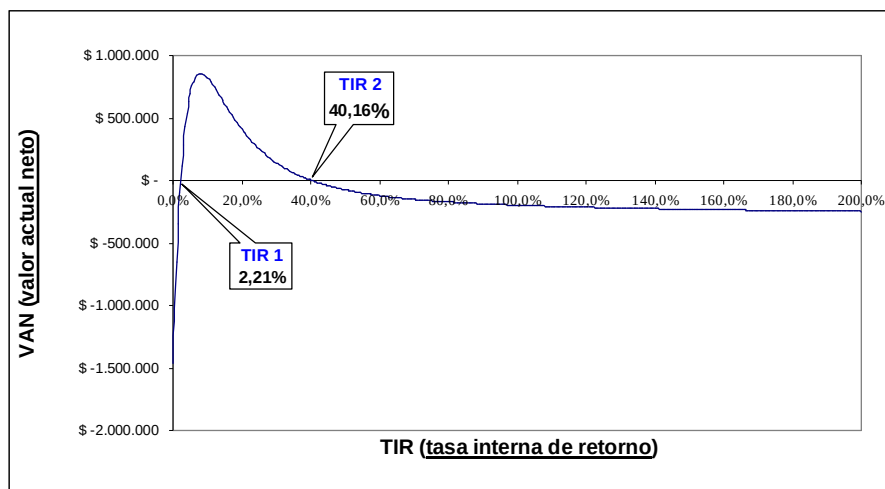


Figura 164 – Análisis del VAN y la TIR (Flujo ajustado)

Fuente: Archivo Excel - Teoría y ejercicios. Editorial Thomson. 2da Edición (2000). Apéndice A

15.3.2. TIR Modificada¹¹⁸

Se han calculado valores actuales netos para distintas tasas de corte y observamos primero valores negativos, luego positivos para volver a tomar signos negativos, en una escala de tasas del 0% al 200%.

TIR MODIFICADA

Lo que cambia entre las tres TIR es la estimación.

TIR 12,21%

TIR 240,16%

TIR 340,16%

Mes	Flujo Caja	Tasa	VAN	Mes	Q+	Q -
0	-324.681	0,0%	\$ -1.467.404	0	\$ -	\$ -324.681
1	229.385	0,5%	\$ -1.025.541	1	\$ 229.385	\$ -
2	-1.103	1,0%	\$ -656.544	2	\$ -	\$ -1.103
3	5.776	1,5%	\$ -349.446	3	\$ 5.776	\$ -
4	12.057	2,0%	\$ -94.918	4	\$ 12.057	\$ -
5	-153.171	2,5%	\$ 114.983	5	\$ -	\$ -153.171
6	670.897	3,0%	\$ 287.017	6	\$ 670.897	\$ -
7	121.180	3,5%	\$ 426.944	7	\$ 121.180	\$ -
8	914.056	4,0%	\$ 539.670	8	\$ 914.056	\$ -
9	194.495	4,5%	\$ 629.374	9	\$ 194.495	\$ -
10	101.564	5,0%	\$ 699.621	10	\$ 101.564	\$ -
11	26.086	5,5%	\$ 753.446	11	\$ 26.086	\$ -
12	126.812	6,0%	\$ 793.439	12	\$ 126.812	\$ -
13	298.238	6,5%	\$ 821.805	13	\$ 298.238	\$ -
14	130.941	7,0%	\$ 840.424	14	\$ 130.941	\$ -
15	136.895	7,5%	\$ 850.897	15	\$ 136.895	\$ -
16	158.294	8,0%	\$ 854.590	16	\$ 158.294	\$ -
17	144.184	8,5%	\$ 852.662	17	\$ 144.184	\$ -
18	384.269	9,0%	\$ 846.103	18	\$ 384.269	\$ -
19	163.382	9,5%	\$ 835.751	19	\$ 163.382	\$ -
20	181.884	10,0%	\$ 822.320	20	\$ 181.884	\$ -
21	173.538	10,5%	\$ 806.416	21	\$ 173.538	\$ -
22	171.364	11,0%	\$ 788.551	22	\$ 171.364	\$ -
23	-497.673	11,5%	\$ 769.160	23	\$ -	\$ -497.673
24	-407.064	12,0%	\$ 748.608	24	\$ -	\$ -407.064
25	-776.358	12,5%	\$ 727.205	25	\$ -	\$ -776.358
26	-261.654	13,0%	\$ 705.210	26	\$ -	\$ -261.654
27	-443.513	13,5%	\$ 682.841	27	\$ -	\$ -443.513
28	-386.647	14,0%	\$ 660.279	28	\$ -	\$ -386.647
29	-462.086	14,5%	\$ 637.675	29	\$ -	\$ -462.086
30	-2.098.752	15,0%	\$ 615.154	30	\$ -	\$ -2.098.752
		15,5%	\$ 592.818			
		16,0%	\$ 570.752			
		16,5%	\$ 549.022			
		17,0%	\$ 527.682			
		17,5%	\$ 506.775			
		18,0%	\$ 486.333			
		18,5%	\$ 466.380			
		19,0%	\$ 446.933			
		19,5%	\$ 428.004			
		20,0%	\$ 409.599			
		20,5%	\$ 391.721			
		21,0%	\$ 374.368			
		21,5%	\$ 357.536			
		22,0%	\$ 341.221			
		22,5%	\$ 325.412			
		23,0%	\$ 310.103			
		23,5%	\$ 295.281			
		24,0%	\$ 280.935			
		24,5%	\$ 267.054			
		25,0%	\$ 253.624			
		25,5%	\$ 240.633			
		26,0%	\$ 228.069			
		26,5%	\$ 215.916			
		27,0%	\$ 204.164			
		27,5%	\$ 192.798			
		28,0%	\$ 181.805			
		28,5%	\$ 171.173			
		29,0%	\$ 160.890			
		29,5%	\$ 150.943			
		30,0%	\$ 141.321			
		30,5%	\$ 132.011			
		31,0%	\$ 123.003			
		31,5%	\$ 114.285			
		32,0%	\$ 105.848			
		32,5%	\$ 97.680			
		33,0%	\$ 89.773			
		33,5%	\$ 82.116			
		34,0%	\$ 74.700			
		34,5%	\$ 67.517			
		35,0%	\$ 60.557			
		35,5%	\$ 53.813			
		36,0%	\$ 47.277			
		36,5%	\$ 40.942			
		37,0%	\$ 34.798			
		37,5%	\$ 28.841			
		38,0%	\$ 23.063			
		38,5%	\$ 17.457			
		39,0%	\$ 12.017			
		39,5%	\$ 6.738			
		40,0%	\$ 1.613			
		40,5%	\$ -3.363			

Figura 165 – Cálculo de la TIR M (Tasa interna de retorno "modificada")

¹¹⁸ Cálculo Financiero. Teoría y ejercicios. Editorial Thomson. 2da Edición (2000). Apéndice A

- Se observan dos (2) TIR
- Gráficamente también

“financieramente no tiene sentido que una inversión tenga dos rentas distintas”

Entonces aplicamos el concepto de TIR Modificada que es una medida de rentabilidad periódica expresada en porcentaje. Su diseño fue realizado para superar algunas de las deficiencias que presenta la TIR, como ser:

- Mientras la TIR supone la reinversión de los flujos de caja y/o fondos a la misma tasa interna de retorno del proyecto analizado, la **TIR M** supone la reinversión pero al costo del capital o de oportunidad de la empresa o proyecto.
- La **TIR M** supera el problema que tiene la TIR cuando los proyectos contienen varios flujos negativos.
- La **TIR M** permite corregir el problema de las múltiples TIR como se da en el caso Brisamar.

Por definición es la tasa que iguala el valor actual del valor terminal de los flujos de efectivo positivos con el valor actual de los flujos de fondos negativos.

Lo complicado es determinar en un caso real, como el analizado en esta tesis, cual es la tasa de financiamiento y cual es la tasa de reinversión.

1er TEORIA) Si el proyecto se financia con recursos ajenos se puede utilizar como costo de financiamiento el costo aplicado por la entidad financiera que nos está financiando y como tasa de reinversión correspondería aplicar la rentabilidad obtenida al invertir los flujos de caja positivos en proyectos alternativos cuya rentabilidad sea bien conocida.

2da TEORIA) Si no se acude al mercado financiero, sino que nos financiamos con recursos propios y reinvertimos en proyectos internos, la medida de la tasa lleva un criterio subjetivo del evaluador. Ejemplo: los que aplique nuestra competencia o los del sector propiamente dicho.

Aplicaremos el siguiente esquema que consiste en:

- 1) Separar flujos de caja (+) y flujos de caja (-)
- 2) Luego, se parte de la idea de que los flujos de caja negativos, equivalen a gastos o fondos que vamos a tener que obtener por alguna de las fuentes de financiamiento disponible y esto tiene un costo financiero.
- 3) Seleccionar el costo financiero para detraer los flujos de caja negativos y traerlos al origen del análisis, es decir al momento “cero”.
- 4) Los flujos de caja positivos los capitalizo al final del periodo analizado (en este caso 30 meses)
- 5) Seleccionar la tasa de reinversión de dichos excedentes y llevarlos al final.

La idea es que los flujos de caja negativo, los tenemos que aportar nosotros y debemos financiarlos ya sea con recursos propios o acudir a alguna fuente de financiación externa, mientras que los flujos de caja positivos son susceptibles de ser invertidos en proyectos alternativos y capitalizarlos al final del periodo.

Existen dos métodos para calcular la TIR Modificada y corroborando que ambos den igual, convalidaran el análisis suscripto.

1er Método)

Con ayuda de la planilla de cálculo Excel acudiendo a la función TIRM, calculándose la tasa entre ambos valores involucrados, resultando

Tasa Descuento Gastos	4,34%
Tasa Capitalización Ingresos	4,34%
TIR Modificada	5,2085%

**Tir Modificada
calculada con **TIRM****

2do Método)

Los flujos positivos se llevan al final a la tasa de corte del proyecto, mientras los flujos negativos se llevan el inicio a la misma tasa

Valor Actual Gastos	\$ 2.120.778
Valor Final Ingresos	\$ 9.727.931

TIR Modificada	5,2085%
----------------	---------

Tir Modificada
calculada acudiendo al
concepto

El concepto al cual nos referimos es que como deseamos conocer cual es el tipo de interés implícito en esa operación acudiendo a la ley de capitalización compuesta:

$$C_n = C_0 (1 + i)^n$$

$$\sqrt[n]{\frac{C_n}{C_0}} = (1 + i) \Rightarrow i = \sqrt[n]{\frac{C_n}{C_0}} - 1$$

Según MDI Lic Hipólito Serrano ¹¹⁹, cuando hay varios cambios de signo en los flujos, pueden dar lugar a más de una T.I.R.

La T.I.R. MODIFICADA resuelve estos problemas y supone la reinversión de los flujos a la misma tasa del corte del capital. Es la tasa que iguala el valor actual del valor final de los flujos de efectivo positivos, con el valor actual de los flujos de efectivo negativos.

El proyecto (en este caso nuestro análisis) se aceptará si la T.I.R.M. es superior a la tasa de descuento.

SUPUESTO que se verifica pues:

5.20% es mayor a 4.34%

Operativamente hablando

- a) Los flujos de fondos se llevan hasta el final (n) del proyecto a la tasa de reinversión de los fondos (K)
- b) Los flujos negativos se traen al inicio a la tasa de financiación, en su caso, (Kf). Se suele utilizar el WACC.

Aplicando su metodología a nuestro flujo de fondos (ver *Archivo –Excel, solapa VANEq*), obtenemos un cálculo que coincide con el 2do Método desarrollado anteriormente.

K:Kf:WACC		4,34%
Suma F (-) descontados		2.120.778
Suma F (+) capitalizados		9.727.931
2.120.778	=	9.727.931
		(1+R)^30
2.120.778	(1+R)^30	9.727.931
	(1+R)^30	9.727.931 4,59
		2.120.778
R 5,2085%		

Figura 166 – Detalle de cálculo de la TIR M (Tasa interna de retorno “modificada”) Ayuda con planillas Excel

¹¹⁹ Ob. cit. 105

En síntesis la TIRM corrige:

- 1) Los problemas asociados con los proyectos no convencionales, como es nuestro caso.
- 2) Problemas al decidir aceptación o rechazo, pues si la TIRM es mayor al costo de capital utilizado como tasa de corte, implica aceptar la decisión de invertir o como se da en el caso analizado, convalidar el cálculo efectuado.

Según¹²⁰, otra variante de análisis de aplicación del VPN consiste en determinar el valor presente neto tanto de ingresos como de egresos, para luego determinar el coeficiente de relación de ingresos y egresos a VPN, el que se obtiene dividiendo el VPN de los ingresos por el VPN de los egresos. Si este coeficiente es mayor que uno, implica que el **VPN del flujo de fondos es positivo**.

Comparacion de VPN de Ingresos y Egresos

Tasa Corte		4,34%		
Periodo anual	Ingresos	Egresos	FF	Valor Final
0		-324.681	-324.681	-1.159.939
1	1.693.077	-1.463.692	229.385	785.433
2	786.728	-787.830	-1.103	-3.619
3	92.722	-86.946	5.776	18.169
4	220.593	-208.536	12.057	36.349
5	110.759	-263.930	-153.171	-442.579
6	1.423.565	-752.669	670.897	1.857.966
7	152.785	-31.605	121.180	321.649
8	978.327	-64.270	914.056	2.325.358
9	483.044	-288.549	194.495	474.235
10	312.403	-210.840	101.564	237.350
11	315.182	-289.096	26.086	58.429
12	326.711	-199.899	126.812	272.237
13	327.115	-28.877	298.238	613.644
14	364.786	-233.845	130.941	258.225
15	399.748	-262.853	136.895	258.748
16	400.417	-242.122	158.294	286.762
17	404.145	-259.962	144.184	250.345
18	406.166	-21.897	384.269	639.479
19	408.603	-245.221	163.382	260.593
20	426.173	-244.289	181.884	278.048
21	428.730	-255.192	173.538	254.266
22	428.730	-257.366	171.364	240.647
23	431.731	-929.404	-497.673	-669.841
24	451.591	-858.655	-407.064	-525.120
25	451.591	-1.227.949	-776.358	-959.898
26	476.880	-738.533	-261.654	-310.068
27	476.880	-920.393	-443.513	-503.738
28	504.539	-891.185	-386.647	-420.900
29	0	-462.086	-462.086	-482.120
30	0	-2.098.752	-2.098.752	-2.098.752
Flujo Final	13.683.720	-15.151.125	-1.467.404	2.151.357
VPN	8.389.067	-7.786.875	181.876	
Coef	VPN Ingresos	1,07733422	implica que VPN del flujo de fondos es "positivo"	
	VPN Egresos			

Figura 167 - Fuente: El mercado inmobiliario y la preparación de proyectos-Dr. Franceschini Juan Carlos
Elaboración propia

La suma algebraica del flujo mensual determinado da negativo por ser un flujo de fondos *no simple y mixto* (más de un a TIR)¹²¹. Podríamos dudar si el VAN es positivo o si el rendimiento interno del proyecto

¹²⁰ Ob. cit. 92, p.181

¹²¹ En los flujos de inversiones no simples, pueden existir varios cambios de signo. Las inversiones no simples se subdividen en dos topologías: las inversiones puras y las inversiones mixtas. De estos dos tipos, las que presentan el

supera en realidad al costo, y el autor mencionado con base en¹²² desarrolla un método que consiste en determinar si el flujo de fondos es mixto. Como se observó al analizar la TIR, el flujo determinado en el caso propuesto es mixto pues tiene más de una TIR. De esta manera, nos resta calcular los saldos no recuperados del proyecto. Si cada uno de los flujos de caja mensuales los llevo al final del periodo (mes 30) al valor del costo de capital (tasa de corte utilizada) y su sumatoria es mayor que cero, implica que su TIR *modificada es mayor al costo*, convalidando de esta manera el proyecto a la aceptación (última columna del Gráfico anterior).

15.4. Análisis numérico del riesgo

Si bien ya nos hemos referido a este tema en punto 13, ampliaremos este análisis pues una correcta medición del riesgo permitirá ayudar a tomar decisiones en tiempo y forma.

El mercado inmobiliario presenta particularidades respecto a otros mercados en términos de medición del riesgo, como por ejemplo, del riesgo bursátil, en donde es posible contar con información histórica sobre el comportamiento de Beta¹²³. Si suscribiéramos el análisis de Beta al plano del mercado inmobiliario, como propone el Dr. Franceschini, reemplazando el rendimiento de la acción por el rendimiento de un proyecto, comparándolo con el rendimiento de un portafolio de proyectos, se podría calcular Beta concluye.

En ausencia de información en relación a rentabilidades de proyectos inmobiliarios realizando una aproximación en base a la experiencia del consultor o desarrollador, propone adaptar el modelo ideado por C. Van Horne al mercado inmobiliario para determinar el riesgo de un proyecto, según el siguiente análisis:

Fila	Columna 1	2	3	4	5	6	7	8
			(1) - (2)	3^2		(5) - (2)	(3) x (6)	
	Rendimiento Mercado	Tasa Libre Riesgo	Rendimiento Excedente	Rendimiento Excedente	Rendimiento Proyecto	Rend Excedente Proyecto	Rend Exceso Prod. Cruzado	BETA
1	0,2	0,056	0,144	0,020736	0,42	0,364	0,052416	2,53
2	0,22	0,056	0,164	0,026896	0,42	0,364	0,059696	2,22
3	0,24	0,056	0,184	0,033856	0,42	0,364	0,066976	1,98
4	0,26	0,056	0,204	0,041616	0,42	0,364	0,074256	1,78
5	0,28	0,056	0,224	0,050176	0,42	0,364	0,081536	1,63
6	0,3	0,056	0,244	0,059536	0,42	0,364	0,088816	1,49
7	0,32	0,056	0,264	0,069696	0,42	0,364	0,096096	1,38
8	0,34	0,056	0,284	0,080656	0,42	0,364	0,103376	1,28
9	0,36	0,056	0,304	0,092416	0,42	0,364	0,110656	1,20
10	0,38	0,056	0,324	0,104976	0,42	0,364	0,117936	1,12
11	0,4	0,056	0,344	0,118336	0,42	0,364	0,125216	1,06
12	0,42	0,056	0,364	0,132496	0,42	0,364	0,132496	1,00
13	0,44	0,056	0,384	0,147456	0,42	0,364	0,139776	0,95
14	0,46	0,056	0,404	0,163216	0,42	0,364	0,147056	0,90
15	0,48	0,056	0,424	0,179776	0,42	0,364	0,154336	0,86
16	0,5	0,056	0,444	0,197136	0,42	0,364	0,161616	0,82
17	0,52	0,056	0,464	0,215296	0,42	0,364	0,168896	0,78

Siendo

$$\text{Beta} = \frac{(R_m - L_r) \times (R_p - L_r)}{(R_m - L_r)^2}$$

Donde

- Rm** = Rendimiento del proyecto del mercado
- Lr** = Tasa libre de riesgo
- Rp** = Rendimiento del proyecto (analizado)

Figura 168 - Fuente: El mercado inmobiliario y la preparación de proyectos-Dr. Franceschini Juan Carlos
Elaboración propia

problema de tasas múltiples de rendimiento son las inversiones mixtas. Es decir que si existe más de un cambio de signo nos encontramos en presencia de un flujo de fondos con inversiones no simples. Sin embargo, la determinación si en este caso nos encontramos frente a una inversión pura o mixta entraña un grado de complejidad mayor. Ob. cit. 92, p.184 y sig.

¹²²Raúl Coss Bu, Análisis y evaluación de proyectos de inversión, México, Limusa Noriega Editores, 1997, p. 83

¹²³Beta no es más que la pendiente de la línea característica. Representa la sensibilidad del rendimiento excesivo del valor contra el del portafolio del mercado. Si la pendiente es uno (1), ello significa que los rendimientos en exceso de la acción varían en forma proporcional a los rendimientos excesivos del portafolio del mercado. En otras palabras la acción tiene el mismo riesgo inevitable o sistemático que el mercado en conjunto. Ob. cit 92, Nota 56, pag 237.

Si el rendimiento de proyectos similares en el mercado produce una TIR del orden del 42% y nuestro proyecto iguala dicha tasa, esto nos determina un coeficiente de Beta igual 1. Es decir que nuestro proyecto posee el mismo riesgo que nuestro mercado en el cual nos encontramos inciertos.

Mientras que si la TIR del mercado de un portfolio de proyectos similares esta en el orden del 30% y el nuestro superara 12% dicha tasa, implicaría una Beta del orden del 1,49. Esto significa que existe un riesgo sistemático mayor al del conjunto del mercado; reflejando un proyecto agresivo.

15.5. Análisis de Sensibilidad

Una de las técnicas para conocer el *riesgo* de los proyectos inmobiliarios consiste en analizar cuan sensible es una variable (se seleccionara la variable precios, aunque no es la única) ante cambios en su cuantía observando como se comporta la variable de salida VAN en tres escenarios distintos con una probabilidad de presentación de cada uno de ellos. Primero suscribiremos un análisis *univariado*, esto es mediante la modificación de una sola variable critica, mediante el criterio de *ceteris paribus* (las demás permanecen constantes) cuan sensible es el VAN; para luego pasar a un análisis *multivariado* mediante la técnica de Simulación de Montecarlo.

15.5.1. Ajuste de Escenarios propuestos-Método DELPHOS

Escenarios	Precios	VAN	Probabilidad de presentacion
NORMAL	Propuesto	\$ 602.191,00	50%
OPTIMISTA	Suba 10%	\$ 804.324,00	25%
PESIMISTA	Baja 29%	\$ 5.902,00	25%

ESCENARIOS	PESIMISTA	BASE=NORMAL	OPTIMISTA	
Expectativas en GENERAL y Procesos de Decision de los Agentes Economicos Consumidores y Empresas	Asig.Chance	25,00%	50,00%	25,00% 100,00%
Expectativa de INFLACION				
De los consumidores	35,00%	8,75%	12,00%	3,00%
De las Empresas	30,00%	7,50%	10,00%	2,50%
Consumo e Inversión de las Empresas	5,00%	1,25%	8,00%	2,00%
Generacion de bienestar de los individuos	7,00%	1,75%	10,00%	2,50%
Generacion de bienestar de los Empresas	5,00%	1,25%	7,00%	1,75%
Inversión y generacion de empleo de las Empresas desempleo	4,00%	1,00%	-5,00%	-1,25%
Expansion de la Demanda Interna	0,10%	0,03%	2,00%	0,50%
Externa	3,50%	0,88%	3,00%	0,75%
Presion Fiscal	12,50%	3,13%	-5,00%	-1,25%
Tipo de cambio "OFICIAL"	30,00%	7,50%	0,00%	0,00%
Otros factores	10,00%	2,50%	0,00%	0,00%
Ajuste		35,53%	Diferencia	10,50%
Nuevos PORCENTAJES		34%	38%	28% 100,00%

Figura 169 – Aplicación del Método DELPHOS
Elaboración e interpretación propia

El método Déléphos es un procedimiento que permite ajustar las probabilidades de presentación (Escenario Normal 50%, Escenario Optimista 25% y Escenario Pesimista 25%) asignadas en forma arbitraria. El procedimiento consiste en ajustar la asignación de la chance analizando los procesos decisorios de las empresas y los particulares y como se modificaran ante cambios de variables económicas concretas. En nuestro caso, el escenario base "bajo", el pesimista "subió" y el optimista "bajo". *Lo que nos lleva a concluir que la aplicación del método es correcta.*

Pd: Se aclara que los valores asignados al VAN surgen de modificar en Archivo Excel-Pestaña Precios-celda B4 en los escenarios optimista (tipear \$15 en lugar de \$13) y pesimista (tipear \$7,10 en lugar de \$13).

15.6. Análisis estadístico del riesgo

Que pasaria con el VAN de este proyecto si "lo repetimos" teoricamente muchisimas veces?
Este indicador se distribuiria de manera normal.

Medicion del RIESGO	VAN		
	Normal o BASE	Suba 10% Optimista	Baja 29% Pesimista
VAN por ESCENARIO	\$ 602.191,00	\$ 804.324,00	\$ 5.902,00
Probabilidad de presentacion Ajustado por Metodo Delfos	38,00%	28,00%	34,00%
VAN por PROBABILIDAD	\$ 228.833	\$ 225.211	\$ 2.007

100,00%

a) Calculo del promedio del VAN

VAN promedio \$ 456.049,98

b) Calculo del Desvio STD

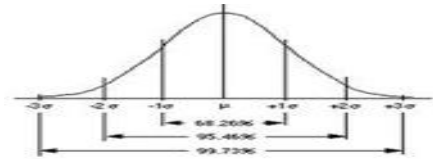
VAN		Diferencia	Diferencia2		
\$ 228.833	\$	146.141	21357197727	\$	8.115.735.136,12
\$ 225.211	\$	348.274	1,21295E+11	\$	33.962.542.041,95
\$ 2.007	\$	-450.148	2,02633E+11	\$	68.895.289.325,35
TOTAL	\$	44.267	3,45285E+11	\$	110.973.566.503,42
D Std	\$	333.126,95			

El promedio del van es \$ 456.050

La expectativa es que las mismas fluctuen entre

\$ 122.923,03
\$ 789.176,93

Distribucion NORMAL



m : \$ 456.050 VAN "promedio"
S : \$ 333.127 Riesgo
(-) 1 \$ 122.923,03
1 S \$ 789.176,93

VAN promedio	\$	456.049,98		
Intervalo I	\$	122.923,03	\$	789.176,93 68,26% de las Observaciones
Intervalo II	\$	-210.203,93	\$	1.122.303,89 95,44% de las Observaciones
Intervalo III	\$	-543.330,88	\$	1.455.430,84 99,74% de las Observaciones

Cuando el proyecto tendra un VPN mayor o igual a cero?

1,36899754 Es decir se necesita de 1,368997544 D Std para ubicar el punto donde el VAN "promedio" es igual a cero
Lo cual se observa en el Intervalo II

Probabilidad de que el VPN sea menor o igual a cero

0,96723886

Es riesgoso el proyecto?

Por encontrarse un valor "negativo" del VAN recién en el segundo intervalo se concluye
Existe una probabilidad "muy alta" que el VAN sea "mayor que cero"

Coef de variacion 0,7305 Unidades de riesgo por unidad de rentabilidad esperada
Mientras mas cercanos no encontremos al nuemero "cero" menos riesgoso sera
El proyecto es medianamente riesgoso

Figura 170 – análisis estadístico (Elaboración propia)

El análisis recientemente efectuado indica que el *VAN promedio*, que surge de multiplicar los porcentajes surgidos del método Delphos y el VAN de cada escenario, que surge luego de variar **precios** en un **10% de suba** y un **29% a la baja**, arroja un *promedio* de \$ 456.050.

Según¹²⁴, estadísticamente hablando, el riesgo es definido, como el grado de dispersión de los resultados observados frente al promedio. A mayor dispersión, mayor riesgo. Dispersión también conocida como volatilidad y, es medida, a través de la *desviación estándar*. El cálculo del Desvío estándar, que estadísticamente hablando es el valor del riesgo, indica que el mismo es de \$ 333.126,95. El riesgo ocurre tanto cuando el precio aumenta (aunque esto favorezca a nuestro proyecto) como cuando disminuye (perjudicándolo). Se ha acostumbrado solo a percibir el riesgo cuando el comportamiento de la variable analizada no nos es favorable.

La “Ley de los grandes números” expresa que si un experimento (en este caso cálculo de un VAN) lo repetimos muchísimas veces, *sus resultados se distribuirán de manera normal* (también conocida como campana de Gauss). Es una distribución simétrica, es decir que la mayoría de las observaciones realizadas se encontraran alrededor del promedio.

La distribución normal tiene una característica muy interesante denominada propiedad de los intervalos. En nuestro proyecto aplicando esta propiedad, refleja que en el intervalo I con una probabilidad del 68,26% los valores del VAN fluctuaran entre \$122.923,03 y \$789.176,93. En el intervalo II, nos dice que existe una probabilidad del 95,44% que el VAN arroje un valor comprendido entre **(-\$210.203,93)** y \$1.122.303,89. Por último, el intervalo III, nos indica con una certeza casi absoluta (99,74%) que el VAN se encuentra entre **(-\$543.330,88)** y \$1.455.430,84.

Ahora debemos preguntarnos si es riesgoso este proyecto con las variables incluidas para analizar el VAN y sensibilizándolo con los distintos escenarios.

La distribución normal es simétrica, es decir, existirá un 50% que el VAN del proyecto sea mayor a \$456.050 y también la misma probabilidad de que sea menor a esa suma.

Buscamos cual es la probabilidad que el proyecto tenga un VAN mayor o igual a cero. Es decir a cuantas desviaciones estándar del VNA promedio se encuentra el punto “cero” en el Gráfico de los intervalos. Lo cual se observa en el intervalo II. Esto se traduce en que existe una probabilidad del 96,723% de que el VAN de mayor a cero. (100%-3,2761% según cálculo).

Por último se concluye que el proyecto es medianamente riesgoso pues el coeficiente de variación (cv), el mismo que indica cuantas unidades de riesgo por unidad de rentabilidad esperada, se obtiene del proyecto analizado. Dividiendo el riesgo y el promedio del VAN obtengo el (cv) arrojando un valor de 0,7305 unidades de riesgo por unidad de rentabilidad esperada. **Concluyendo que el análisis en particular aplicado al proyecto es medianamente riesgoso.**

15.6.1. Gráfico de PRE-ventas, costos y riesgo en Brisamar

El análisis que sigue es de autoría propia y lo que intenta medir simplemente es como varia el riesgo desde el inicio de obra hasta su finalización, si partimos de la descripción de riesgos descritos en el capítulo respectivo y le asignamos porcentajes (seleccionados en forma arbitraria por mi parte) y los multiplicamos por el riesgo calculado estadísticamente, obtendremos el riesgo de cada ítem y como disminuye a medida que avanza la obra.

Para lo cual y aplicando herramientas ya utilizadas, gráficamente el riesgo fue asimilado a una línea tendencial que surge de la formula detallada en el Gráfico arrojando un R2 de 0,7724 es decir que explica con suma aproximación lo que se ha intentado esgrimir con este cálculo.

Lo que sigue:

- Descripción del riesgo y porcentajes asociados
- Cálculo numérico de cada uno
- Gráfico representativo

¹²⁴Diario de Economía y Negocios. Artículo de Paúl Lira Briceño. 15/02/2011

a) Descripción del riesgo y porcentajes asociados

TIPOS de RIESGOS		Peso relativo
1.	Riesgo en cuanto al otorgamiento de permisos , licencias o autorizaciones	5%
2.	Riesgo de no conclusión del proyecto	25%
3.	Riesgo de comercialización	8%
4.	Riesgo financiero por variación de costos, precios y tasas de interes	10%
5.	Riesgo cambiario	5%
6.	Riesgo de la construcción	10%
7.	Riesgo legal	8%
8.	Riesgo impositivo	8%
9.	Otros riesgos	22%
		100%

b) Cálculo numérico de cada uno

			Riesgo	Ponderacion
1.	Riesgo que desaparece al aprobarse el plano	5%	\$ 333.127	\$ 16.656
2.	28 meses	25%	\$ 333.127	\$ 83.282
3.	Hasta cubrir los costos totales	8%	\$ 333.127	\$ 24.985
4.	28 meses	10%	\$ 333.127	\$ 33.313
5.	28 meses	5%	\$ 333.127	\$ 16.656
6.	28 meses	10%	\$ 333.127	\$ 33.313
7.	28 meses	8%	\$ 333.127	\$ 24.985
8.	28 meses	8%	\$ 333.127	\$ 26.650
9.	28 meses	22%	\$ 333.127	\$ 73.288

c) Gráficamente

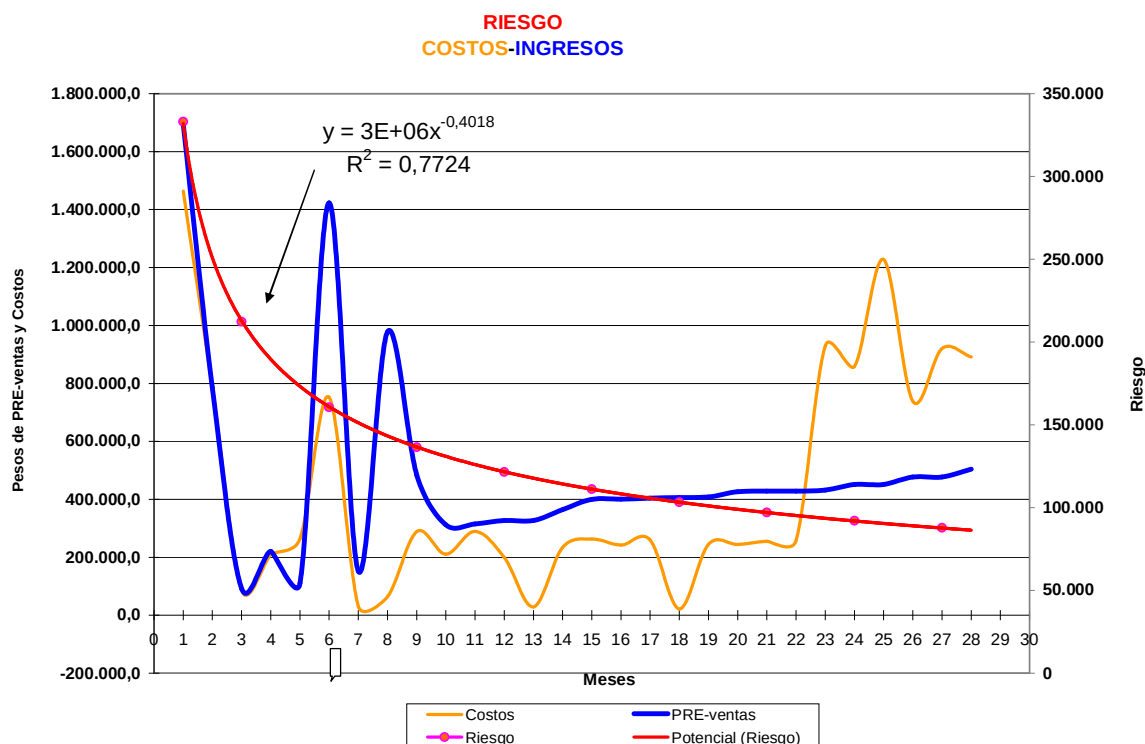


Figura 171 – Gráfico de Ingresos-Gastos y el Riesgo asociado
Fuente: Interpretación y elaboración propia

Se concluye que si bien el análisis efectuado es subjetivo, se amplifica muy bien como va disminuyendo el riesgo a medida que avanza la construcción del emprendimiento, en función al cálculo estadístico del riesgo y servirá para monitorear que nivel de riesgo se asume al estipular el precio de venta y el costo de construcción

15.7. Simulación de Montecarlo

Ya conceptualizamos este método, pero sencillamente ampliaremos algunos conceptos y por último aplicaremos la simulación al proyecto.

La primera vez que se menciona a la Simulación de Montecarlo es en el artículo Risk Analysis in Capital Investment de *David B. Hertz*, publicado en la edición de enero-febrero de 1964 de la revista Harvard Business Review.

Esta metodología mezcla el análisis de escenarios con la técnica de mediciones estadísticas, pero las variables críticas, es decir aquellas cuya variación impactan fuertemente en la rentabilidad del proyecto, se insertan dentro de una distribución de probabilidades *ad hoc* para cada una de ellas¹²⁵.

La técnica se desarrolla en seis pasos:

1. Elaboración del modelo de pronóstico
2. Selección de la/las variables de riesgo
3. Asignación de la distribución de probabilidades a cada variable.
4. Inclusión de condiciones de correlación
5. Simulación
6. Análisis de resultados

Punto 1.

Este punto ya se desarrolló y consiste en la proyección de ganancias y pérdidas y su correspondiente flujo de fondos proyectados, que determine los indicadores correspondientes al VAN y la TIR.

En nuestro caso el VAN del proyecto analizado como base es de \$ 602.192

Punto 2. y 3.

El siguiente paso es seleccionar las variables críticas que impactan más en la rentabilidad del modelo que en este caso se trata de un proyecto inmobiliario denominado Brisamar.

Se ha abordado este problema anteriormente, hallando el punto de equilibrio o mediante el análisis estadístico, pero ahora para ejecutar la Simulación de Montecarlo a cada variable crítica debe asignársele una distribución de probabilidades.

Es importante dejar claro que una distribución de probabilidades es la asignación de probabilidades de ocurrencia a una variable sobre un rango de valores discretos o continuos.

- Valor discreto: es una variable que se puede asociar a un número natural
- Variable continua: es aquella cuyo rango se encuentra dentro de un continuo de valores.

No debemos olvidar que es lo que estoy haciendo con todo esto:

Expresar cuantitativamente creencias y expectativas sobre el resultado de un evento futuro

Las variables críticas seleccionadas son:

-) Unidades vendidas
-) Precio promedio por m²
-) Costos Fijos iniciales

¹²⁵Diario de Economía y Negocios. Artículo de Paúl Lira Briceño. 30/05/2011 29 y sig.

-) Costos variables de producción, venta e impositivo

A cada una de estas variables, se le asignado una distribución de probabilidades, según el siguiente cuadro:

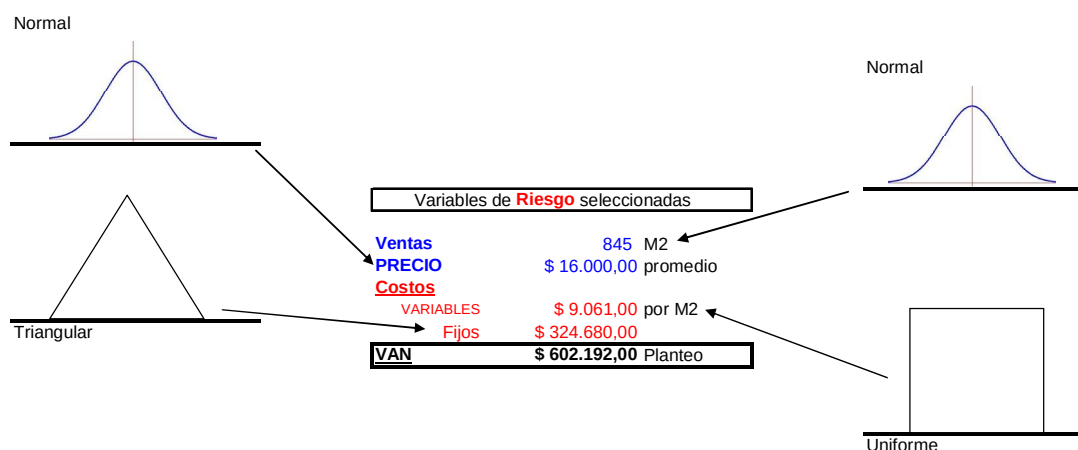


Figura 172 – Simulación de Montecarlo-Asignación de distribuciones a Ventas/Precio y Costos
Fuente: Interpretación y elaboración propia

A las ventas y al precio se les ha asignado una distribución normal, a los costos variables una distribución uniforme y a los costos fijos una distribución triangular.

Por último la variable de salida es el VAN, cuyos valores cambiaran a medida que el sistema cambie aleatoriamente las variables ventas y costos y las confunda entre si.

Punto 4.

Este paso consiste en especificar el nivel de variación posible para cada variable crítica, llevándose a cabo mediante la fijación de límites (valores máximos y mínimos) dentro del rango asignado para cada una de ellas. Por ser nuestro primer proyecto pero con base en todo el análisis efectuado, se establecieron los siguientes:

	dist. De probabilidad	valor BASE	sigma	Valor	
				Mínimo	Maximo
Ventas	Normal	845	85	800	900
PRECIO	Normal	16.000	3000	13000	19000
COSTOS	Uniforme	9.061		8000	9500
VARIABLES Fijos	Triangular	324.680		280000	324680

Figura 173– Simulación de Montecarlo-Rango de variación de cada variable crítica
Elaboración propia

Así, por ejemplo las ventas se distribuyen normalmente entre en el rango que va desde los 800 a los 900 m2 (unidades), teniendo como valor base 845, con una desviación estándar de 85 unidades. La misma explicación alcanza a la variable precio. A los costos variables se le asigno una distribución uniforme, lo que implica que todos los valores dentro del rango tiene una similar probabilidad de ocurrencia. Por último los costos fijos (en nuestro caso se tomo la inversión inicial) se distribuyen de manera triangular, es decir que existen tres valores: uno máximo, un mínimo y el promedio.

Se estableció una correlación negativa entre ventas y precios negativa (-0,30). Si el precio sube las ventas disminuyen (aunque no siempre sea así, según la máxima de ¹²⁶si desea vender algo, aumente su precio, como esperamos sea nuestro caso por la categoría del proyecto) por lo tanto la correlación es negativa; es decir una variable sube y la otra baja en el porcentaje previamente planteado.

¹²⁶Las 48 Leyes del PODER. Lección 1ro 6. Robert Greene. Editorial Atlántida

Punto 5.

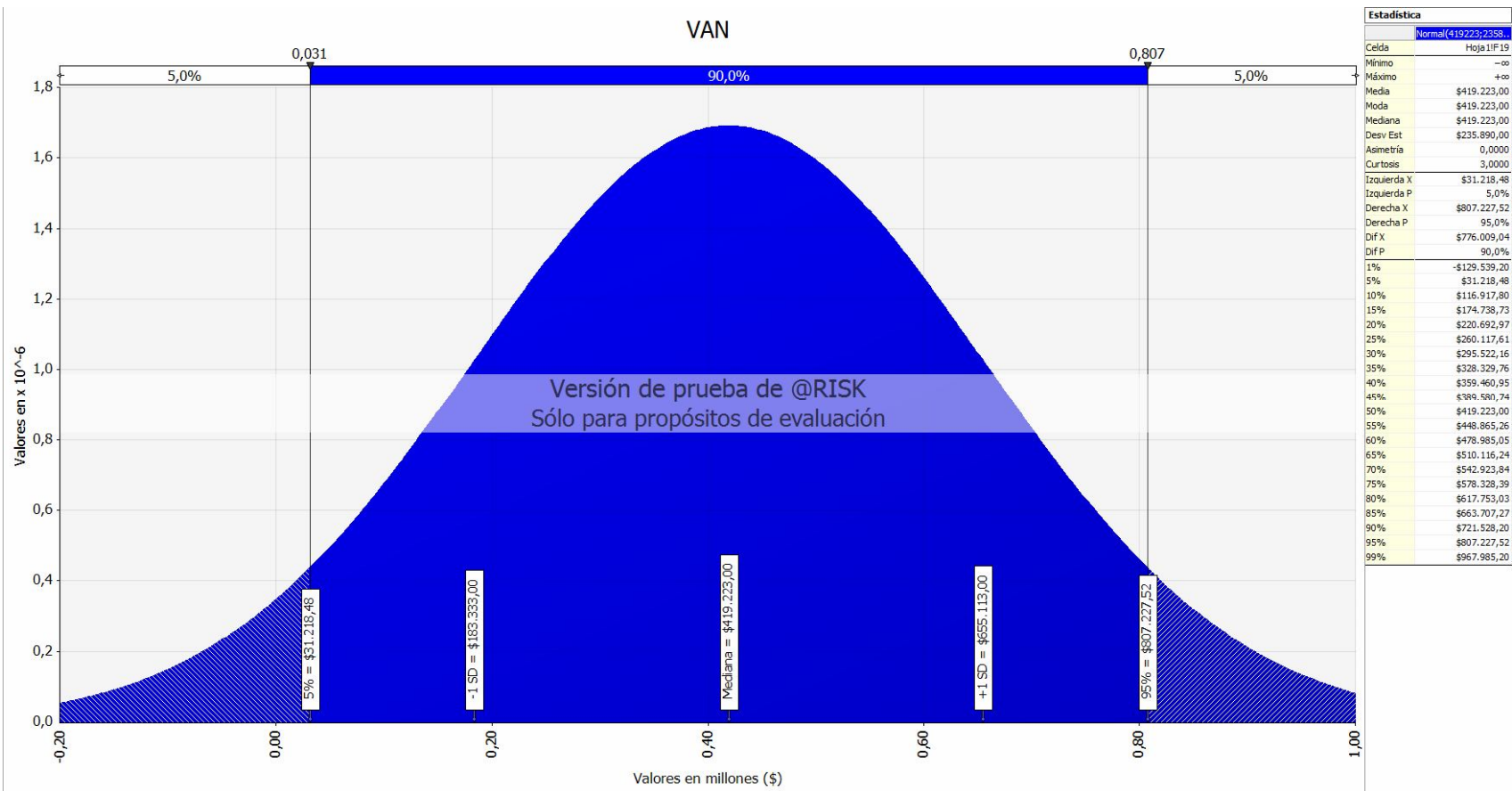


Figura 174 – Simulación de Montecarlos (Análisis Gráfico)
Fuente : Excel Risk@ Simulación

Lo que no debemos olvidar es que el proceso es *aleatorio* (de ahí el nombre de Montecarlo, por el juego de ruleta), escogiendo al azar, un dato por cada variable de riesgo seleccionada y procediendo a reemplazarlos en el panel de variables de entrada. Dada la vinculación entre este, las proyecciones y el indicador de rentabilidad (en este caso el VAN), automáticamente se recalculara todo el modelo de pronóstico la cantidad de veces que el sistema simule el proceso.

Hemos pedido que el programa corra 1000 simulaciones, interactuando las variables críticas seleccionadas dentro de los parámetros prefijados en cuadro del punto 4.

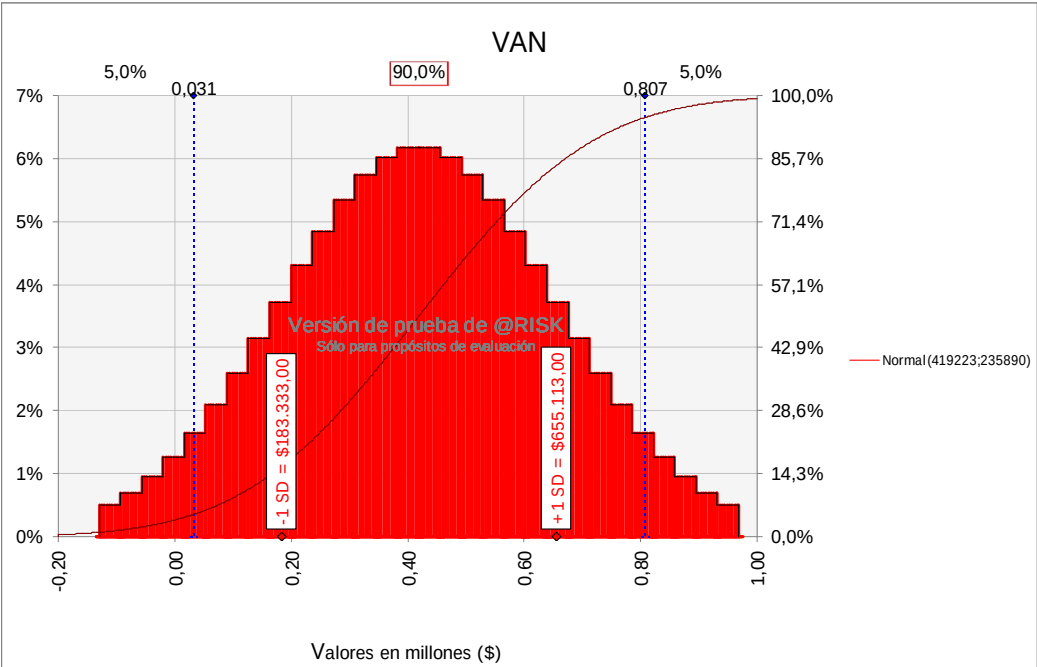


Figura 175

15.8. Evaluación de Resultados

Punto 6.

La aplicación del método de la Simulación de Montecarlo convalida lo efectuado dando consistencia integral al análisis en conjunto, es decir comparando los resultados con los distintos métodos obtuvimos:

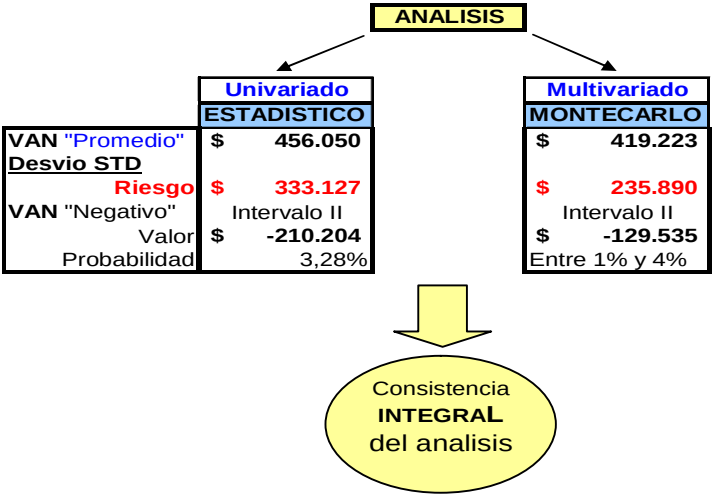


Figura 176 – Análisis Estadístico vs Simulación de Montecarlo (Análisis de resultados)
Elaboración propia

En base a¹²⁷ las reflexiones del estudio suscripto, son las siguientes:

1. El nivel de ventas proyectado tomado como base para el análisis suscripto, es el más bajo que se podría esperar, con lo cual el **proyecto es poco riesgoso**. Si se vendiese solo una unidad más, escenario muy probable; el proyecto sería aun más rentable. Si bien hoy impera un *riesgo de mercado mayor* (ciclo inmobiliario recesivo) la disminución de la demanda se tradujo en el flujo en la venta de cuatro (4) departamentos adicionales a las ventas ya concretadas.
2. Cuanto más alejado este el punto de equilibrio del proyecto (break-even) del momento inicial, mayor será el riesgo del proyecto. Dado que incluso vendiendo un departamento menos alcanzo el equilibrio, se concluye que el **proyecto es poco riesgoso**, pues de un total de veintiocho unidades (28) de las cuales se comercializaron catorce (14) al iniciarse la obra, vendiendo solo dos (2) alcanzaría el equilibrio, el cual puede concretarse en un solo día, dado el ciclo de vida del proyecto recién comienza.
3. Algunos (sino todos) los proyectos para su comercialización habitual, necesitan contar con determinadas aprobaciones administrativas, ya sea municipales o provinciales. Brisamar cuenta con plano de proyecto aprobado, dado lo cual en caso de modificaciones solo restaría presentación de una *modificación de obra en curso y/o ampliación* pero sobre un plano aprobado. Dado lo anterior el **proyecto es muy poco riesgoso**.
4. La presente tesis, sirve de sustento como un plan de negocios que abordo todos los aspectos inherentes a necesidades y requerimientos del consumidor inmobiliarios. Si a esto le sumamos su alto nivel de análisis y detalle **el proyecto es poco riesgoso**.
5. Según palabras del autor mencionado, lo que más interesara en el análisis del riesgo de un proyecto inmobiliario es determinar el desempeño del flujo de fondos, frente a diferentes comportamientos de las variables, pero existen otras situaciones que dependen de la persona jurídica o física que lleva adelante la gestión del proyecto, quien encara la figura del desarrollador y como están conformadas las partes involucradas en el negocio. En Brisamar, si bien se trata del primer desarrollo del grupo, la estructuración del negocio a través de un fideicomiso, la figura del fiduciario encarnada en un contador especializado en fideicomiso y la poca cantidad de fiduciantes junto con un grupo humano de prestigio, tornan al **proyecto como de mediano riesgo**.
6. Un análisis minucioso de la competencia actual y futura, estudio de atributos y análisis FODA del proyecto en si es un combo que permiten administrar el riesgo minimizando las debilidades permitiendo al mismo tiempo ponderar las fortalezas, **disminuyendo el riesgo asociado**.
7. “*Los imprevistos o los factores imponderables*” resalta el autor, es muy importante su análisis previo y los mismos (sin carácter taxativo) se abordaran como sigue:
 - Incumplimientos de compradores: Seguros contra saldos deudores.
 - Contingencias durante el periodo de construcción: Seguro de Resp. Civil en compañía líder del mercado.
 - Imprevistos impositivos: Fiduciario contador, es un punto fuerte que se suma a la continua capacitación continua de todos los integrantes del grupo.
 - Imprevistos económicos: si bien es muy difícil no solo su medición sino su previsión, el exhaustivo estudio económico efectuado permitirá ser utilizado como una suerte de tablero de comando que nos permita “al menos” encender un signo de alarma ante cualquier noticia desalentadora.

En general el éxito del emprendimiento esta prácticamente garantizado por todo lo expuesto en este trabajo que nos permitió tratar de aprender todo lo relacionado con desarrollos inmobiliarios acompañados de profesionales de prestigio.

¹²⁷ Ob. Cit. 92. cap. 11, p.254

16. EXTINCIÓN Y LIQUIDACIÓN DEL FIDEICOMISO

El fideicomiso se extinguirá por cumplimiento del plazo o condición que lo genere, esto es cumplimiento del objeto.

El fideicomiso prevé la liquidación anticipada si se hubiesen comercializado la totalidad de las unidades ofertadas a fiduciarios adherentes y/o terceros adquirentes y/o la cantidad necesaria de unidades para cubrir el costo total de construcción y todas las erogaciones involucradas, según detalle en el ítem respectivo del presente Plan de Negocios, que conforman el desarrollo inmobiliario en cuyo caso el fideicomiso se ira liquidando en forma paulatina a medida que se vaya finalizando la construcción del edificio y en función al orden cronológico de ingreso, beneficiando a los primeros suscriptores.

Una vez construido el edificio se efectuara la escritura de sub-división delegando en la escribanía interviniente el dictado del reglamento de co-propiedad para posteriormente escriturar cada unidad. Se confeccionara un ACTA de EXTINCIÓN del fideicomiso según modelo proporcionado por escribano. Motiva la existencia de dicha "acta" una posible fiscalización por parte del ente recaudador (AFIP), pues "la misma" operara como prueba de que el fideicomiso ha finalizado.

17. CONCLUSIONES

Como ya nos expresamos sobre el tema, el análisis se basó en *qué cantidad de departamentos se necesitan como mínimo para cubrir las erogaciones en su conjunto*. Alguien puede no estar de acuerdo con el enfoque, pero si pronosticamos la venta al doble de departamentos (téngase en cuenta que sobre un total de 28 unidades, se construyó un flujo con 12 unidades ya PRE-vendidas, 3 a vender y una permuta, quedando 13 unidades y sus respectivas cocheras) el valor del VAN se dispara a la suba, por ser la inversión inicial muy baja por una incidencia del terreno menor en relación con el negocio en conjunto.

Parece un cuento de hadas, pero es real:

se armó un negocio (multi) millonario con solo \$ 128.000

Las barreras iniciales de aprobación del plano y su posterior comercialización fueron superadas con una fuerte capacitación y una inculcable creencia en un poder interior como fuente creador de una realidad que ni el más soñador podía imaginar.

MG. Ing. Company Sergio Alejandro y MDI Cdor Company Gustavo Ruben lograron crear una imagen cuya plataforma de lanzamiento es este emprendimiento.

Aun no fue concluido, pero el ÉXITO del proyecto esta *garantizado* pues un emprendimiento requiere:

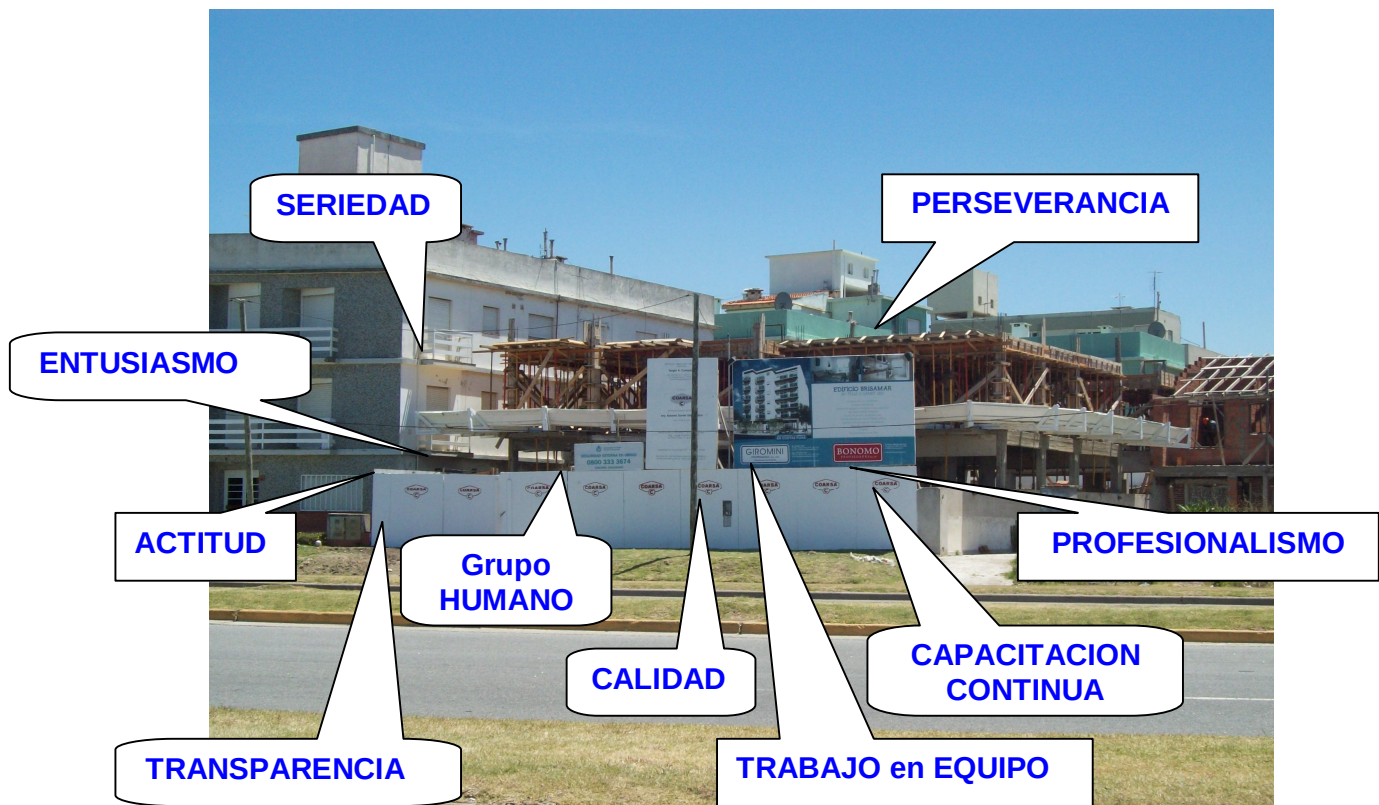
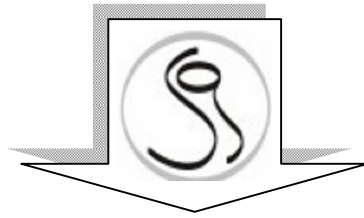
1. Financiamiento de la obra asegurado (completion risk)
2. Certeza en la obtención de permisos
3. Seguridad para los adquirentes

El proyecto en su conjunto reúne los tres requisitos, toda vez que se comenzó con la construcción del emprendimiento una vez completado un "mínimo" de suscriptores que cubra un 85% porcentaje del costo total del emprendimiento (salvo imponderables que siempre los hay), disminuyendo de esta forma sensiblemente el riesgo económico asociado como así también el financiero por *acopio total de materiales en la etapa inicial*. La certeza en la obtención de permisos se cumplimentó con la aprobación del "proyecto de construcción" por el ente regulador y por último la seguridad para los adquirentes se vehiculizó no solo estructurando el proyecto mediante un fideicomiso sino que su uso permite conseguir, distintas combinaciones de capacidades administrativas, financieras y económicas, elementos necesarios para realizar operaciones que, de otro modo, serian muy costosas. Agregando un requisito adicional, cual es: con este exhaustivo análisis fundamentado con profesionalismo y claridad se elaboraron las herramientas para tratar de convencer hasta al más conservador.

Veritas liberabit vos

Gustavo Ruben COMPANY

EMPRENDIMIENTO BRISAMAR



son los pilares que proyectan nuestro horizonte y han sido
las semillas de nuestro nacimiento.

www.soltwin.com.ar

Generacion de un nuevo concepto inmobiliario

Resumen EJECUTIVO



Edificio BRISAMAR

Obra Iniciada
(Fecha 01/07/2013)

Fecha de Posesión
30/06/2015

Cdor **COMPANY Gustavo Ruben**
Avda Independencia 1478 3do C
Telefono (0223) 166216813-companygus@gmail.com
Ciudad de MAR DEL PLATA- Pcia de Buenos Aires

1

INDICE

- 1- MASTER PLAN
- 2- Resumen CORPORATIVO
- 3- Resumen ESTUDIO TECNICO
- 4- Estructura JURIDICA
- 5- Planta TIPO
- 6- Planta TIPO 2 (dos) AMBIENTE
- 7- Valorizacion y Financiacion
- 8- Ubicación COCHERAS
- 9- Porque comprar un INMUEBLE
- 10-CONCLUSIONES



2

MASTER PLAN DEFINICIÓN DEL PRODUCTO

ORGANIGRAMA DE CONJUNTO

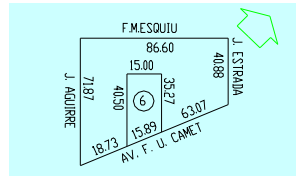


Grupo HUMANO

COMERCIALIZADORES	<i>CPN Company Gustavo GIROMINI Propiedades</i>
FIDUCIARIO	<i>CPN COMPANY Gustavo</i>
PROFESIONAL FIRMANTE	<i>Mg. Ing. COMPANY Sergio Arq. GIACONDINO Daniel A.</i>
ESCRIBANIA	<i>ATKINSON de Avda Independencia 1420</i>
E. CONSTRUCTORA	<i>COARSA S.A. www.coarsaobras.com.ar</i>



Estudio TECNICO



- **Datos Catastrales:** Circunscripción: VI - Sección: B - Manzana: 120-b - Parcela: 6
- **Superficies y medidas:** Superficie Terreno 568,27 m²

Disposiciones particulares:

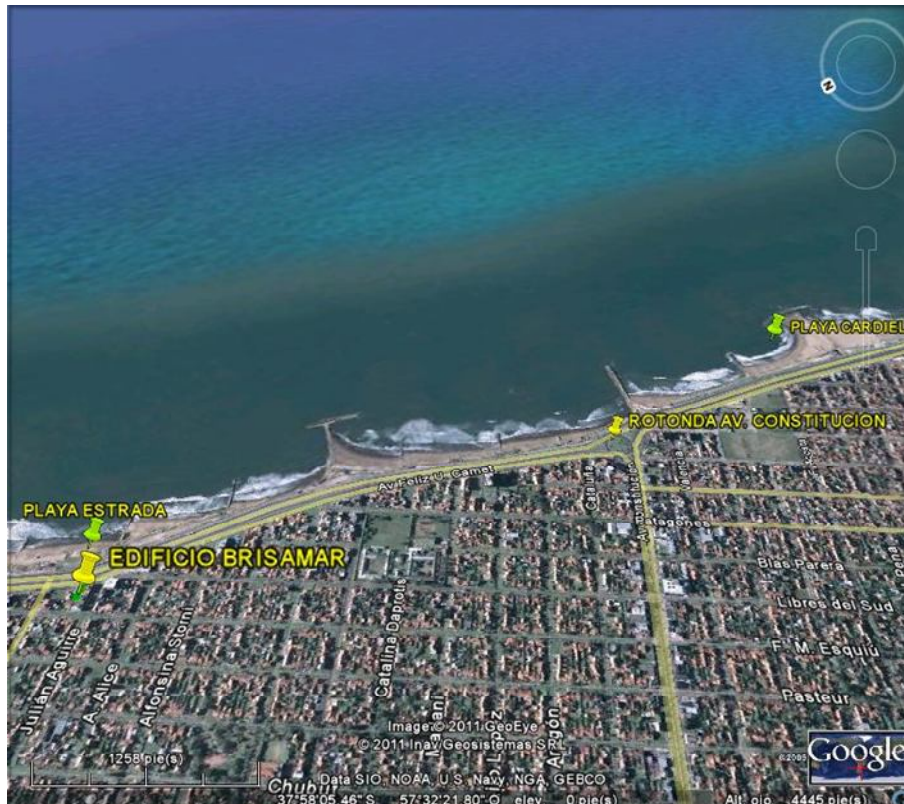
Tejido: cumplirá con las disposiciones generales del capítulo 3 del COT.

Plano límite: 13,60m frente a calle y a avenida, o de acuerdo al perfil de la medianera existente.

Retiro de frente obligatorio: mínimo 3,00m. En nuestro caso, como se trata de un predio frentista al Boulevard marítimo se debe considerar un **retiro mínimo obligatorio de 5m. a partir de la línea municipal.**

Adoptamos, para nuestro proyecto PLANTA BAJA LIBRE, 7 PISOS ALTOS Y DEPENDENCIAS EN AZOTEA

5



6

ESTRUCTURA JURÍDICA DEL PRODUCTO

FIDEICOMISO a “Precio Fijo” actualizable

FIDEICOMISO
Bvard Felix U. Camet 2121



*Se creo un “Fideicomiso” en resguardo de la seguridad juridica de las partes intervinientes (el dinero tiene como unico destino **construir la obra**).*

*Cada propietario previa firma de Reserva se incorpora al proyecto como suscriptor de BOLETO de compra venta en el momento de la compra del Departamento, modalidad “**LLAVE en MANO**”.*

Una vez concluida la construcción se escritura la unidad funcional en Escribanía interviniente (Escribanía ATKINSON)

7



ESTRUCTURA JURÍDICA DEL PRODUCTO

FUNCIONAMIENTO Y OPERATIVIDAD

PROYECTO

está regulado por

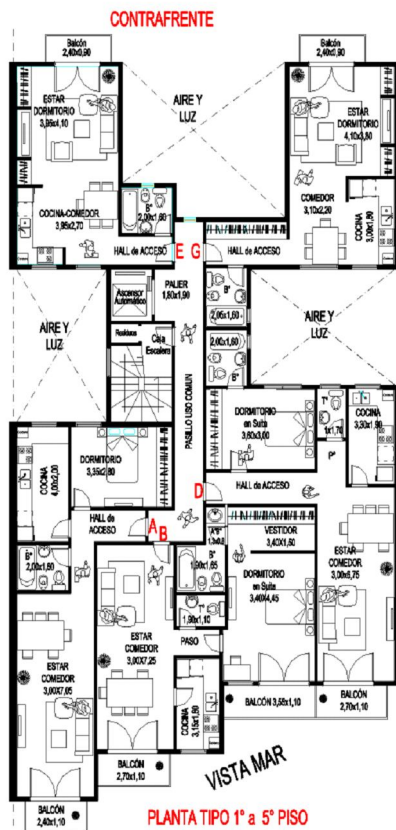
Contrato de Fideicomiso

Plan de NEGOCIOS

Comercializador
E.Constructora
Tiempos
Análisis Econ-Fin
Extinción y
Escrituración

El funcionamiento y la operatividad del proyecto estarán regulados por :
el Contrato de Fideicomiso, Boleto suscrito de compra venta
y Plan de NEGOCIOS

9



Piso	1ero
Dpto	A
Ambientes	2
FRENTE	PLENA VISTA MAR
M2-Incluye balcon aterrazado	52,78
Valor del m2 s/Estudio Mercado	\$ 19.350
Valor del m2-Inicio OBRA	\$ 15.933 *
TOTAL	\$ 840.944

Actualización "estimada" mensual 1,5-2%

GANANCIA INICIAL	21,45%
-------------------------	---------------

FINANCIACION	hasta 30 meses
Reserva	5%
Suscripción Boleto-10 días	20%

10



www.soltwin.com.ar

11

ESQUEMA FINANCIERO Departamento 1° "A"

Valor VENTA-Edificio BRISAMAR

1ero	FRENTE al MAR				
Departamento	Principales	Superficie M2	Balcon	VALOR	VALOR/m2
	Ambientes	(**)	FRENTE		[\$] Inc.IVA
A	2	52,78	Aterrazado	\$ 840.944	\$ 15.933 (*)

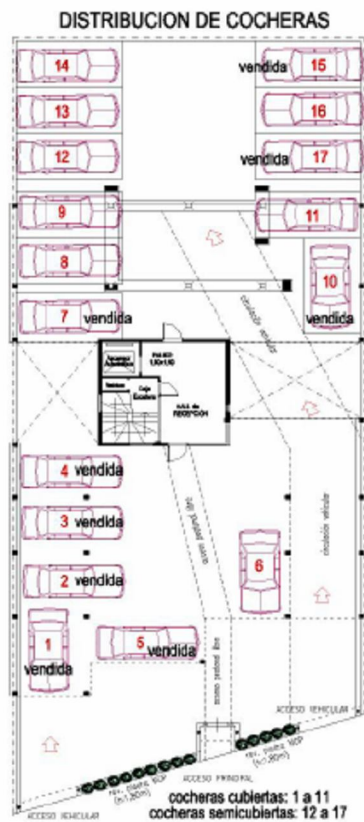
VALOR Total
[\$] Inc.IVA
\$ 840.944

(*)Origen del valor - Plan de NEGOCIOS/BRISAMAR (Incluye descuento LANZAMIENTO)

(**) Incluye Superficie Semi-cubierta BALCON

<u>Anticipo (25%)</u>	\$ 210.236
Resto	
28 cuotas de	\$ 22.525
<u>Actualización "estimada" mensual 1,5-2%</u>	

12



Cocheras \$ 138.000

* Actualización mensual "estimada" 1,5 - 2% s/saldos

FINANCIACION hasta en 28 cuotas

Reserva	5%
Suscripción Boleto-15 días posteriores	25%

EDIFICIO BRISAMAR

CONCLUSIONES

- El presente Resumen EJECUTIVO reúne los **puntos salientes** del emprendimiento. En caso de desear ahondar los conceptos, se recomienda leer el Plan de Negocios y el Estudio de Mercado.
- Los valores son solo indicativos, los mismos podrán variar hasta tanto no se efectúe reserva
- Los **emprendimientos en “pozo”** serán la vedette del presente año; toda vez que la sobreabundancia de pesos hará que su demanda aumente a medida que avance el año..
- La estructuración del proyecto y su análisis económico y financiero respaldan un exhaustivo análisis que garantizan el éxito del emprendimiento
- Por último, en los últimos quince años, la inversión en construcción arrojó una rentabilidad real (medida en dólares constantes, es decir corregidos por la evolución de la tasa de inflación norteamericana) positiva y muy superior a la de las inversiones en acciones líderes, en plazos fijos convertidos al tipo de cambio del momento y a la de los dólares billetes que se guardan en colchones o cajas de seguridad. **Creemos que esta tendencia continuará.** ([Anexo 1](#))
- El emprendimiento será de alto grado de aceptación por los potenciales compradores dada la sinergia del emprendimiento con su entorno
- Es una **INVERSIÓN IMPERDIBLE** lisa y llanamente hablando, toda vez que en el contexto económico actual es una forma de **“dolarizar”** parte de los pesos que no encuentran un curso de acción atractivo, al menos para mantener su poder adquisitivo ([Anexo 2](#))
- En el contexto actual se sigue eligiendo al **“LADRILLO”** como refugio de valor ([Anexo 3](#))

Nota: Las especificaciones, medidas y distribuciones contenidas en el presente son exclusivamente de carácter informativo y estimativas, no generando obligación alguna a las partes, estando sujetas a las que en definitiva surjan de la construcción, las reglamentaciones municipales vigentes y de los planos de mensura particular y división por el Régimen de Propiedad Horizontal ley 13512. Los dibujos son interpretaciones artísticas y no necesariamente una descripción exacta de la propiedad. La empresa constructora mencionada en el presente podrá ser suplantada para la ejecución total o parcial de la obra sin previo aviso

14

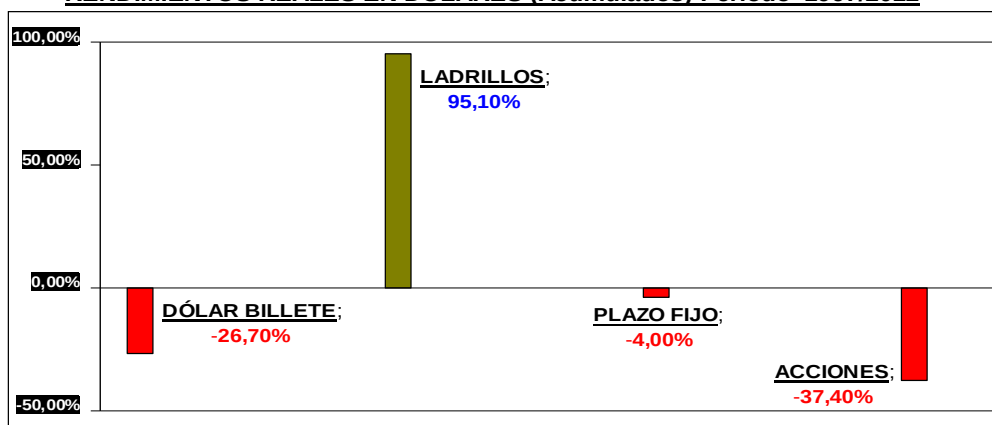
Porque **comprar !**

- RENTABILIDAD INICIAL “MUY ATRACTIVA” = se “gana” desde momento “CERO”
- FORMA DE DOLARIZAR los “pesos sobrantes” con fuerte RETORNO
- INVERSIÓN INMOBILIARIA de CATEGORIA FRENTE AL MAR EN PESOS A UN VALOR BAJO
- POSIBILIDAD CONCRETA de DIVERSIFICAR la “inversión clásica de comprar DÓLARES”
- El **“LADRILLO”** como refugio de valor es una CAJA de SEGURIDAD (Ahorro) “sin costo”
- **“Mar del Plata es un lugar espléndido para invertir...”**
Román Oyarzun Marchesi, embajador de España en Argentina
<http://www.lacapitalmdp.com/noticias/La-Ciudad/2013/04/05/240123.htm>

13

Anexo 1

RENDIMIENTOS REALES EN DÓLARES (Acumulados)-Periodo 1997/2012



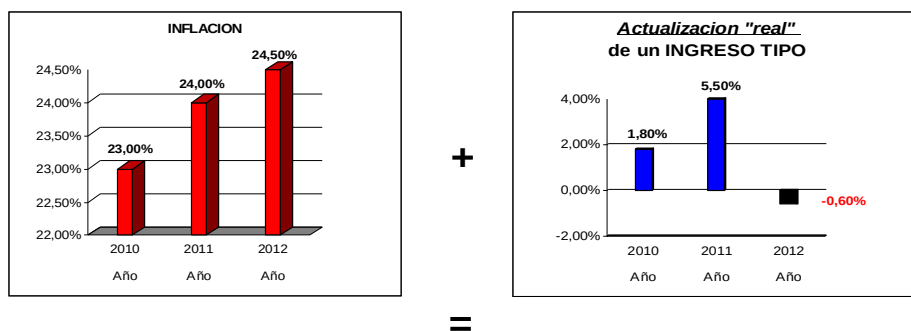
RENDIMIENTOS REALES EN DÓLARES (ACUMULADOS)-LADRILLOS (M2) Vs ACCIONES (MERVAL), PLAZO FIJO (\$) Y DÓLAR BILLETE -1997/2012. Fuente: Grupo CONSTRUYA, CON DATOS DE ESTRATEGO CONSULTORES BCRA, BCBA, UADE Y RI. Nota: para el caso del Inmueble se toma una renta anual de 4,15% y Amortización 2%

Nota: Medido en "dólares constantes", es decir corregidos por la evolución de la tasa de inflación

Implica que la propiedad inmueble
(entre las ganancias de capital y el ingreso por la renta asociada al alquiler)
tuvo un rendimiento cercano al 5% real anual en dólares en los últimos quince años

Anexo 2

El "AHORRO" del Impuesto INVISIBLE



Impacto en la VIDA COTIDIANA



Ejemplo para una persona con un ingreso mensual de \$ 8.000 y ahorros en el banco por \$ 20.000

Con una INFLACION del 2% mensual, el Impuesto inflacionario "pesa". Es un tributo

**NO LEGISLADO
MUY REGRESIVO
QUE NADIE PUEDE EVADIR
QUE NO SE COPARTICIPA**

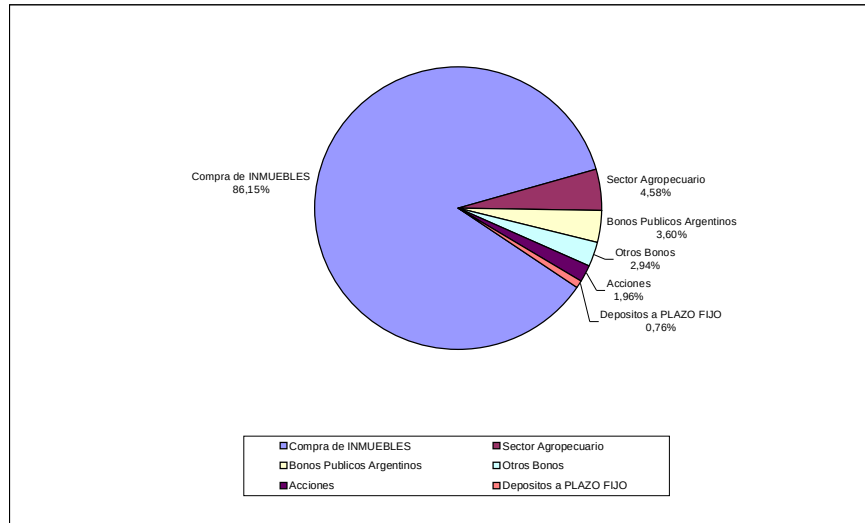
Fuente: Informes y Estadísticas del Banco CIUDAD-Federico STURZENEGGER
Diario Clarin del día Martes 12 de Febrero 2013

16

Anexo 3

CONSTRUCCIÓN, el “mejor” metodo de AHORRO

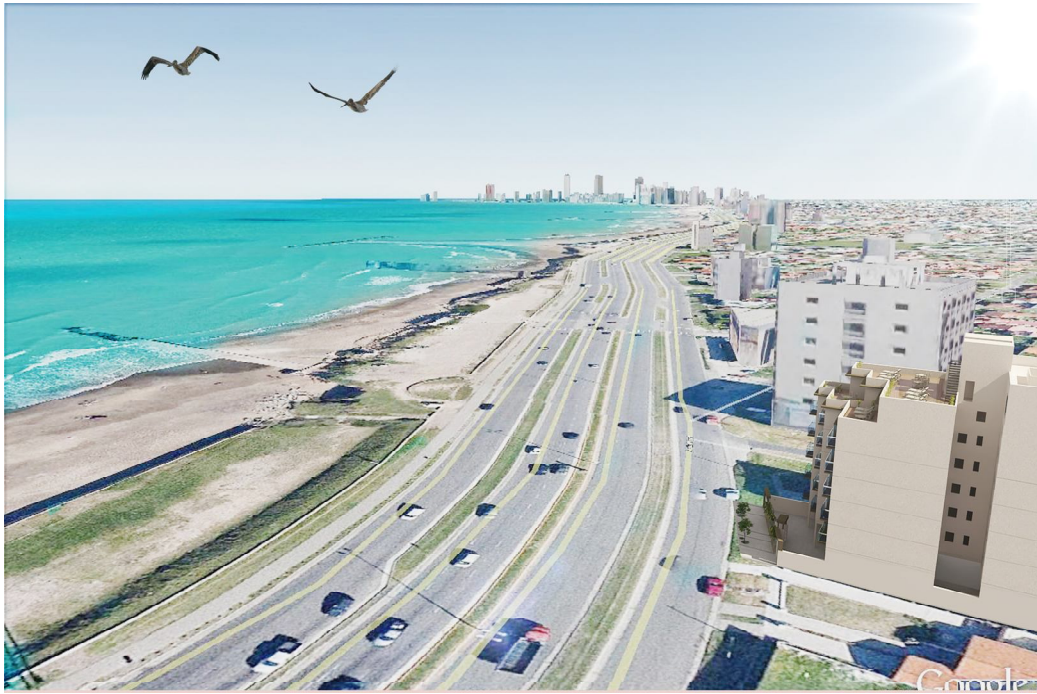
Al momento de ser consultados sobre el “mejor” metodo de AHORRO en medio de las restricciones cambiarias existentes



Fuente: **El Constructor** 07 de Enero 2013
Periodico de la Construcción y Negocios

17





Para FOTOS y VIDEOS del emprendimiento, visite la siguiente página web:

<http://www.soltwin.com.ar/index.php?pag=h&medio=brisamar>

Para ver otras OBRAS CIVILES, visite la siguiente página web:

<http://www.coarsaobras.com.ar/propiedad-horizontal.html>

Para ver Comercializadora GIROMINI propiedades, visite la siguiente página web:

http://www.girominipropiedades.com.ar/obras_nuevas_detalle.asp?idprop=477&busqueda=si&pag=2



www.soltwin.com.ar

27

Anexo II – Resumen general de herramientas y argumentos iniciales para vendedores

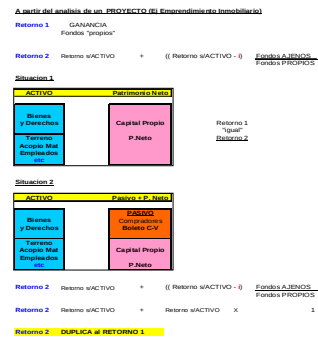
PROPUESTA de VENTA de EMPRENDIMIENTOS Inmobiliarios



- Cdor COMPANY Gustavo Ruben
- Mg. Ing. COMPANY Sergio A.
- Avda Independencia 1478 2do C
- Telefono (0229) 85215613
- companygus@gmail.com
- companysergio@gmail.com
- Ciudad de MAR DEL PLATA
- Pcia de Buenos Aires

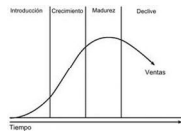
1

Porque financiarse con PRE-VENTAS



2

Como se COMIENZA?



- Introduciendo el producto con: "precios bajos" hasta inicio de Obra (Análisis del Pto "crítico")
- Para luego: **DESARROLLAR EL MERCADO**
- SUBIENDO PRECIOS**
- en la etapa de **Crecimiento**

3

Proceso de MARKETING DIGITAL



4

Concepto de LANDING PAGE

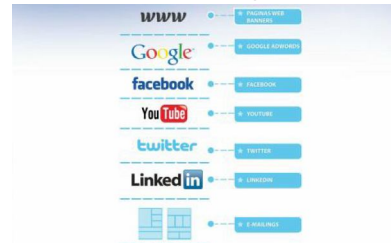
Como sabemos donde que medio vienen los contactos?
Respuesta - Landing pages particulares para cada medio.

- Una Landing page, es una página web específica preparada para recibir tráfico de un medio y convertirlo en contacto.
- Tienen características especiales para cumplir con este objetivo.

Esta landing page se multiplica por la cantidad de medios que usamos, para saber porque medio llega cada contacto.

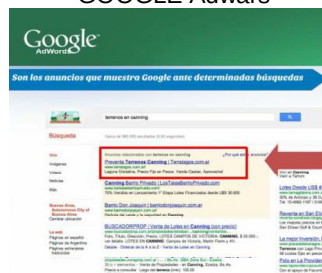
5

Como se logra?



6

GOOGLE Adwars



7

CLAVES para el "éxito"

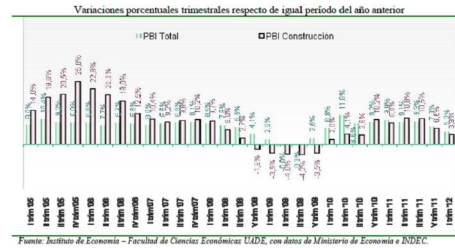
- Rodearse de profesionales "expertos"
- Que pongan "algo mas" (un PLUS que no se ve pero se percibe)

8

PBI vs CONSTRUCCION

Entendemos que es un momento “propicio” para los emprendimientos en POZO

- Por la falta de alternativas de inversiones atractivas
- Por crecimiento proyectado del PBI que la industria de la construcción “duplico” históricamente



9

10

PROYECCIONES PBI

Consultora	2013	PBI	2014
Estudio Bein	4		1,5
Banco Credicoop	3,9		3,7
Exante	3,9		3
Banco Galicia	3,1	S/D	
Citigroup	3		3
JP Morgan	3		1,8
BBVA Banco Frances	3		2,8
Ecolatina	3		0,7
M & S Consultores	3	S/D	
Santander Investment	3		3
Datarisk	2,9		2,5
Abacab.com	2,5		2,4
Econometria	2,5	S/D	
HSBC	2,5		3
Alpha	2,4	S/D	
Econviews	2		3,2
MA BRODA & Asoc	2		2
IHS Global Insight	1,8		2,8
Fiel	1,8		1,4
ACM	1,5		1,4
Esperit & Asociados	1	S/D	
Consensus (Promedio)	2,7		2,4

Fuente **EL CRONISTA** - 31/05/2013

11

IDEA CENTRAL

• FORMAR UN EQUIPO de PROFESIONALES con el OBJETIVO de crear el mayor GRUPO EN LA MATERIA.

- **Crear la MARCA**
- **aplicar el conocimiento**

12

Fuente de información e inspiración de ideas:

Materia MDI Dirección Comercial

Lic. Esteban Edelstein Pernice

CASTEX

Anexo III – Folleto del emprendimiento



Anexo IV – BALANCE de SUMAS y SALDOS “proyectados” del Flujo de Fondos ajustados

FIDEICOMISO BRISAMAR

ESTADO CONTABLES PROYECTADOS

Edificio	Plazo de Obra Estimado	30 meses
PB Libre		
5 pisos		26
6ta planta		2
7ma planta	Amenities	

Ventas Estimadas

12.912.605

Fondos provistos por Comercializacion de unidades

Fecha de Inicio de Obra 01/07/2013
 Fecha de cierre del Ejercicio 31/12 de cada año
 Fecha "prevista" Adjudicacion 01/01/2016

Inicio

Terreno en fiducia	210.898
Aporte FA	105.449
Aporte FB	105.449

Jul-13

Creditos por Ventas	2.952.340
Caja	1.693.077
Unidades a entregar	4.645.417

Bienes de Cambio	1.135.623
Proveedores	1.135.623

Proveedores	1.135.623
Bienes de cambio	949
IVA CF	119.440
Caja	1.256.012

Bienes de Cambio	207.681
Imp.Sellos B 77.476	
Imp.Sellos C 39.250	
Ingresos Brutos 57.623	
Impuesto al c 17.781	
Honorario Fid 2.000	
Otros gasto 13.551	
Caja	207.681
	7.455.631
	7.455.632

Ago-13

Caja	786.728
Creditos por venta	786.728

Bienes de Cambio	679.994
Proveedores	679.994

Proveedores	679.994
Bienes de cambio	2.737
IVA CF	71.974
Caja	754.705

Bienes de Cambio	35.862
Imp.Sellos Boletc 0	
Ingresos Brutos 23.602	
Impuesto al chequ 9.261	
Honorario Fiduciar 2.000	
Otros gastos 1.000	
Caja	35.862
	2.257.289
	2.257.289

Sep-13

Caja	92.722
Creditos por venta	92.722

Bienes de Cambio	64.997
Proveedores	64.997

Proveedores	64.997
Bienes de cambio	4.262
IVA CF	7.720
Caja	76.979

Bienes de Cambio	14.228
Imp.Sellos Boletc 0	
Ingresos Brutos 2.782	
Impuesto al cheq 1.066	
Honorario Fiduciar 2.000	
Otros gastos 8.381	
Caja	14.228
	248.927
	248.927

Oct-13

Creditos por Ventas	384.700
Caja	127.500
Unidades a entregar	512.200

Caja	93.093
Creditos por venta	93.093

Bienes de Cambio	181.000
Proveedores	181.000

Proveedores	181.000
Bienes de cambio	1.941
IVA CF	11.887
Caja	194.827

Bienes de Cambio	15.649
Imp.Sellos Boletc 0	
Ingresos Brutos 6.618	
Impuesto al cheq 2.532	
Honorario Fiduciar 2.000	
Otros gastos 4.500	
Caja	15.649
	391.476
	391.476

Nov-13

Caja	110.759
Creditos por venta	110.759

Bienes de Cambio	177.000
Proveedores	177.000

Proveedores	177.000
Bienes de cambio	1.796
IVA CF	18.962
Caja	197.758

Bienes de Cambio	66.171
Imp.Sellos Boletc 3.073	
Ingresos Brutos 3.323	
Impuesto al cheq 2.186	
Honorario Fiduciar 2.000	
Otros gastos 55.590	
Caja	66.171
	440.930
	440.930

Dic-13

Creditos por Ventas	838.483
Caja	359.350
Unidades a entregar	1.197.833

Caja	1.064.216
Aporte Fiduciante A	950.000
Creditos por venta	114.216

Bienes de Cambio	619.000
Proveedores	619.000

Proveedores	619.000
Bienes de cambio	2.680
IVA CF	65.558
Caja	687.237

Bienes de Cambio	65.432
Imp.Sellos Boletc 0	
Ingresos Brutos 42.707	
Impuesto al cheq 12.725	
Honorario Fiduciar 2.000	
Otros gastos 8.000	
Caja	65.432
	3.633.717
	3.633.717

"Fideicomiso INMOBILIARIO" BRISAMAR

Balance de SUMAS y SALDOS al 31-12-2013

Cuentas	Sumas	Saldos
Caja y Banco BBVA CC	4.327.444	3.572.542
Bienes de Cambio	3.277.002	3.277.002
Terreno	210.898	210.898
IVA CF	295.540	295.540
Creditos por Ventas	4.175.523	1.197.517
Inversiones		2.978.006
Prevision Impuestos		
Unidades a entregar		6.355.450
Proveedores	2.857.614	2.857.614
Ventas		0
Costo de Obra		
Compra de Materiales		
Otros pagos		
Pago de Impuestos		
Aportes FA		1.055.449
Aportes FB		105.449
Resultado del Ejercicio		0
Sumas	15.144.020	15.144.020
		7.516.348
		7.516.348

Ene-14			7
Caja	152.785		
Creditos por venta		152.785	
Bienes de cambio	3.400		
IVA CF	714		
Caja			4.114
Bienes de Cambio	30.891		
Imp.Sellos B 7.187			
Imp.Sellos Contrato			
Ingresos Bru 4.584			
Impuesto al c 1.022			
Honorario Fid 2.000			
Otros gasto 16.099			
Caja		30.891	
	187.790		187.790

Feb-14			8
Creditos por Ventas	857.021		
Caja	367.295		
Unidades a entregar		1.224.316	
Creditos por Ventas	1.062.183		
Caja	455.221		
Unidades a entregar		1.517.404	
Caja	155.811		
Creditos por venta		155.811	
Bienes de cambio	2.500		
IVA CF	525		
Caja			3.025
Bienes de Cambio	63.745		
Imp.Sellos Boletos 16.450			
Ingresos Brutos 29.350			
Impuesto al cheque 5.945			
Honorario Fiduciari 2.000			
Otros gastos 10.000			
Caja		63.745	
	2.964.301		2.964.301

Mar-14			9
Creditos por Ventas	917.037		
Caja	229.259		
Unidades a entregar		1.146.296	
Caja	253.785		
Creditos por venta		253.785	
Bienes de Cambio	564.112		
Proveedores		564.112	
Certificacion Obra 12,25% - Se abona 25 Cdo y 30,60 y 90 días			
Bienes de Cambio	39.000		
Proveedores		39.000	
Compra de Ascensor-Se abona cuatro cuotas			
Proveedores	180.028		
Bienes de cambio	5.838		
IVA CF	64.553		
Caja		250.418	
Bienes de Cambio	43.968		
Imp.Sellos Boletr 6.878			
Ingresos Brutos 14.491			
Impuesto al cheque 4.466			
Honorario Fiduci 2.000			
Otros gastos 16.133			
Caja		43.968	
	1.151.283		1.151.283

Abr-14			10
Caja	312.403		
Creditos por venta		312.403	
Bienes de Cambio	39.000		
Proveedores		39.000	
Proveedores	180.028		
Bienes de Cambio	10.199		
IVA CF	6.237		
Caja		196.463	
Bienes de Cambio	14.376		
Imp.Sellos Boletr 0			
Ingresos Brutos 9.372			
Impuesto al cheque 3.004			
Honorario Fiduci 2.000			
Otros gastos 0			
Caja		14.376	
	0		0

May-14			11
Caja	315.182		
Creditos por venta		315.182	
Bienes de Cambio	39.000		
Proveedores		39.000	
Proveedores	180.028		
Bienes de cambio	8.375		
IVA CF	5.854		
Caja		194.257	
Bienes de Cambio	140.796		
Imp.Sellos Boletr 0			
Ingresos Brutos 9.455			
Impuesto al cheque 3.091			
Bienes Personales 37.582			
IMGP 75.163			
Honorario Fiduci 2.000			
Otros gastos 13.504			
Caja		140.796	
	689.234		689.234

Jun-14			12
Caja	326.711		
Creditos por venta		326.711	
Bienes de Cambio	39.000		
Proveedores		39.000	
Proveedores	180.028		
Bienes de cambio	4.250		
IVA CF	4.988		
Caja		189.265	
Bienes de Cambio	87.971		
Imp.Sellos Boletr 0			
Ingresos Brutos 9.801			
Impuesto al cheque 3.082			
Honorario Fiduci 2.000			
Otros gastos 73.087			
Caja		87.971	
	642.947		642.947

"Fideicomiso INMOBILIARIO" BRISAMAR
Balance de SUMAS y SALDOS al 30-06-2014

Cuentas	Sumas		Saldos	
Caja y Banco BBVA CC	2.568.452	1.219.290	2.104.063	
Bienes de Cambio	1.136.420		4.413.423	
Terreno			210.898	
IVA CF	82.870		378.410	
Creditos por Ventas	2.836.241	1.516.677	4.297.570	
Inversiones			0	
Prevision Impuestos			0	
Unidades a entregar		3.888.016	10.243.465	
Proveedores	720.112	720.112	0	
Ventas				
Costo de Obra				
Compra de Materiales				
Otros pagos				
Pago de Impuestos				
Aportes FA			1.055.449	
Aportes FB			105.449	
Resultado del Ejercicio		0	0	
Sumas	7.344.094	7.344.094	11.404.363	11.404.363
	0		0	

Jul-14		13
Caja	327.115	
Creditos por ventas		327.115
Bienes de cambio	1.249	
IVA CF	262	
Caja		1.511
Bienes de Cambio	27.366	
Imp.Sellos Br0		
Imp.Sellos Cl0		
Ingresos Bruti9.813		
Impuesto al c2.049		
Honorario Fic2.000		
Otros gasto13.504		
Caja		27.366
	355.993	355.993

Ago-14		14
Caja	364.786	
Creditos por venta		364.786
Bienes de Cambio	794.361	
Proveedores		794.361
Certificacion Obra 15%- Se abona 25 Cdo y 30,60 y 90 dias		
Proveedores	129.481	
Bienes de cambio	3.725	
IVA CF	84.190	
Caja		217.396
Bienes de Cambio	16.449	
Imp.Sellos Boletc0		
Ingresos Brutos 10.944		
Impuesto al chequ3.505		
Honorario Fiduciar2.000		
Otros gastos 0		
Caja		16.449
	1.392.992	1.392.992

Sep-14		15
Caja	399.748	
Creditos por venta		399.748
Bienes de cambio	5.238	
IVA CF	1.100	
Caja		6.337
Proveedores	221.627	
Caja		221.627
Bienes de Cambio	34.889	
Imp.Sellos Boletc0		
Ingresos Brutos 11.992		
Impuesto al cheq3.872		
Honorario Fiduciz2.000		
Otros gastos 17.024		
Caja		34.889
	662.601	662.601

Oct-14		17
Caja	400.417	
Creditos por venta		400.417
Proveedores	221.627	
Caja		221.627
Bienes de cambio	2.250	
IVA CF	473	
Caja		2.723
Bienes de Cambio	17.773	
Imp.Sellos Boletc0		
Ingresos Brutos 12.012		
Impuesto al cheq3.761		
Honorario Fiduciz2.000		
Otros gastos 0		
Caja		17.773
	642.539	642.539

Nov-14		16
Caja	404.145	
Creditos por venta		404.145
Proveedores	221.627	
Caja		221.627
Bienes de cambio	3.625	
IVA CF	761	
Caja		4.386
Bienes de Cambio	33.949	
Imp.Sellos Boletc0		
Ingresos Brutos 12.124		
Impuesto al cheq3.881		
Honorario Fiduciz2.000		
Otros gastos 15.944		
Caja		33.949
	664.107	664.107

Dic-14		18
Caja	406.166	
Creditos por venta		406.166
Bienes de cambio	4.324	
IVA CF	908	
Caja		5.232
Bienes de Cambio	16.665	
Imp.Sellos Boletc0		
Ingresos Brutos 12.185		
Impuesto al cheq2.480		
Honorario Fiduciz2.000		
Otros gastos 0		
Caja		16.665
	428.063	428.063

"Fideicomiso INMOBILIARIO" BRISAMAR
Balance de SUMAS y SALDOS al 31-12-2014

Cuentas	Sumas		Saldos	
Caja y Banco BBVA CC	2.302.378	1.049.556	3.356.885	
Bienes de Cambio	961.862		5.375.285	
Terreno			210.898	
IVA CF	87.694		466.104	
Creditos por Ventas		2.302.378	1.995.192	
Inversiones				
Prevision Impuestos				
Unidades a entregar			10.243.465	
Proveedores	794.361	794.361	0	
Ventas				
Costo de Obra				
Compra de Materiales				
Otros pagos				
Pago de Impuestos				
Aportes FA			1.055.449	
Aportes FB			105.449	
Resultado del Ejercicio		0	0	
Sumas	4.146.295	4.146.295	11.404.363	11.404.363
		0		0

Ene-15	19	
Caja	408.603	
Creditos por venta		408.603
Bienes de Cambio	688.447	
Proveedores		688.447
Proveedores	137.689	
Bienes de cambio	1.950	
IVA CF	72.696	
Caja		212.336
Bienes de Cambio	35.385	
Imp.Sellos B 0		
Ingresos Bru 12.258		
Impuesto al r 3.833		
Honorario Fz 2.000		
Otros gasto 17.294		
Caja		35.385
	1.344.771	1.344.771

Feb-15	20	
Caja	426.173	
Creditos por venta		426.173
Bienes de cambio	1.563	
IVA CF	328	
Caja		1.891
Proveedores	220.303	
Caja		220.303
Bienes de Cambio	22.096	
Imp.Sellos Boletc 0		
Ingresos Brutos 12.785		
Impuesto al cheque 3.911		
Honorario Fiduciari 2.000		
Otros gastos 3.400		
Caja		22.096
	670.462	670.462

Mar-15	21	
Caja	428.730	
Creditos por venta		428.730
Bienes de cambio	1.669	
IVA CF	350	
Caja		2.019
Proveedores	220.303	
Caja		220.303
Bienes de Cambio	32.870	
Imp.Sellos Boletc 0		
Ingresos Brutos 12.862		
Impuesto al cheq 3.994		
Honorario Fiduci 2.000		
Otros gastos 14.014		
Caja		32.870
	683.922	683.922

Abr-15	22	
Caja	428.730	
Creditos por venta		428.730
Bienes de Cambio	1.186.246	
Proveedores		1.186.246
Certificacion Obra 20%- Se abona a 30,60,90 y 120 dias		
Proveedores	110.151	
Bienes de cambio	3.125	
IVA CF	125.212	
Caja		238.489
Bienes de Cambio	18.877	
Imp.Sellos Boletos		
Ingresos Brutos 12.862		
Impuesto al cheq 4.015		
Honorario Fiduci 2.000		
Otros gastos 0		
Caja		18.877
	1.872.342	1.872.342

May-15	23	
Cta Orden	Creditos por Ventas	2.415.507
IVA DF (anticipos)		253.632
Unidades a entregar		2.669.139
Bienes de Cambio (Permuta)	402.584	
IVA CF	42.271	
IVA DF (anticipos)		42.271
Creditos por Ventas		402.585
Caja	431.731	
Creditos por venta		431.731
Proveedores	237.249	
Caja		237.249
Bienes de Cambio	392.944	
Proveedores		392.944
Certificacion Obra 6,625%- Se abona a 10 dia		
Proveedores	392.944	
Bienes de Cambio	5.625	
IVA CF	84.712	
Caja		483.281
Bienes de Cambio	208.874	
Imp.Sellos Boletc 0		
Ingresos Brutos 12.952		
Impuesto al cheq 7.013		
Bienes Personale 57.022		
IGMP	114.044	
Honorario Fiduci 2.000		
Otros gastos 15.844		
Caja		208.874
	4.868.074	4.868.074

Jun-15	24	
Caja	451.591	
Creditos por venta		451.591
Bienes de Cambio (Permuta)	402.584	
IVA CF	42.271	
IVA DF (anticipos)		42.271
Creditos por Ventas		402.585
Proveedores	355.874	
Caja		355.874
Bienes de Cambio	392.944	
Proveedores		392.944
Certificacion Obra 6,625%- Se abona al Contado		
Proveedores	392.944	
Bienes de cambio	2.500	
IVA CF	84.055	
Caja		479.500
Bienes de Cambio	23.282	
Imp.Sellos Boletc 0		
Ingresos Brutos 13.548		
Impuesto al cheq 7.734		
Honorario Fiduci 2.000		
Otros gastos 0		
Caja		23.282
	2.148.045	2.148.046

Jul-15	25	
Caja	451.591	
Creditos por venta		451.591
Bienes de Cambio (Permuta)	402.584	
IVA CF	42.271	
IVA DF (anticipos)		42.271
Creditos por Ventas		402.585
Proveedores	355.874	
Caja		355.874
Bienes de Cambio	392.944	
Proveedores		392.944
Certificacion Obra 6,625%- Se abona al Contado		
Proveedores	392.944	
Bienes de cambio	1.950	
IVA CF	83.940	
Caja		478.834
Bienes de Cambio	34.692	
Imp.Sellos Boletc 0		
Ingresos Brutos 15.136		
Impuesto al cheq 3.542		
Honorario Fiduci 2.000		
Otros gastos 14.014		
Caja		34.692
	2.158.790	2.158.790

Ago-15	26	
Caja	476.880	
Creditos por venta		476.880
Bienes de Cambio (Permuta)	402.584	
IVA CF	42.271	
IVA DF (anticipos)		42.271
Creditos por Ventas		402.585
Proveedores	237.249	
Caja		237.249
Bienes de Cambio	392.944	
Proveedores		392.944
Certificacion Obra 6,625%- Se abona al Contado		
Proveedores	392.944	
Bienes de cambio	1.113	
IVA CF	83.764	
Caja		477.821
Bienes de Cambio	23.463	
Imp.Sellos Boletc 0		
Ingresos Brutos 14.306		
Impuesto al cheq 7.157		
Honorario Fiduci 2.000		
Otros gastos 0		
Caja		23.463
	2.053.213	2.053.213

"Fideicomiso INMOBILIARIO" BRISAMAR
Balance de SUMAS y SALDOS al 31-12-2015

Cuentas	Sumas	Saldos
Caja y Banco BBVA CC	4.485.454	5.426.250
Bienes de Cambio	7.137.399	12.512.684
Terreno		210.898
IVA CF	957.984	1.424.087
Creditos por Ventas	4.905.762	6.900.954
Inversiones		0
Prevision Impuestos		0
Unidades a entregar		15.402.859
Proveedores	4.232.358	4.232.358
Ventas		0
Costo de Obra		0
Compra de Materiales		0
Otros pagos		0
Pago de Impuestos		
Aportes FA		1.055.449
Aportes FB		105.449
Resultado del Ejercicio		0
Sumas	21.718.956	21.718.956
		16.563.757
		16.563.757

Pd: el mes 12, correspondiente al cierre (Diciembre del 2015), se detalla en capitulo 15, punto 2-Edo de Resultados y asientos de cierre

Anexo V – Análisis del Flujo de Fondos “sin” ajuste

Construccion		Valor Presupuestado		COARSA		6.541.609																					
1er periodo																											
PRE-ventas		valor / m2	Valor convenido	m2 vendidos	Reservas	Anticipo 0	Jul-13						Nov-13				Ene-14				Feb-14		Jun-14		Saldos		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24		
2	Autieri Gilda	0	0	108										0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
3	Peña Juan Carlos	9.169	1.110.000	121		777.000		777.000	333.000																1.110.000	0	
1	DI BELLA Gustavo	10.731	671.000	63		301.950		301.950	369.050																671.000	0	
1	Papagni Jorge	11.530	433.060	38		250.000		250.000	6.538	6.538	6.538	6.538	6.538	6.538	6.538	6.538	6.538	6.538	6.538	6.538	6.538	6.538	6.538	6.538	321.916	111.144	
1	De DEUS Nascimento	11.675	364.727	31		164.127		164.127	7.164	7.164	7.164	7.164	7.164	7.164	7.164	7.164	7.164	7.164	7.164	7.164	7.164	7.164	7.164	7.164	242.934	121.793	
1	Cristina Vasquez	12.232	400.000	33	20.000	100.000		120.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	230.000	170.000	
1	Guillermo SILBERBERG	13.389	437.815	33	20.000			20.000	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	184.142	253.673	
1	Sandra ROLDAN	13.389	437.815	33	20.000			20.000	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	14.922	184.142	253.673	
1	NIETO Sergio Edgardo	13.578	512.200	38	10.000	117.500			127.500	12.823	12.823	12.823	12.823	12.823	12.823	12.823	12.823	12.823	12.823	12.823	12.823	12.823	12.823	12.823	230.087	282.113	
1	PALUMBO Gabriel	14.822	791.000	53	40.000			40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	480.000	311.000	
1	Venta - 1ero A	18.533	982.223	53					294.667	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	503.923	478.300	
1	Venta - 2do A	23.100	1.224.316	53																					530.537	693.779	
1	Venta - 3ero A	23.431	1.517.404	65																					657.542	859.862	
1	Permuta - 6to B (*)	18.712	1.933.746	103																					0	1.933.746	
1	Venta - 4to A	21.628	1.146.296	53																					950.000	736.051	
1	Aporte Fiduciante A		950.000						950.000																0	950.000	
18			12.911.601	876				1.693.077	795.596	93.546	221.046	401.036	1.086.263	136.263	958.779	456.913	287.982	287.982	287.982	287.982	287.982	287.982	287.982	287.982	6.706.467	6.706.467	6.205.134

Valor Cochera 138.500
Preventas Inicio -Julio 2013 4.645.417
(*) Corresponde a permuta de Carpinteria, Aluminio y artefactos de baño y cocina
Ventas de departamentos 1ero A, 2do A y 3ero A incluyen Cocheras

Pronostico de Ingresos 2do periodo

		Jul-14		Sep-14		Dic-14				Ene-15		May-15		Jul-15		Oct-15							
2do periodo		13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	Adeudado	Pagado	Sdo			
Autieri Gilda	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Peña Juan Carlos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
DI BELLA Gustavo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Papagni Jorge	111.144	0	6.946	6.946	6.946	6.946	6.946	6.946	6.946	6.946	6.946	6.946	6.946	6.946	6.946	6.946	6.946	-111.144	111.144	0			
De DEUS Nascimento	121.793	0	7.612	7.612	7.612	7.612	7.612	7.612	7.612	7.612	7.612	7.612	7.612	7.612	7.612	7.612	7.612	-121.793	121.793	0			
Cristina Vasquez	170.000	0	10.625	10.625	10.625	10.625	10.625	10.625	10.625	10.625	10.625	10.625	10.625	10.625	10.625	10.625	10.625	-170.000	170.000	0			
Guillermo SILBERBERG	253.673	0	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	-253.673	253.673	0			
Sandra ROLDAN	253.673	0	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	15.855	-253.673	253.673	0			
NIETO Sergio Edgardo	282.113	0	17.632	17.632	17.632	17.632	17.632	17.632	17.632	17.632	17.632	17.632	17.632	17.632	17.632	17.632	17.632	-282.113	282.113	0			
PALUMBO Gabriel	311.000	0	19.438	19.438	19.438	19.438	19.438	19.438	19.438	19.438	19.438	19.438	19.438	19.438	19.438	19.438	19.438	-311.000	311.000	0			
Venta - 1ero A	478.300	0	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894	-478.300	478.300	0			
Venta - 2do A	693.779	0	43.361	43.361	43.361	43.361	43.361	43.361	43.361	43.361	43.361	43.361	43.361	43.361	43.361	43.361	43.361	-693.779	693.779	0			
Venta - 3ero A	859.862	0	53.741	53.741	53.741	53.741	53.741	53.741	53.741	53.741	53.741	53.741	53.741	53.741	53.741	53.741	53.741	-859.862	859.862	0			
Venta - 4to A	736.051	0	46.003	46.003	46.003	46.003	46.003	46.003	46.003	46.003	46.003	46.003	46.003	46.003	46.003	46.003	46.003	-736.051	736.051	0			
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	4.271.389	266.962	266.962	266.962	266.962	266.962	266.962	266.962	266.962	266.962	266.962	266.962	266.962	266.962	266.962	266.962	266.962	3.203.541	-4.271.389	4.271.389			
Permuta - 6to B	1.933.746	0	0	0	0	0	0	0	0	0	322.291	322.291	322.291	322.291	322.291	322.291	322.291	-1.933.746	1.933.746	0			

MESES			2008-Jun/2013	Jul-13	Dic-13						Ene-14	Abr-14		Jun-14		TOTAL
Período 2008-Jun/2013 hasta Junio 2014			Mes 0	Mes 1	Mes 2	Mes 3	Mes 4	Mes 5	Mes 6	Mes 7	Mes 8	Mes 9	Mes 10	Mes 11	Mes 12	
Ingresos			Adaraciones													
Ventas de oficinas																
Anticipos por PRE-ventas de departamentos concebidos como vivienda			ANTICIPOS	1.693.077	795.596	93.546	221.046	401.036	1.086.263	136.263	958.779	456.913	287.982	287.982	287.982	6.706.467
IVA Ventas totales			IVA DEBITO FISCAL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingresos Brutos Totales				1.693.077	795.596	93.546	221.046	401.036	1.086.263	136.263	958.779	456.913	287.982	287.982	287.982	6.706.467
Egresos Construcción																
Construcción Acopio			COARSA	-1.135.623	-679.994	-64.997	-181.000	-177.000	-619.000	-	-	-	-	-	-	-2.857.614
Construcción Mano de Obra											-112.822	-112.822	-112.822	-112.822	-112.822	-451.289
Compra Ascensor											-39.000	-39.000	-39.000	-39.000	-39.000	-156.000
Otras erogaciones con discriminación de IVA				-948,77	-2737,25	-4261,85	-1940,54	-1796,07	-2679,52	-3400	-2500	-4.670	-8.159	-6.700	-3.400	-43.193
IVA Construcción		alicuota 10,5%		-119.240	-71.399	-6.825	-11.479	-18.585	-64.995	-	-	-51.480	-4.095	-4.095	-4.095	-356.289
IVA Construcción sobre Otras erogaciones		alicuota 21,0%		-199	-575	-895	-408	-377	-563	-714	-525	-981	-1.713	-1.407	-714	-9.071
(**) IVA EDEA inicial (Ley 23349)				-21.627												-21.627
IVA Percepciones				-2.403												-2.403
Total IVA Construcción			IVA CREDITO FISCAL	-143.470	-71.974	-7.720	-11.887	-18.962	-65.558	-714	-525	-52.461	-5.808	-5.502	-4.809	-389.390
TRASLADO DE IVA CREDITO A FAVOR AL PROXIMO PERIODO				-143.470	-71.974	-7.720	-11.887	-18.962	-65.558	-714	-525	-52.461	-5.808	-5.502	-4.809	-389.390
POSICION DE IVA DEL MES (a favor contribuyente) / a pagar AFIP			SALDO FINAL	-143.470	-215.444	-223.164	-235.050	-254.012	-319.570	-320.284	-320.809	-320.809	-373.270	-379.079	-384.581	-389.390
Impuesto de Sellos Boleto C-V		A cargo Vendedor 0,6%		-71770				-3073		-5893	-16450	-6878				-104.064
Impuesto de Sellos Contrato E.Constructora		A cargo Fideicomiso 0,6%		-39250												-39.250
Ingresos Brutos - Retención Bancaria		s/Vtas Netas de IVA 3,0%		-50.792	-23.868	-2.806	-6.631	-12.031	-32.588	-4.088	-28.763	-13.707	-8.639	-8.639	-8.639	-201.194
Ingresos Brutos - Percepciones				-6.831												-6.831
Impuesto al cheque		debito y credito 1,2%		-17.833	-9.285	-998	-2.484	-3.582	-10.625	-822	-5.756	-5.764	-1.763	-1.761	-1.757	-62.429
Impuesto a las Bienes Personales		s/Activos 0,5%												-36.504		-36.504
Impuesto a la Gola Mínima Presunta		s/Activos 1,0%												-73.007		-73.007
Honorario Fiduciario				-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-24.000
Otros gastos																
Proyecto y Dirección de Obra (Incluye copias, calculo estructura y planos)				-7698		-6000	-4500	-39800	-8000		-10000					-75.998
TSU-ARM (Municipalidad General Pueyrredón)						-416,8		-419,97		-419,97		-419,97		-419,97		-2.097
ARBA-Impuesto Inmobiliario						-788,1		-788,1		-788,1		-788,1		-788,1		-3.941
OSSE -Obras sanitarias Sociedad de Estado				-135,72		-135,72		-135,72		-135,72		-135,72		-135,72		-814
EDEA (Corresponde a Instalacion para construcción y 28 bocas)				-5717,09				-13946,1		-14755,15		-14789		-12160		-61.367
Publicidad					-1000	-1040		-500								
Egresos Total				-324.682	-1.481.120	-794.952	-86.902	-213.001	-272.238	-737.770	-23.723	-47.044	-241.888	-170.033	-292.740	-169.028
Flujo Neto de Fondos				211.957	644	6.644	8.045	128.798	348.493	112.540	911.735	215.025	117.949	-4.757	118.955	2.176.029
Flujo Neto de Fondos ACUMULADO				212.601	219.246	227.291	356.088	704.581	817.122	1.728.857	1.943.882	2.061.831	2.057.074	2.176.029		
Avance de OBRA ACUMULADO		Acopio		0,174	0,104	0,010	0,028	0,027	0,095	0,4368		0,1225				
		Construcción Mano de Obra		0,278	0,287	0,315	0,342	0,437	0,437	0,4368		0,1225				
												-451.289				-451.289

(*) Impuesto a las GANANCIAS= todos los costos se activan a bienes cambio. El Imp.Gcias nace al momento de la posesion y/o adjudicacion.

(**) Valor del Contrato Emp. Constructora 78%

Acopio \$ -2.857.613,97

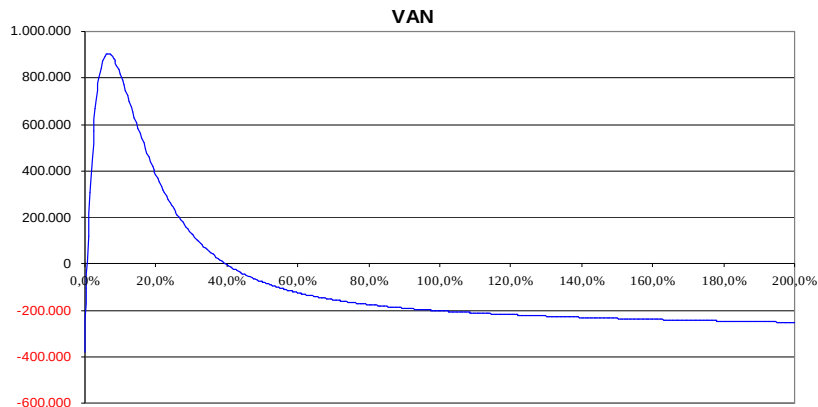
Mano de Obra \$ -3.683.995,03

(***) Dicha ley permite en su art. 28 tomar como credito fiscal el 27% (Venta de Gas y Energia electrica)

Meses			Jul-14	Sep-14			Dic-14	Ene-15	Mar-15			Abr-15	Jun-15			Ago-15	Oct-15			Dic-15		
Periodo Julio 2014 hasta Diciembre 2015			Mes 13	Mes 14	Mes 15	Mes 16	Mes 17	Mes 18	Mes 19	Mes 20	Mes 21	Mes 22	Mes 23	Mes 24	Mes 25	Mes 26	Mes 27	Mes 28	Mes 29	Mes 30	TOTAL	
			Aclaraciones		%																	
Ingresos																						
Anticipos por PRE-ventas de departamentos concebidos como vivienda			ANTIPOS																			
IVA Ventas totales (*)			IVA DEBITO FISCAL																			
Ingresos Brutos Totales (Precio pagado por compradores)																						
Egresos																						
Construcción Mano de Obra																						
Construcción Mano de Obra																						
Construcción Mano de Obra																						
Permuta de Carpinteria madera, aluminio y artefactos de baño y cocina (**)																						
Otras erogaciones con discriminacion de IVA																						
IVA Construcción			alicuota		10.5%																	
IVA Construcción sobre Otras erogaciones			alicuota		21.0%																	
(***) IVA EDEA inicial (Ley 23349)																						
IVA Percepciones																						
Total IVA Construcción			IVA CREDITO FISCAL																			
TRASLADO DE IVA CREDITO A FAVOR AL PROXIMO PERIODO																						
POSICION DE IVA DEL MES (a favor contribuyente) / a pagar AFP			SALDO FINAL																			
Impuesto de Sellos Dptos-Escrituración (100% gravado en Pcia Bs As)			A cargo Vendedor		2.5%																	
Impuesto de Sellos Bolero C-V			A cargo Vendedor		0.6%																	
Ingresos Brutos - Retencion Bancaria			s/Vtas Netas de IVA		3.0%																	
Ingresos Brutos - Percepciones			debito y credito		1.2%																	
Impuesto al cheque			s/Activos		0.5%																	
Impuesto a los Bienes personales			s/Activos		1.0%																	
Impuesto a la Gcía Mínima Presunta			POSESION		3.0%																	
Retencion IG			ADJUDICACION																			
Pago del Impuesto a las Ganancias Posesion y/o adjudicacion			ADJUDICACION																			
Pago del Impuesto al valor agregado Posesion y/o adjudicacion			ADJUDICACION																			
Pago IIBB Posesion y/o adjudicacion			ADJUDICACION																			
Honorario Fiduciario																						
Otros gastos																						
Proyecto y Direccion de Obra (Incluye copias, calculo estructura y planos)																						
TSU-ARM (Municipalidad General Pueyrredon)																						
ARBA-Impuesto Inmobiliario																						
OSSE -Obras sanitarias Sociedad de Estado																						
EDEA (Corresponde a Instalacion para construcción y 28 bocas)																						
Publicidad																						
Egresos Total																						
Flujo Neto de Fondos																						
Flujo Neto de Fondos ACUMULADO																						
Avance de OBRA					0.1300																	
Construcción Mano de Obra Certificacion																						
Valor del Contrato Emp. Constructora 78%					\$ -6.541.609,00																	

Período	FF	FF Acumulado
0	-324.682	-324.682
1	211.957	-112.724
2	644	-112.080
3	6.644	-105.436
4	8.045	-97.391
5	128.798	31.407
6	348.493	379.900
7	112.540	492.440
8	911.735	1.404.175
9	215.025	1.619.200
10	117.949	1.737.150
11	-4.757	1.732.392
12	118.955	1.851.347
13	240.637	2.091.985
14	99.981	2.191.966
15	79.077	2.271.043
16	98.996	2.370.039
17	81.720	2.451.758
18	251.161	2.702.919
19	86.922	2.789.842
20	97.183	2.887.025
21	98.730	2.985.755
22	93.447	3.079.202
23	-368.753	2.710.449
24	-270.229	2.440.220
25	-271.040	2.169.180
26	-195.205	1.973.975
27	-73.189	1.900.786
28	-47.639	1.853.147
29	-358.848	1.494.299
30	-1.872.960	-378.661

K	Tasa CORTE	1,81%
VAN:		\$ 400.310
TIR	39,64%	



Se observa al igual que en el flujo que forma parte del cuerpo del trabajo propiamente dicho que también estamos en presencia de **múltiples TIR**

El valor de **39,64%** se aproxima también al valor que arrojo el flujo de fondos ajustados, esto es **40,16%**

El valor absoluto del VAN en este caso es de **\$ 400.310** y el ajustado es de **\$ 602.192**. Ambos son positivos.

Ambos flujos resultan tambien positivos, segun cálculo alternativo para flujos no convencionales:

Periodo	Julio						Dic-13						
	0	1	2	3	4	5	6						
Flujo de Fondos	-324.682	211.957	644	6.644	8.045	128.798	348.493						
FFn (1+Tasa Corte)^n	-555.832	356.411	1.064	10.779	12.819	201.595	535.775						

Ene-14												Dic-14	
	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
Flujo de Fondos	112.540	911.735	215.025	117.949	-4.757	118.955	240.637	99.981	79.077	98.996	81.720	251.161	
FFn (1+Tasa Corte)^n	169.947	1.352.356	313.278	168.792	-6.687	164.238	326.341	133.182	103.465	127.226	103.158	311.420	

Ene-15												Dic-15	
	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	
Flujo de Fondos	86.922	97.183	98.730	93.447	-368.753	-270.229	-271.040	-195.205	-73.189	-47.639	-358.848	-1.872.960	
FFn (1+Tasa Corte)^n	105.862	116.257	116.010	107.852	-418.037	-300.905	-296.447	-209.711	-77.231	-49.378	-365.337	-1.872.960	

Suma FFn (1+Tasa Corte)^n	562.611
---------------------------	---------

TIR MODIFICADA

Mes	Flujo Caja	Tasa VAN
0	-324.682	0,0% \$ -324.682
1	211.957	0,5% \$ -104.745
2	644	1,0% \$ 120.482
3	6.644	1,5% \$ 304.542
4	8.045	2,0% \$ 453.819
5	128.798	2,5% \$ 573.730
6	348.493	3,0% \$ 668.870
7	112.540	3,5% \$ 743.145
8	911.735	4,0% \$ 799.868
9	215.025	4,5% \$ 841.853
10	117.949	5,0% \$ 871.491
11	-4.757	5,5% \$ 890.811
12	118.955	6,0% \$ 901.535
13	240.637	6,5% \$ 905.126
14	99.981	7,0% \$ 902.825
15	79.077	7,5% \$ 895.682
16	98.996	8,0% \$ 884.590
17	81.720	8,5% \$ 870.303
18	251.161	9,0% \$ 853.459
19	86.922	9,5% \$ 834.596
20	97.183	10,0% \$ 814.170
21	98.730	10,5% \$ 792.562
22	93.447	11,0% \$ 770.095
23	-368.753	11,5% \$ 747.037
24	-270.229	12,0% \$ 723.613
25	-271.040	12,5% \$ 700.010
26	-195.205	13,0% \$ 676.384
27	-73.189	13,5% \$ 652.861
28	-47.639	14,0% \$ 629.547
29	-358.848	14,5% \$ 606.526
30	-1.872.960	15,0% \$ 583.866
		15,5% \$ 561.622
		16,0% \$ 539.836
		16,5% \$ 518.539
		17,0% \$ 497.756
		17,5% \$ 477.503
		18,0% \$ 457.790
		18,5% \$ 438.624
		19,0% \$ 420.006
		19,5% \$ 401.934
		20,0% \$ 384.403
		20,5% \$ 367.407
		21,0% \$ 350.938
		21,5% \$ 334.984
		22,0% \$ 319.535
		22,5% \$ 304.579
		23,0% \$ 290.103
		23,5% \$ 276.094
		24,0% \$ 262.538
		24,5% \$ 249.422
		25,0% \$ 236.732
		25,5% \$ 224.455
		26,0% \$ 212.577
		26,5% \$ 201.085
		27,0% \$ 189.966
		27,5% \$ 179.206
		28,0% \$ 168.794
		28,5% \$ 158.717
		29,0% \$ 148.963
		29,5% \$ 139.521
		30,0% \$ 130.379
		30,5% \$ 121.527
		31,0% \$ 112.954
		31,5% \$ 104.650
		32,0% \$ 96.605
		32,5% \$ 88.810
		33,0% \$ 81.256
		33,5% \$ 73.933
		34,0% \$ 66.835
		34,5% \$ 59.951
		35,0% \$ 53.276
		35,5% \$ 46.800
		36,0% \$ 40.517
		36,5% \$ 34.420
		37,0% \$ 28.503
		37,5% \$ 22.758
		38,0% \$ 17.180
		38,5% \$ 11.763
		39,0% \$ 6.501
		39,5% \$ 1.389
		40,0% \$ -3.579

Lo que cambia entre las tres TIR es la estimación.

TIR 1	0,72%
TIR 2	39,64%
TIR 3	39,64%

Mes	Q+	Q -
0	\$ -	\$ -324.682
1	\$ 211.957	\$ -
2	\$ 644	\$ -
3	\$ 6.644	\$ -
4	\$ 8.045	\$ -
5	\$ 128.798	\$ -
6	\$ 348.493	\$ -
7	\$ 112.540	\$ -
8	\$ 911.735	\$ -
9	\$ 215.025	\$ -
10	\$ 117.949	\$ -
11	\$ -	\$ -4.757
12	\$ 118.955	\$ -
13	\$ 240.637	\$ -
14	\$ 99.981	\$ -
15	\$ 79.077	\$ -
16	\$ 98.996	\$ -
17	\$ 81.720	\$ -
18	\$ 251.161	\$ -
19	\$ 86.922	\$ -
20	\$ 97.183	\$ -
21	\$ 98.730	\$ -
22	\$ 93.447	\$ -
23	\$ -	\$ -368.753
24	\$ -	\$ -270.229
25	\$ -	\$ -271.040
26	\$ -	\$ -195.205
27	\$ -	\$ -73.189
28	\$ -	\$ -47.639
29	\$ -	\$ -358.848
30	\$ -	\$ -1.872.960

Tasa Descuento Gastos	1,81%
Tasa Capitalización	1,81%

TIR Modificada	2,3305%
----------------	---------

Valor Actual Gastos	\$ 2.424.622
Valor Final Ingresos	\$ 4.839.503

TIR Modificada	2,3305%
----------------	---------

Tir Modificada calculada con TIRM

Tir Modificada calculada acudiendo al concepto

Se verifica asimismo que la TIRM por ambos métodos supera a la tasa de corte seleccionada para el análisis calculado para detraer los flujos de fondos sin ajustar.

Este análisis se acompaño como Anexo, para tratar de demostrar que al analizar un flujo de fondos en pesos redeterminados mediante la aplicación de un índice de actualización monetaria, la tasa de corte seleccionada **no debería estar incidiendo por la inflación**, pues estaría castigando a los flujos con una tasa demasiado elevada, *corriendo el riesgo de rechazar un proyecto cuando en realidad debería aceptarlo.*

Colorario: si bien no es una verdad revelada, lo que se intentó reflejar con esta demostración, es que:

Trabajando sin flujos ajustados (pues crecerán empatando a la inflación según registros de los últimos tres años) la tasa de corte seleccionada para detraer los flujos, no deberá estar incidiendo por la inflación sino por el riesgo de que el ajuste aplicado sea inferior a la inflación, y el mismo se lo determino en un 2%.

Anexo VI – Modelo de RESERVA y BOLETO de COMPRA VENTA

RESERVA DE INMUEBLE “AD REFERENDUM”

En la Ciudad de Mar del Plata de la Provincia de Buenos Aires, a los 11 días del mes de Septiembre del año dos mil trece (2013), entre los señores: COMPANY Gustavo Rubén, actuando no a título personal, sino en carácter de fiduciario del Fideicomiso Inmobiliario Av. Félix U. CAMET 2121 entre Juan M. ESTRADA y Julián AGUIRRE con DNI. Nro.18.127.147, soltero, C.U.I.T. Nro.20-18.127.147-8, constituyendo domicilio especial en AV. INDEPENDENCIA Nro. 1478 piso 2° departamento “C” de la Ciudad de Mar del Plata de la Provincia de Buenos Aires, por una parte, en adelante designada como LA VENDEDORA y NIETO Sergio Edgardo, con DNI Nro. 23.376.765, soltero, C.U.I.T. Nro. 20-23.376.765-5, fecha de nacimiento 02/07/1973 constituyendo domicilio especial en MARCOS AVELLANEDA 5359 de la localidad de LANUS OESTE de la Provincia De la Pcia de Buenos Aires, por la otra parte, en adelante designada como EL RESERVANTE

ACUERDAN LA CELEBRACIÓN DE LA PRESENTE RESERVA SUJETO A LOS TÉRMINOS Y CONDICIONES EXPRESADOS EN LAS SIGUIENTES CLAUSULAS Y DOCUMENTACIÓN QUE LAS COMPLEMENTE

PRIMERA: Individualización de la Unidad. El Sr. COMPANY Gustavo Rubén, VENDE al SR NIETO Sergio Edgardo, un Departamento en construcción en la ciudad de MAR DEL PLATA, Partido de General Pueyrredón, con frente a la Av. Félix U. FAMET N°2121 entre J. M. Estrada y J. Aguirre, emplazado sobre terreno designado como LOTE SEIS de la MANZANA CIENTO VEINTE-b, parte de la Chacra 372, compuesto de 15 metros 89 centímetros de frente al Sud Este sobre la Av. Félix U. Camet, 40 metros 50 centímetros en su costado al Sud Oeste, lindando con el lote 7, 15 metros en su contra frente al Nor Oeste lindando con el lote 9 y fondos del lote 11, y 35 metros 27 centímetros en su otro costado al Nord Este lindando con el lote 5, o sea una superficie total de QUINIENTOS SESENTA Y OCHO METROS VEINTISIETE DECIMETROS CUADRADOS.- NOMENCLATURA CATASTRAL: Circunscripción VI, Sección B, Manzana 120-b, Parcela 6, Partida 045-267.248, y con las demás circunstancias que surgen de su título inscripto en el Registro de la Propiedad, en la Matrícula 199.258 de este partido de General Pueyrredón (45). Dicho departamento se ubica en el piso 4° y se identifica administrativamente con la letra “G”, al LATERAL con “vista al mar”, a ser designado en plano P.H. como UNIDAD FUNCIONAL Numero 21, integrada por el POLIGONO 04-05 con una SUPERFICIE de 37,53 m2, sin perjuicio de la superficie que en definitiva resultará del Plano de Mensura de Subdivisión sujeto al régimen de la Ley 13.512 de Propiedad Horizontal. Los planos de proyecto aprobados en fecha 31/07/2013 por la Municipalidad de Gral. Pueyrredón de la obra civil corren por Expediente Municipal No. 11015-8-08.

SEGUNDA: RECIBO DINERARIO como Señá. Se pacta la compra en las siguientes condiciones: a) PRECIO TOTAL. El precio convenido es de (\$ 510.000) pesos quinientos diez mil, abarcativo por el departamento, que el reservante declara poseer y es de origen lícito. Entregará en la fecha 20/09/2013 al VENDEDOR la suma de (\$ 10.000) pesos diez mil correspondiente al 1,96 % del precio total convenido, la cual se imputará a SEÑÁ sirviendo el presente de suficiente recibo. b) SALDO DEL PRECIO TOTAL El resto se abonará en la forma que sigue: 1) Anticipo del 23,04 % del precio total, equivalentes a (\$ 117.500) pesos ciento diecisiete mil quinientos a la fecha de suscripción del boleto de compra venta resultando una entrega total inicial de Anticipo y Señá por el 25% sobre el precio total convenido; mientras que el resto del Precio de Venta se abonará en 28 cuotas mensuales, consecutivas a ser pagadas cada una por adelantado del día diez (10) al día veinte (20) de cada mes depositados en la cuenta 094 314847/8 del BBVA (Banco Francés) a nombre de Fideicomiso Felix U. Camet 2121.

TERCERA: Carácter del RESERVANTE. El/la Sra NIETO Sergio Edgardo adquiere en este acto el carácter de RESERVANTE del Fideicomiso Inmobiliario Felix.U.CAMET 2121 con nº de CUIT 30-71103033-2 en virtud de comprometer el aporte detallado, con la finalidad de que le sea entregada, a la finalización del plazo establecido en el futuro boleto de compra-venta a suscribirse, la unidad funcional comprometida.

CUARTA: Compromiso de pagos. Los pagos comprometidos por el RESERVANTE será el que se detalla en Resumen del proyecto .

QUINTA: Forma de contar los Días. Cuando la VENDEDORA haga referencia a "días" o plazos de días, se entenderá que tales días, o plazos de días, son y están conformados por, respectivamente, días hábiles bancarios, salvo disposición en contrario.

SEXTA: Plan de NEGOCIOS es el plan elaborado que contiene las especificaciones generales del emprendimiento, el detalle de los plazos y etapas de ejecución de la Obra, su costo total estimativo y el sistema de comercialización, plan que se encuentra a disposición por el RESERVANTE, como así también el Estudio de Mercado de Torre Brisa mar.

SEPTIMA: BOLETO de compra venta. Será suscripto el día 28 del corriente previa confirmación de disponibilidad por parte del escribano interviniente y una vez efectuado el depósito inicial detallado en cláusula segunda. Atento que por la naturaleza de las obligaciones a cumplir por las partes involucradas en la operación, es posible fijar otra fecha, el RESERVANTE se obliga a concurrir a suscribir el mencionado documento, en la fecha arriba descripta o en aquella a convenir entre partes cuando fuera citado por medio fehaciente o cualquier otro medio aceptado por las partes.

OCTAVA: Resolución. Las partes acuerdan que en caso de no llegar a un acuerdo por algún motivo, se declarara resuelto el presente sin que se requiera al efecto interpelación ni notificación judicial o extrajudicial alguna. En cuyo caso la vendedora devolverá el importe recibido en este acto que hizo las veces de reserva de unidad; desobligando a ambas partes, pudiendo el vendedor disponer de la unidad, para su comercialización.

NOVENA: Incumplimiento del RESERVANTE. Si la parte RESERVANTE no concurriese a suscribir el boleto en el plazo descripto en cláusula OCTAVA, la mora en el cumplimiento de sus obligaciones se producirá en forma automática, sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial alguna, quedando automáticamente anulada y rescindida la presente reserva, procediendo el propietario del inmueble a disponer libremente del bien. Asimismo solo en este supuesto la parte RESERVANTE perderá la suma entregada en carácter de señal. El RESERVANTE toma conocimiento que su posible incumplimiento puede perjudicar no solo la continuidad de la obra sino a los demás futuros compradores.

DECIMA: Incumplimiento del VENDEDOR. Si la parte VENDEDORA no concurriese a suscribir el boleto en el plazo descripto en cláusula OCTAVA o por algún otro motivo lo impidiese, la mora en el cumplimiento de sus obligaciones se producirá en forma automática, sin necesidad de interpelación judicial o extrajudicial alguna, quedando automáticamente anulada y rescindida la presente reserva y se entenderá que el mismo no ha brindado la conformidad y aceptación previstas en el presente documento, quedando automáticamente anulada y rescindida tanto la oferta como la señal. En este caso se deberá hacer entrega al RESERVANTE del importe total entregado por este, sin actualización monetaria, intereses o incrementos de ninguna especie, retornando las cosas al estado anterior a la firma de este instrumento. Asimismo el VENDEDOR conservara la libertad de disposición sobre el inmueble, no obstante deberá hacerse cargo del importe correspondiente al diligenciamiento y certificados realizados a fin de llevar a cabo esta operatoria.

DECIMA PRIMERA: Escribanía interviniente. Para el caso de concretarse la operación en la forma descripta en el presente, tanto la suscripción del boleto de compra venta como el acto notarial de escrituración de la venta estará a cargo de Escribanía ATKINSON, sita en calle Av. Independencia 1426/34 de la Ciudad de Mar del Plata Tel/Fax.(0223)492-1634 y (0223)494-4271

DECIMA SEGUNDA: AD REFENDUM. La presente oferta es "ad referéndum", es decir, queda condicionada al depósito de la reserva por parte del reservante en la cuenta arriba detallada en la fecha indicada y por parte del VENDEDOR a cumplir con el presente acuerdo.

En prueba de conformidad, las Partes firman dos ejemplares de igual tenor y a un solo efecto, Ciudad de Mar del Plata de la Pcia de Buenos Aires, a los 11 del mes de Septiembre de 2013

Modelo BOLETO DE COMPRAVENTA

En la ciudad de Mar del Plata, Partido de General Pueyrredón, provincia de Buenos Aires, República Argentina, a los (28) veintiocho días del mes de Septiembre del año 2013, entre los señores COMPANY Gustavo Ruben, con D.N.I. Nro.18.127.147 soltero C.U.I.T. Nro 20-18.127.147-8, actuando no a título personal, sino en carácter de fiduciario, en representación del "Fideicomiso Inmobiliario Av. Felix U. CAMET 2121, entre calles J.M. ESTRADA y Julián AGUIRRE", constituyendo domicilio especial en AV.INDEPENDENCIA Nro. 1478 piso 2º departamento "C" de la Ciudad de Mar de Plata de la Provincia de Buenos Aires, por una parte , en adelante designados en forma conjunta e indistinta como EL VENDEDOR o LA VENDEDORA, por una parte; y NIETO Sergio Edgardo , DNI 23.376.765 de estado civil soltero, C.U.I.T. Nro 20-23.376.765-5, fecha de nacimiento: 02/07/1973, constituyendo domicilio especial en MARCOS AVELLANEDA 5359 de la localidad de LANUS OESTE de la Provincia de Buenos Aires, en adelante designada indistintamente como LA COMPRADORA o EL COMPRADOR.- Ambas partes, en forma conjunta, serán denominados como "las Partes" y:

ACUERDAN LA CELEBRACIÓN DEL PRESENTE BOLETO DE COMPRAVENTA SUJETO A LOS TÉRMINOS Y CONDICIONES EXPRESADOS EN LAS SIGUIENTES CLÁUSULAS Y DOCUMENTACIÓN QUE LO COMPLEMENTEN

PRIMERA: OBJETO

El Sr. COMPANY Gustavo Rubén, en el carácter invocado, PROMETE EN VENTA a favor del COMPRADOR (1) una unidad funcional integrante del emprendimiento inmobiliario a construirse denominado "EDIFICIO BRISAMAR" en la ciudad de MAR DEL PLATA, Partido de General Pueyrredón, con frente a la Av. Félix U. CAMET N° 2121 entre J. M. Estrada y J. Aguirre, emplazado sobre terreno designado como LOTE SEIS de la MANZANA CIENTO VEINTE-b, parte de la Chacra 372, compuesto de 15 metros89 centímetros de frente al Sud Este sobre la Av. Félix U. Camet, 40 metros50 centímetros en su costado al Sud Oeste, lindando con el lote 7, 15 metros en su contra frente al Nor Oeste lindando con el lote 9 y fondos del lote 11, y 35 metros27 centímetros en su otro costado al Nord Este lindando con el lote 5, o sea una superficie total de QUINIENTOS SESENTA Y OCHO METROS VEINTISIETE DECIMETROS CUADRADOS.-

NOMENCLATURA CATASTRAL: Circunscripción VI, Sección B, Manzana 120-b, Parcela 6, Partida 045-267.248, y con las demás circunstancias que surgen de su título inscripto en el Registro de la Propiedad, en la Matrícula 199.258 de este partido de General Pueyrredón (45).

INDIVIDUALIZACIÓN DE LAS UNIDADES. La unidad corresponde a un departamento de (1) UN AMBIENTE "lateral-contrafrente" situado en 4to Piso – individualizado como 4to "G" de 37,53 m2.

La individualización de la unidad resulta de los planos que se adjuntan como Anexo I - Planos y forman parte integrante del presente documento, designándose como UNIDAD FUNCIONAL Numero 21, integrado por el POLIGONO 04-05 con una superficie aproximada de 37,53 m2, representativos de 36,67 m2 cubiertos y 0,86 m2 semi-cubiertos por el departamento 4to G, sin perjuicio de la superficie definitiva que resultará del Plano de Mensura de Subdivisión sujeto al régimen de la Ley 13.512 de Propiedad Horizontal que finalmente sea aprobado por las autoridades pertinentes, como así también el número de unidad funcional y polígonos que resulten del mismo.

Las partes dejan constancia que la venta se realiza por el Régimen de Propiedad Horizontal establecido por la Ley 13.512, y comprende, en los términos del presente boleto, el dominio exclusivo de la unidad relacionada, y la copropiedad del inmueble y de los espacios comunes del edificio en la proporción que resulte del plano de afectación al Régimen de la Ley 13.512.

El comprador conoce y acepta que no ha concluido el trámite de afectación del inmueble al régimen antedicho. No obstante ello, consiente libremente en celebrar este contrato, a fin de asegurarse la unidad.

La parte compradora acepta por haber sido advertida previamente por el escribano designado, de la implicancia que la falta de aprobación del plano de subdivisión pudiere traerle aparejada.

CARACTERÍSTICAS TÉCNICAS: Las características técnicas de la unidad quedan establecidas en Anexo II - Especificaciones que se adjunta y forma parte del presente instrumento. EL COMPRADOR recibe las especificaciones técnicas anexas dejando constancia que conoce y acepta la calidad y marca de los detalles constructivos y de terminación, así como de los artefactos, accesorios y materiales a emplearse en la construcción de la unidad

adquirida en este acto, conviniéndose que tales indicaciones han sido hechas a título ejemplificativo y que la dirección de la obra podrá decidir libremente la introducción de los cambios que estime convenientes, conservando el nivel de calidad representado por las marcas señaladas.

A tales efectos se conviene que LA VENDEDORA queda autorizada en este acto por LA COMPRADORA a introducir todas las modificaciones que sean necesarias para el desarrollo y ejecución eficaz y eficiente de la obra, o que sean exigibles a instancia de las reparticiones intervinientes, en los términos del presente boleto de compraventa, que puedan alterar las características y especificaciones de la unidad asignada.

ANEXOS: EL COMPRADOR declara conocer y aceptar los planos y proyecto del inmueble, así como la naturaleza, calidad e índole de los trabajos a realizarse hasta la total terminación de la obra con sus detalles constructivos y de terminación, lo que acepta de plena conformidad, en prueba de lo cual se adjuntan formando parte integrante de este boleto, firmadas por EL COMPRADOR y EL VENDEDOR, la siguiente documentación anexa: Anexo I - Planos donde consta: a) carátula plano de proyecto de obra civil "aprobado" y croquis del departamento junto con su ubicación en la planta y b) plano de proyecto de subdivisión, en los cuales se identifica en forma exacta la individualización de la unidad), Anexo II - Especificaciones Técnicas (con especificaciones técnicas-constructivas de la unidad).

Esta venta se formaliza "ad-corpus", conviniéndose que las medidas y características de lo vendido son provisorias y podrán sufrir las modificaciones que impongan la marcha de la obra o que fueren dispuestas por la dirección de la misma o por autoridades competentes. Las medidas indicadas podrán ser afectadas en más o en menos, al cabo de la construcción, y se considerarán definitivas las que resulten en el plano de subdivisión en propiedad horizontal que, oportunamente, se someterá a la aprobación de las autoridades competentes. La numeración de lo vendido también es provisoria, ya que EL VENDEDOR podrá unificar unidades del edificio lo que implicará una modificación en tal numeración original. Todas las alteraciones o modificaciones que introduzca EL VENDEDOR en el ejercicio de sus derechos reservados en este boleto, no facultará a EL COMPRADOR a reclamar la resolución o rescisión contractuales ni el ajuste o modificación del precio ni, en definitiva, a petitionar ninguna otra pretensión resolutoria, compensatoria o indemnizatoria.

El COMPRADOR declara conocer y aceptar todas y cada una de las cláusulas del contrato de fideicomiso inmobiliario "a PRECIO FIJO" individualizado anteriormente, y de la transmisión fiduciaria realizada, que se dan por aquí reproducidas a sus efectos.

Se deja constancia que la presente venta se realiza por un precio único, por las unidades funcionales descriptas y "no a tanto la medida", de conformidad a lo establecido por el Artículo 1344, inciso 5° del Código Civil, sin perjuicio que una modificación de superficie inferior o superior a la establecida precedentemente dará derecho a la aplicación del art. 1.346.

SEGUNDA: PRECIO Y FORMA DE PAGO

PRECIO. Se pacta la compra en las siguientes condiciones: a) PRECIO TOTAL. El precio convenido es de pesos quinientos diez mil (\$ 510.000) abarcativo del departamento que el COMPRADOR declara poseer y es de origen lícito. Depósito con fecha 20/09/2013 en cuenta corriente nro 094-314847/8 del Banco Francés (BBVA) la suma de pesos diez mil (\$ 10.000) la cual se imputa a SEÑA. En este acto el VENDEDOR se compromete a abonar la suma de pesos ciento diecisiete mil quinientos (\$ 117.500) que será abonada por el comprador, el día 30/09/2013, mediante depósito en la cuenta corriente arriba descripta del Banco Francés (BBVA), de titularidad del Fideicomiso vendedor, siendo a cuenta de precio y como principio de ejecución de contrato, la que una vez acreditada en la referida cuenta bancaria, servirá de suficiente recibo. b) FORMA de PAGO DEL SALDO: El resto del Precio de Venta una vez efectivizado el depósito del día 30 del corriente mes se abonará en la forma que sigue: 1) Treinta (30) cuotas mensuales de pesos doce mil setecientos cincuenta (\$ 12.750). Las cuotas serán consecutivas e iguales a ser pagadas cada una por adelantado del día diez (10) al día veinticinco (25) de cada mes mediante depósito bancario en la cuenta corriente nro 094-3148478 del Banco Francés abierta a nombre del fideicomiso o donde éste notifique en el futuro. Se aclara que se permite la cancelación anticipada del saldo en forma total o parcial.

Teniendo en cuenta que ante la existencia de inflación, cae el sustento de la ley 25.561 y prevalece la tutela de la garantía constitucional del derecho de propiedad y, consecuentemente en base a los principios de buena fe y lealtad contractual (art. 1198 1ra. Parte del Código civil), es posible pactar cláusulas contractuales de actualización basadas en la existencia efectiva de

inflación, donde las partes declaran conocer la prohibición legal de indexación de las deudas contenidas en la ley 25.561 y, sin embargo entienden que no pueden ignorar la realidad que es que existe efectivamente inflación, de manera que contratar sin actualización del precio, constituiría un daño grave para el acreedor quien cada vez iría recibiendo menos dinero por la misma obligación sin un resarcimiento adecuado para cumplir con la obligación asumida. Por lo que pactar el precio contractual sin actualizarlo vendría a significar el enriquecimiento sin causa del deudor de las cuotas en pesos y el consiguiente empobrecimiento del acreedor de dicha suma, lo que ofendería las garantías de los Art. 16, 17 y 18 de la constitución nacional, por lo que las partes acuerdan que:

a) Cada cuota será reajustada mensualmente (es decir, se aplicara el índice, base Agosto 2013 "inclusive" al saldo adeudado y se dividirá por las cuotas restantes, resultando el monto a pagar en el mes) por un índice Costo de Construcción que elabora la Cámara Argentina de la Construcción según el detalle y los montos indicados en la presente cláusula y en el Resumen del proyecto que a modo orientativo fue entregado oportunamente al COMPRADOR. b) Esta cláusula solo se aplicara en caso de aumento de índices y no en el supuesto de disminución. c) Para determinar el índice se tomara exclusivamente "el numero índice", según las estadísticas confeccionadas por el sector de la Cámara Argentina de la Construcción. d) En caso de derogación expresa, tacita o desuetudo de la prohibición de indexar impuesta por el artículo 4º de la ley 25.561, el saldo del precio del presente será reajustado desde el último día del mes de la derogación en adelante, en base a la variación del índice del costo de construcción del metro cuadrado para un edificio en propiedad horizontal según estadísticas elaboradas por la Cámara Argentina de la Construcción o el organismo o institución que lo reemplace e informados por el diario Clarín y/o La Nación y/o Cronista Comercial y/o Ámbito Financiero; que se produjera durante el periodo que transcurra entre este acto y el día de la suscripción del boleto de compra venta, en resguardo del interés de la partes contratantes y poder cumplir la obligación asumida. Pactándose expresamente que los reajustes solo podrán aumentar y no disminuir los montos a percibir. e) El COMPRADOR acepta que el actual contexto económico torna imperioso la incorporación de esta cláusula para tratar de neutralizar un posible perjuicio económico a los contratantes.

Las PARTES renuncian expresamente a invocar el artículo 1198 del Código Civil Argentino (Teoría de la Imprevisión) y las leyes de emergencia económica tanto en vigencia como las que se pudieran dictar en un futuro, o cualquier otra defensa derivada de las posibles variaciones.-

Para el supuesto caso, que se declare nula judicialmente la cláusula precedente de reajuste de precio, las partes pactan que el presente contrato de compraventa quedará resuelto de pleno derecho, y sin efecto alguno, y la parte vendedora reintegrará a la parte adquirente, las sumas recibidas, sin devengar intereses, en la moneda pactada, en el plazo de quince días hábiles contados desde que se encuentre firme la resolución judicial.-

El COMPRADOR asume que es esencial para el desarrollo del presente emprendimiento inmobiliario y para resguardar más asegurar los derechos de los restantes participantes del emprendimiento, que se cumplan con los pagos comprometidos en las fechas convenidas. Asume que su demora ocasionara un grave perjuicio a todas las partes involucradas y acepta ser pasible de las penalidades y consecuencias por su incumplimiento a su obligación del pago del Precio de Venta.

Las partes pactan expresamente que no se impone al VENDEDOR la obligación prevista en el artículo 1202 del Código Civil, en atención al contrato de fideicomiso en virtud de cuyas previsiones debe regirse, renunciando el COMPRADOR a cualquier alegación sobre el particular.

Se deja constancia asimismo que en el precio pactado se encuentra incluido el Impuesto al Valor Agregado (IVA) a la tasa vigente del 10,5%, por lo que cualquier variación en más que se introduzca en la alícuota del impuesto será a cargo del comprador.-

Los pagos del anticipo y de las cuotas mensuales integrantes del saldo adeudado del Precio de Venta se abonarán por el COMPRADOR mediante la utilización de alguno de los medios previstos por la ley 25.345, los cuales se efectuarán dentro del décimo al vigésimo quinto día de cada mes por adelantado, correspondiente al de cada una de las cuotas adeudadas previo envío de un resumen aclaratorio de la cuota a depositar, mediante depósito o transferencia a la Cuenta Corriente fiduciaria del Fideicomiso del Banco Francés (BBVA) cuyo numero se detalla arriba y se considerarán realizados en la fecha en que el Fideicomiso tenga la libre disponibilidad de los fondos, fecha en la cual el FIDUCIARIO extenderá el recibo de pago correspondiente.

TERCERA: RUBROS EXCLUIDOS DEL PRECIO.

En el precio estipulado no se incluyen los gastos ocasionados por la habilitación de los servicios de luz, gas, teléfono, u otros, los que correrán por cuenta exclusiva de EL COMPRADOR.

CUARTA: ENTREGA de la POSESION

La VENDEDORA se obliga a entregar a la COMPRADORA la posesión de las Unidades detalladas según cláusula respectiva, en un plazo "estimado" de finalización de las tareas constructivas de la Unidad que se prevé que concluirá dentro de un plazo máximo de (23) veintitrés meses contados a partir de la fecha de firma del presente Boleto, gozando EL VENDEDOR de un plazo de gracia de otros (6) seis meses, contados a partir de la finalización del plazo indicado al comienzo de esta cláusula.

Las Partes acuerdan asimismo, que el plazo para la finalización del Edificio podrá prorrogarse por lluvias y sus consecuencias acorde a los promedios mensuales de los últimos 10 años y tomando en cuenta los meses en que las mismas afecten el buen funcionamiento de la obra y/u otros casos de fuerza mayor, los que incluirán sin limitación alguna, huelgas, incendios, inundaciones, desabastecimiento de materiales, demoras en la obtención y aprobación por la autoridad competente de los planos de mensura y subdivisión en propiedad horizontal, del reglamento de copropiedad y administración, y de todo otro certificado, autorización y/o permiso que sea necesario obtener a efectos de construir el Edificio de acuerdo con el Proyecto, y vender las unidades de acuerdo con el Régimen de la Ley respectiva. 13.512. Sin perjuicio de los diferimientos que impliquen los sucesos antes mencionados, la Vendedora se reserva el derecho de atrasar /adelantar la entrega de la posesión en hasta 120 días corridos, contados desde la finalización de la fecha máxima prevista para la entrega de la unidad, indicada precedentemente.

Las Partes acuerdan que la falta de conclusión de la construcción en el plazo estipulado debido a razones de fuerza mayor no podrán ser consideradas como un incumplimiento de las obligaciones de la Vendedora bajo el presente Contrato, ni darán derecho a la Compradora para rescindir o resolver el presente Contrato, ni reclamar el pago de indemnización alguna por ningún concepto.

EL VENDEDOR notificará a EL COMPRADOR con una antelación no menor a diez días corridos, la fecha de entrega de la posesión, la cual podrá ocurrir cuando lo vendido se encuentre en condiciones de habitabilidad. A efectos del presente contrato, se entiende por habitabilidad la entrega de las unidades con luz y gas funcionando (corriendo por cuenta y orden de EL COMPRADOR la instalación de los medidores individuales de cada unidad), los artefactos sanitarios instalados y en funcionamiento, cocina instalada, con trabajos de yesería y pintura concluidos, en condiciones razonables de limpieza, y con el hall de entrada terminado y ascensor funcionando.

Asimismo, la Vendedora entregará la Unidad libre de restricciones, limitaciones y derechos reales, excepto los previstos en el presente Contrato, el Contrato de Fideicomiso indicado al comienzo del presente Boleto, y en el Reglamento de Copropiedad y Administración y o aquellos que pudieran resultar de los planos de subdivisión en propiedad horizontal y/o de cualquier otro plano o documento relacionado con el Edificio y/o aquellos que establezcan las normas pertinentes y/o las autoridades competentes.

A partir del momento en que la Vendedora otorgue la posesión de la Unidad a la Compradora, serán a cargo de la Compradora el pago de todos los impuestos, cargas, contribuciones y expensas que deban satisfacerse por el Inmueble y por el funcionamiento de éste último, en forma proporcional a la Unidad.

Si alguna de las PARTES no lo hiciera y/o no cumpliera con las obligaciones a su cargo dará derecho a la parte cumplidora a resolver de pleno derecho este contrato o a exigir el cumplimiento del presente boleto con más una multa equivalente a \$ 150.- diarios hasta su efectivo cumplimiento. Sin perjuicio de la aplicación de la cláusula por incumplimiento, la que sea más beneficiosa para la VENDEDORA en resguardo del interés de todas las restantes partes del proyecto.

Aun luego de otorgada la posesión y escritura de lo vendido a favor de EL COMPRADOR, únicamente EL VENDEDOR o la persona que ésta indique, quedarán autorizados a colocar y/o mantener carteles de venta en el frente y/o fachadas y/o entradas del edificio.

QUINTA: ESCRITURA TRASLATIVA de DOMINIO

La escritura traslativa de dominio, libre de gravámenes y restricciones, se otorgará dentro de los sesenta días hábiles posteriores a la aprobación del Plano de Subdivisión de Propiedad Horizontal, por ante la escribanía ATKINSON, con oficina en la Avenida Independencia 1426 de esta ciudad, siendo los gastos y honorarios de escrituración pagados por la PARTE COMPRADORA, incluyendo los gastos y honorarios del Reglamento de Copropiedad y Administración, en proporción al porcentual que le correspondiere por la unidad funcional vendida.- El pago del impuesto a las ganancias es a cargo de la parte vendedora-

Se estima para la aprobación del Plano de Subdivisión para someter al Régimen de Propiedad Horizontal en Catastro provincial el plazo de Doce (12) meses, a contar desde la fecha de entrega de posesión.- Las partes acuerdan que el plazo podrá prorrogarse, por causas no imputables a la parte vendedora, y las mismas se originen en demoras en la obtención y aprobación por la autoridad competente de los planos de construcción municipal, los planos de mensura y subdivisión en propiedad horizontal, del reglamento de copropiedad y administración, y de todo otro certificado, autorización y/o permiso que sea necesario obtener a efectos de someter el predio al régimen de la Ley 13.512.

La citación a efectos del otorgamiento de la escritura traslativa de dominio, se hará en forma fehaciente, con no menos de 15 días corridos de antelación en el domicilio fijado por la parte compradora en este Contrato, o en el que posteriormente hubiere indicado en forma fehaciente, indicándose en tal notificación el día, hora y lugar en que tales actos se llevarán a cabo.

La parte compradora deja expresa constancia que acepta que el Reglamento de Copropiedad y Administración será otorgado por escritura pública en base a proyecto que confeccionará la parte vendedora con las cláusulas de estilo y las estipulaciones especiales que determine.- Asimismo, la parte vendedora queda autorizada en el inicio a redactar los reglamentos internos, sean de uso de sectores comunes, seguridad y de convivencia.

Todos los impuestos, tasas y demás tributos que, tanto en la actualidad como en el futuro, graven en forma directa la presente operación, así como la compraventa de la Unidad y cualquier instrumento u operación vinculada con la misma, tales como Ingresos Brutos, IVA, o cualquier otro Impuesto similar, nacional, provincial o municipal a crearse en el futuro, serán a cargo de EL COMPRADOR, a partir del momento de ser otorgada en su favor la posesión o la pertinente escritura traslativa de dominio.

EL COMPRADOR, al momento de otorgarse la respectiva escritura traslativa de dominio deberá abonar a EL VENDEDOR y/o a quien resulte Administrador del consorcio de Copropietarios del Edificio, la suma que se determine, en concepto de Fondo de Reserva u Operativos, para gastos extraordinarios y gastos corrientes a administrar por quien resulte administrador del Consorcio.

SEXTA: TRANSFERENCIA DE DOMINIO.

La venta se realizará en base a títulos perfectos, libre la Unidad de todo gravamen, con los impuestos y tasas sobre la Unidad pagos al día de la posesión, y completamente desocupada.

SEPTIMA: FALLECIMIENTO.

En caso de fallecimiento de EL COMPRADOR, si sus herederos fueran más de uno, deberán unificar su representación obligándose a dar cumplimiento a todas las obligaciones generadas por el presente BOLETO DE COMPRA VENTA dentro de los sesenta (60) días de producido el deceso, y si así no lo hicieran transcurrido el plazo aludido o incurrieran en incumplimiento de algunas de las obligaciones de EL COMPRADOR establecidas en este BOLETO DE COMPRA VENTA, EL VENDEDOR podrá, sin necesidad de notificación o interpelación alguna, proceder conforme a lo estipulado en la Cláusula Octava.

OCTAVA: INCUMPLIMIENTO

Mora: En caso de incumplimiento, la mora se producirá de pleno derecho, en forma automática por el mero vencimiento de los plazos, sin necesidad de interpelación de ninguna naturaleza.

Incumplimiento del COMPRADOR: La falta de pago en término de cualquiera de las sumas adeudadas que deba abonar EL COMPRADOR, su no comparencia a escriturar o el incumplimiento de cualquiera de las disposiciones del presente BOLETO DE COMPRAVENTA y/o sus anexos, producirá su mora de pleno derecho, sin necesidad de interpelación, ni notificación de ninguna especie, quedando autorizado EL VENDEDOR a proceder conforme a uno de los siguientes comportamientos, a su facultativa y completa elección:

Declarar resuelto y sin efecto en forma inmediata lo pactado en el presente boleto, inclusive en caso de existir principio de ejecución del mismo y/o entrega de la posesión, sin necesidad de requerimiento, interpelación o gestión judicial de ninguna naturaleza, debiendo EL COMPRADOR abonar a EL VENDEDOR una indemnización equivalente al 15 por ciento (15 %) del precio total pactado en la Cláusula Segunda del presente boleto. EL VENDEDOR podrá hacer efectivo este importe sobre cualquier bien de EL COMPRADOR y sobre toda suma entregada por la misma que, por cualquier concepto, se encuentre en su poder y sin perjuicio que EL VENDEDOR disponga de inmediato y libremente de la Unidad comprometida en venta. De existir sumas excedentes, EL VENDEDOR las pondrá a disposición de EL COMPRADOR, mediante consignación ante escribano público en moneda nacional conforme a alguna de las opciones contempladas en la Cláusula segunda del presente. Esta suma no devengará intereses ni será pasible de actualización a partir de la fecha de su entrega a la escribanía. EL VENDEDOR podrá deducir antes de consignar el saldo, además de la pena pactada más arriba, todos los costos de sellado, comisiones bancarias, telegramas, honorarios de escribano y otros que le significare la resolución. Queda establecido que, si EL COMPRADOR estuviese en posesión de El Inmueble vendido, deberá restituirlo de inmediato libre de ocupantes, inquilinos o intrusos, debiendo abonar en concepto de Cláusula penal el 0,5% del precio total pactado en la Cláusula Segunda por cada día de demora en hacerlo, pudiendo esta multa hacerse efectiva del mismo modo que la indemnización. EL VENDEDOR queda autorizado por el presente para inscribir en el Registro de la Propiedad Inmueble la eventual resolución.

Exigir en forma inmediata a EL COMPRADOR, el íntegro cumplimiento de sus obligaciones, con caducidad de los plazos pactados. En caso que el incumplimiento se produjera por falta de pago en término de una suma adeudada, EL COMPRADOR abonará a EL VENDEDOR, además de las cuotas de capital y su eventual actualización, un interés punitivo mensual equivalente a 2% mensual de la tasa activa en Pesos del Banco de la Nación Argentina, para operaciones de descuento a 30 días, que correrá desde la fecha del incumplimiento de la obligación hasta el día de la cancelación total de la deuda impaga y sus intereses. En caso que el incumplimiento se derivara de la falta de concurrencia a suscribir la escritura traslativa de dominio cuando fuese citado de acuerdo a lo establecido en la Cláusula Quinta del presente boleto, deberá abonar a EL VENDEDOR, en concepto de Cláusula penal el porcentaje de 0,25% por cada día de demora en concurrir a firmar la escritura traslativa de dominio.

La presente Cláusula es aplicable en su totalidad a los herederos de EL COMPRADOR en caso de incumplimiento de lo establecido en el presente BOLETO DE COMPRA VENTA o de cualquiera de las obligaciones derivadas del mismo.

En caso de que EL VENDEDOR hubiese optado por exigir el cumplimiento podrá desistir, sin costas, en cualquier momento y optar por la resolución conforme a los términos establecidos en la presente cláusula.

El COMPRADOR renuncia a arrepentirse unilateralmente de este contrato, invocar imprevisión y/o a solicitar reajustes de precio y/o condiciones o cualquier otra teoría o resolución que pudiese dictarse que contradiga las bases y condiciones de pago de la presente compra-venta pactada y aprobada por ambas partes de común y amigable acuerdo bajo la suscripción del presente.

NOVENA: TRANSFERENCIA Y/O CESION

El COMPRADOR no podrá transferir a terceros, bajo ningún título, los derechos y obligaciones emergentes del presente contrato sin la conformidad previa y expresa por escrito de LA VENDEDORA.

Esta restricción se funda en las obligaciones, cargas y compromisos que resultan del presente contrato, y en que las condiciones personales y comerciales de las PARTES han sido especialmente tenidas en cuenta por las mismas para formalizar el contrato.

En virtud que las obligaciones asumidas por EL COMPRADOR son obligaciones intuitu personae, y que el mismo ha sido objeto de crédito, EL COMPRADOR no podrá ceder ninguno de sus beneficios, derechos, acciones, deberes, cargas, ni obligaciones, emanados del presente BOLETO DE COMPRAVENTA, sin el previo consentimiento por escrito del VENDEDOR, en su carácter de titular fiduciario, y siempre que en forma simultánea a la firma del instrumento de cesión, EL COMPRADOR, como cláusula penal, deposite o transfiera a la cuenta corriente fiduciaria del Fideicomiso un importe equivalente al 20% calculado sobre la diferencia entre el precio debido bajo este BOLETO DE COMPRA VENTA a y el precio pactado en la cesión de este BOLETO DE COMPRA VENTA con un tercero.-

DECIMA: SUBDIVISIÓN y REGLAMENTO.

Una vez finalizada la construcción de la totalidad de las unidades, las mismas serán incorporadas al régimen de Propiedad Horizontal (Ley 13.512, sus modificatorias y decretos reglamentarios). La venta comprende la propiedad exclusiva de las Unidades, así como de las PARTES comunes del Inmueble y un espacio para cochera cuya individualización se detalla en Anexo IV; croquis que pasara a formar parte del reglamento.

DECIMA PRIMERA: DIVISIBILIDAD e INTERPRETACION. Medidas PRECAUTORIAS

Si alguna cláusula del presente, por cualquier causa fuera declarada invalida, cada decisión o determinación no afectara la eficacia de las cláusulas restantes y estas conservaran fuerza y efecto como si el BOLETO de COMPRA VENTA hubiera sido celebrado sin la parte invalidante y cuando una cláusula del BOLETO de COMPRA VENTA fuera declarada ilegal, invalida, nula o de cualquier otro modo inejecutable, las partes utilizarán sus mejores esfuerzos para negociar una cláusula en forma o sustancia de idénticos efectos o propósitos que aquellos de la disposición desechada, remediando todo defecto legal que pudiere haberse determinado.

En caso de controversia judicial entre EL COMPRADOR y EL VENDEDOR, las medidas precautorias que se dictaren a pedido del primero solo podrán afectar la unidad objeto de esta venta. Si el inmueble no estuviera aún dividido en propiedad horizontal, EL VENDEDOR podrá, a efectos de suplir las medidas precautorias, depositar a la orden del Juez en los autos respectivos, la suma que ya hubiese sido abonada por EL COMPRADOR con más un 15 % para cubrir los eventuales gastos de litigio u obtener una fianza bancaria por igual monto. Practicada la división podrá retirar los depósitos que hubiere efectuado y dejar sin efecto la fianza. De esta manera EL COMPRADOR renuncia, y le queda terminantemente negado el derecho a enervar, trabar o afectar de manera alguna, la libre y absoluta disponibilidad del resto del edificio y/o de las unidades ajenas al litigio, renunciando y quedándole terminantemente negado solicitar acotaciones de embargos, litis, inhibiciones totales o parciales y en general medidas precautorias de ninguna naturaleza que pudieran afectar la libre y absoluta disponibilidad de las unidades ajenas al litigio, y si violando esa cláusula solicitara y obtuviera tales restricciones, EL VENDEDOR podrá requerir su levantamiento, con más una multa penal equivalente al 0,2 % diario del precio de venta de la unidad, por todo el tiempo que se prolongue la interdicción, siendo esta multa penal a cargo de EL COMPRADOR.

DECIMO SEGUNDA: ADMINISTRACION.

Durante diez (10) años contados desde la fecha en que se otorgue el Reglamento de Copropiedad y Administración en el Registro de la Propiedad, EL VENDEDOR se reserva el derecho de ejercer el cargo de Administrador del Consorcio por sí, o el de designar a quien habrá de ejercerlo. Dicha reserva es de obligatoria inclusión en el Reglamento de Copropiedad y Administración

DECIMO TERCERA: MODIFICACIONES NO AUTORIZADAS.

EL COMPRADOR no podrá realizar modificaciones ni obras adicionales, ni alterar PARTES propias de lo adquirido hasta tanto estén expendidos los certificados finales de obra y planos respectivos de la Municipalidad de General Pueyrredón de la Ciudad de Mar del Plata y demás organismos y reparticiones competentes. Si violara esta disposición será responsable de los daños y perjuicios que pudiera ocasionar la demora en la expedición de dichos certificados. TAMPOCO PODRÁ REALIZAR MODIFICACIONES SIN PREVIA CONFORMIDAD DE LA

TOTALIDAD DE LOS COPROPIETARIOS DEL EMPRENDIMIENTO INMOBILIARIO dentro del cual se emplaza la UNIDAD ADQUIRIDA EN ESTE ACTO.

DECIMO CUARTA: ASESORAMIENTO

Las PARTES dejan expresa constancia de haber requerido para la suscripción del presente BOLETO DE COMPRA VENTA el debido asesoramiento jurídico, contable, financiero y técnico, por lo que no podrán alegar en el futuro vicios de consentimiento o cualquier otra acción que pudiera disminuir, modificar o enervar las condiciones pactadas en el presente. EL COMPRADOR declara conocer las disposiciones que regulan al presente la operatoria y en particular el Decreto 905 del 31 de mayo del 2002 y las resoluciones 670 del 22/11/02, 169 del 14/03/03, 229 del 2003 del Ministerio de Economía, y la resolución 26 del 9/06/03, del Ministerio de Economía y Producción del 9/06/03.

DECIMO QUINTA: Derecho de Construcción (sobreelevar)

EL VENDEDOR se reserva el derecho de modificar la obra de anteproyecto "aprobados" en fecha 04/11/2010 por la Municipalidad de Gral. Pueyrredón que corren por Expediente Municipal No. 11015-8-08, hasta el porcentaje admitido por el código de ordenamiento territorial.

EL COMPRADOR toma conocimiento, que EL VENDEDOR se reserva los derechos de sobre elevación, publicidad en aire y luz, medianeras, y comercialización de dichos espacios, ya sea con la instalación de carteles, antenas, u otros medios o sistemas.-

Al momento de escriturarse la unidad y redactarse el reglamento respectivo el plano que en definitiva resulte aprobado pasara a ser parte integrante del mismo y aceptado por EL COMPRADOR. Dicha reserva es de obligatoria inclusión en el Reglamento de Copropiedad y Administración.

DECIMO SEXTA: LEY APLICABLE y JURISDICCIÓN

Para todos los efectos legales y judiciales emergentes del presente contrato, las partes se someten a la jurisdicción de los Tribunales del Departamento Judicial Mar del Plata, con renuncia a cualquier otro fuero o jurisdicción que les pudiese corresponder, y constituyen domicilios especiales en los consignados al principio, donde se tendrán por válidas todas las notificaciones judiciales o extrajudiciales que se practiquen.- Renuncia EL COMPRADOR a recusar sin causa al Juzgado interviniente.

En caso de cambio de domicilio de alguna de las PARTES, para que el mismo produzca efectos, deberá ser fehacientemente notificado.

DECIMO SEPTIMA: FACULTADES RESERVADAS.

EL VENDEDOR se reserva las siguientes facultades:

Negociar y contratar en forma global para todas las unidades del Consorcio en caso de obtener condiciones y costos preferenciales, los siguientes servicios: a) línea telefónica externa para todas y cada una de las unidades siempre que se obtengan instalación sin cargo y abono preferencial; b) TV por cable y/o satelital, con inclusión del abono global en las expensas comunes; c) Internet, y demás servicios que mejoren el funcionamiento del edificio en general.- Otorgar servidumbres de luces y vistas a favor de los predios vecinos y/o recibir de estas servidumbres a favor del conjunto, con el objeto de tener injerencia en la definición estética de los futuros edificios linderos en beneficio de todo el conjunto, por el término de 5 (cinco) años mientras existan unidades sin vender.- La VENDEDORA. queda autorizada a utilizar alguno de los locales comunes de los destinados a SUM, u otro, o alguna de las unidades funcionales de su propiedad, para atención de interesados y promoción de ventas, así como a mostrar sus unidades y transitar con interesados por los sectores y circulaciones comunes.-

En prueba de conformidad se firman dos (2) ejemplares de igual tenor y a un mismo efecto, todos con sus correspondientes Anexos, quedando un juego en poder de EL COMPRADOR, en la Ciudad de Mar del Plata Provincia de Buenos Aires, a los (28) veintiocho días del mes de Septiembre de 2013

COMPRADOR
NIETO Sergio Edgardo
DNI 23.376.765

VENDEDOR
COMPANY Gustavo R
DNI 18.127.147

Bibliografía y Fuentes consultadas

<u>Capítulos 1 al 6</u>

MACROECONOMIA. Edición Mc Graw Hill-5ta Edición-DORNBUSH y FISHER-1975

MACROECONOMIA-DE PABLO Juan Carlos, Amorrortu. Bs.As 1975

MICROECONOMIA- Raquel Rosenberg- 2da Edición-Librería El Ateneo 2da Edición Febrero 1993.

CRECIMIENTO ECONOMICO- Principales teorías desde Peines - Miguel Ángel Galindo-Graciela Malgesini - Editorial MC GRAW HILL-1ERA Edición 1994

LOS 12 ECONOMISTAS MÁS IMPORTANTES de la HISTORIA-Rene Luchinger - GRUPO EDITORIAL NORMA-1ERA Edición Septiembre 2011

De SMITH a KEYNES-SIETE LECCIONES DE HISTORIA del PENSAMIENTO ECONOMICO - Axel Kicillof - Eudeba-1era Edición-Octubre 2010

ANÁLISIS de COYUNTURA-Políticas ANTIINFLACIONARIAS del CPCEPBA-junio 2013-año 14 NRO 73

Selección de INVERSIONES “Introducción a la teoría de la cartera”-Mesutti-Alvarez-Graffi-Julio 2001

EVALUACION de PROYECTOS INMOBILIARIOS-Mario GOMEZ/David TODISCO-BRE Bienes Raíces Ediciones-Primera Edición 2006

IARAF Construcción: Actividad, precios y rentabilidad. INFORME ECONOMICO nro 214 (11 de Abril de 2013)

Ensayo s/MACROECONOMIA: Breve historia y conceptos básicos. Felix Jiménez Octubre 1999

La Evolución de la Política Económica y Social en Argentina, Chile y Perú: Una visión comparativa-Giancarlo Marchesi Febrero 2004

Desarrollo basado en pregunta: **Como afecta una “ola de liquidez loca” en proyecto Ciudad Maria**-Materia ANÁLISIS ECONOMICO-Curso MDI 2012-Autor: COMPANY Gustavo Ruben

Periódicos consultados:

El CRONISTA COMERCIAL

CLARIN

PAGINA 12

iProfesional

Infobae

Informes CONSTRUYA

Paginas Web consultadas: *según cuerpo principal del trabajo en NOTAS al pie.*

Capítulos 7 al 11

EL MERCADO INMOBILIARIO y la Preparación de Proyectos. Edición Cdi Consult S.R.L.- 2da Edición-Dr. FRANCESCHINI Juan Carlos Abril 2006

MARKETING para desarrollos inmobiliarios – Creando Real State con valor agregado – ORTOLA MARTINBEZ Gustavo, Bienes Raíces ediciones BRE- 1era Edición 27/06/2013

DESARROLLOS INMOBILIARIOS EXITOSOS- Como detectar oportunidades, estructurar proyectos y financiar negocios- Damián Tabakman - Bienes Raíces ediciones BRE- 1era Edición 2006

MARKETING Inmobiliario aplicado-Jorge A. ALONSO - Bienes Raíces ediciones BRE- 1era Edición 2007

EI ABC del LIDERAZGO-Jhon C. Maxwell- 1era edición V&R 2007

EI ABC de la ACTITUD-Jhon C. Maxwell- 1era edición V&R 2012

Estudio de Viabilidad de un proyecto de vivienda social unifamiliar en un terreno de propiedad privada – Carlos Hoyos Vertiz- Tesis para Magíster en Gestión y Dirección de Empresas Constructoras - Octubre 2008

EVALUACION de PROYECTOS INMOBILIARIOS-Mario GOMEZ/David TODISCO-BRE Bienes Raíces Ediciones-Primera Edición 2006

Dinámica demográfica y configuración territorial de Mar del Plata y el Partido de General Pueyrredón en la segunda mitad del siglo XX. UNMDP - Lucero Patricia Iris

Trabajo de COSTOS- MDI – Ciudad Maria - Materia COSTOS-Curso MDI 2012

Periódicos consultados:

EI CRONISTA COMERCIAL

Informes CONSTRUYA

Real State Mar del Plata – La inversión que se disfruta

Páginas Web consultadas y otros: *según cuerpo principal del trabajo en NOTAS al pie.*

Capítulos 12 al 16

EL MERCADO INMOBILIARIO y la Preparación de Proyectos. Edición Cdi Consult S.R.L.- 2da Edición-Dr. FRANCESCHINI Juan Carlos Abril 2006

TRATADO de FIDEICOMISO – Gabriel GOTLIB, Mario A. CARREGAL, Fernando VAQUERO (Directores) y Carla Marina GRUSKIN (Coordinadora) Thompson Reuters LA LEY- 1era Edición TOMO I y II- SETIEMBRE 2013

TRATADO de FIDEICOMISO – Claudio M. KIPER/Silvio V. LISOPRAWSKI- Editorial LexisNexis 2003

DESARROLLOS INMOBILIARIOS EXITOSOS- Como detectar oportunidades, estructurar proyectos y financiar negocios- Damián Tabakman - Bienes Raíces ediciones BRE- 1era Edición 2006

EVALUACION de proyectos de inversión inmobiliarios – Ing. Civil Martín R. Repetto Alcorta *Carrera de Especialización en Gerenciamiento y Dirección de Proyectos y Obras (GeO)* Facultad de Arquitectura, Diseño y Urbanismo - Octubre 2008

EVALUACION de PROYECTOS INMOBILIARIOS-Mario GOMEZ/David TISOCCO-BRE Bienes Raíces Ediciones-Primera Edición 2006.

CÁLCULO FINANCIERO. Teoría y Ejercicios – Adolfo Aparicio, Rocío Gallego, Antonio Ibarra y Jose Ramón- Editorial: Thomson (Paraninfo) edición: 2da edición (2000)

Cursos y Seminarios de actualización ERREPAR según detalle en cuerpo del trabajo.
Autores:

ZILLI Osvaldo, BALAN Osvaldo, EGUÍA José Luís y PAPA Rodolfo. A quienes agradezco el empeño puesto de manifiesto en sus exposiciones y permitieron concluir este trabajo.

Periódicos consultados:

Diario de Economía y Negocios de Perú- Artículos de Raúl Lira Briceño

Páginas Web consultadas y otros: *según cuerpo principal del trabajo en NOTAS al pie.*