

RESUMEN EJECUTIVO

Teniendo en cuenta que el mercado de la construcción representa una actividad muy importante dentro de la economía de cualquier país, y a la gran cantidad de actividades que involucra en su desarrollo, la realización de un proyecto de esta naturaleza requiere una precisa planificación en aspectos muy diversos y complejos, entre los que se destacan el estudio de mercado y financiero, para determinar la conveniencia de su ejecución.

La realización de un proyecto de inversión financiándolo a través de la creación de un Fideicomiso, busca desarrollar íntegramente y utilizar una forma jurídica que ha tenido un importante auge en los últimos años en nuestro país, especialmente en proyectos de desarrollo inmobiliario, para determinar sus ventajas y desventajas potenciales respecto a otras formas jurídicas posibles de implementar en un proyecto de esta naturaleza.

Lo que se busca con la creación de un Fideicomiso es la obtención de financiamiento para la ejecución del proyecto de inversión en el campo inmobiliario, a la vez que se pretende lograr una seguridad jurídica para todas las partes intervinientes por medio de esta figura. *“El fideicomiso no constituye un fin en sí mismo, sino, en verdad, un vehículo apto para dotar de mayor seguridad jurídica a un determinado negocio...”*¹

Para ello el trabajo se basa en la realización del proyecto para ser ejecutado por la empresa constructora Tesón S.A., la cual tiene una gran experiencia en la construcción de edificios, y que no sólo aportó gran parte de la información con la que se generó este trabajo, sino que se presenta como un eventual inversor en el Fideicomiso creado. Por último, se concluye que la realización de este proyecto se presenta como atractivo, superando las etapas de análisis de viabilidad en lo que respecta al mercado al que se apunta y a la rentabilidad proyectada para el futuro.

Palabras clave

Fideicomiso, industria de la construcción, mercado inmobiliario, Tesón S.A., Valor Actual Neto (VAN).

¹ Soler Osvaldo H. y Asociados. Link: <http://www.soler.com.ar/especiales/fid002.htm>

INDICE

I - PRESENTACIÓN DEL PROYECTO

I.1 Definición del tema	7
I.2 Introducción	7
I.3 Definición de los objetivos	9
I.3.1 Objetivo General	9
I.3.2 Objetivos Específicos	9
I.3.3 Alcances y Limitaciones	9

II – MARCO METODOLÓGICO

II.1 Metodología	10
II.1.1 Revisión Bibliográfica	10
II.1.2 Publicaciones Periódicas	10
II.1.3 Consultas Online	11
II.1.4 Entrevistas Personales	11

III – MARCO TEÓRICO

III.1 Proyecto de Inversión	12
III.1.1 Estudio de Mercado	14
III.1.2 Estudio Técnico	15
III.1.3 Estudio Financiero	15
III.1.4 Estudio de la Organización	16
III.1.5 Estudio Ambiental	16
III.2 Fideicomiso	16
III.2.1 Ley 24.441: Contrato de Fideicomiso	18
III.2.2 Definición de las partes del contrato	19
III.2.3 Fideicomisos inmobiliarios	20
III.2.4 Bienes objeto de un fideicomiso	21
III.2.5 Extinción del Fideicomiso	22

IV – ANÁLISIS DE VIABILIDAD COMERCIAL

IV.1 La ciudad de Córdoba	23
IV.2 Demografía en Córdoba	24
IV.3 Universidades de Córdoba y sus estudiantes	26
IV.4 Córdoba y los roles del campo y la tecnología	28
IV.5 Escenario del Mercado Inmobiliario	30
IV.6 El Crédito en Argentina	34
IV.7 El mercado meta: los inversores y los consumidores	38
IV.8 La construcción en Córdoba	43
IV.9 Costos en la construcción	47
IV.10 La Competencia en el sector	49
IV.11 Conclusión de la viabilidad del mercado	50
IV.12 Análisis impositivo	53
IV.12.1 Finalidad - Negocio	53
IV.12.2 Características de los fideicomisos (Ley 24441)	53
IV.12.3 Materia tributaria	54
IV.12.4 Impuesto a las Ganancias: Situación de los Fiduciantes Inmobiliarios - Beneficiarios	54
IV.12.5 Situación de Fideicomiso	56
IV.12.6 Monotributo	56
IV.12.7 Impuesto al Valor Agregado	57
IV.12.8 Impuesto Sobre los Ingresos Brutos - Córdoba	58
IV.12.9 Contribución que incide sobre la actividad Comercial, Industrial y de Servicios - Municipalidad de Córdoba	58

V – ANÁLISIS DE VIABILIDAD TÉCNICA

V.1 Estructura propuesta del fideicomiso	60
V.2 Partes del Fideicomiso, sus obligaciones y derechos	60
V.3 Localización del proyecto: decisión del lote a utilizar	61

V.3.1 Conclusión de la decisión de la localización	66
V.4 Presentación de la empresa Tesón S.A.	68

VI – ANÁLISIS DE VIABILIDAD FINANCIERA

VI.1 Estructura de costos del proyecto	70
VI.1.1 Diseño del edificio y cálculos de superficies	70
VI.1.2 Cálculo de costos directos e indirectos	72
VI.1.3 Cálculo de financiación e ingresos	77
VI.2 Cálculo de indicadores financieros	81
VI.3 Conclusión de viabilidad financiera y recomendaciones finales	84

VII - BIBLIOGRAFÍA

VII Bibliografía	86
------------------------	----

VIII - ANEXOS

VIII ANEXOS	89
-------------------	----

IX - GRÁFICOS

1 . Las partes de un Fideicomiso	16
2 . Esquema básico de Fideicomiso	18
3 . Evolución de la población desde 1895	25
4 . Variación interanual de alumnos y nuevos inscriptos en las universidades Consideradas. Período 2003 - 2008	28
5 . Crecimiento PBI vs. Crecimiento del PBI Construcciones	32
6 . Si Ud. contara con \$300.000 de ahorro, en que los invertiría?	40
7 . Mapa del barrio Nueva Córdoba y localización de los lotes disponibles para realizar el proyecto	65

X - TABLAS

1 . Evolución de la población desde 1895	25
2 . Composición de la población estudiantil de la UNC	27
3 . Incidencia de valor (U\$S) por M2 de los terrenos analizados	66
4 . Distribución por unidades y características	71
5 . Cálculos totales de metros construidos para el edificio	71
6 . Costos directos e Indirectos	77
7 . Comportamiento de los egresos durante el período de construcción	80
8 . Ingresos estimados por ventas de las unidades a valor de mercado Presente	81
9 . Esquema de Ingresos y Egresos para los tres escenarios planteados	84



I - PRESENTACIÓN DEL PROYECTO

I.1 Definición del tema

En el presente trabajo final de grado se desarrollará en su totalidad la formulación y evaluación de un proyecto de inversión inmobiliario para la construcción de un edificio de departamentos y locales comerciales en la ciudad de Córdoba Capital.

Se analizará la posibilidad de financiarlo a través de la figura de Fideicomiso.

I.2 Introducción

La elección de realizar un proyecto de inversión inmobiliario está íntimamente ligada a la actividad profesional y personal del alumno, la cual le ha aportado conocimientos y herramientas para lograr, junto con conocimientos e información complementarios que se lograrán luego de una exhaustiva búsqueda y análisis, desarrollar un proyecto de inversión propio dentro de este campo.

El mercado de la construcción representa una actividad muy importante dentro de la economía de cualquier país, teniendo una importante participación dentro del PBI de los mismos (para el mes de Septiembre de 2007, esta representó aproximadamente un 23% del PIB en la Argentina)² y se interrelaciona con muchos sectores productivos y de servicios con los que interactúa. Esto genera los llamados “*eslabonamientos*”³ en una economía, tan importantes para que el nivel de actividad se potencie en un país.

La razón por la cual se propone la realización del presente proyecto de inversión financiándolo a través de la creación de un Fideicomiso, es la de lograr desarrollar íntegramente una forma jurídica que ha tenido un importante auge en los últimos años en nuestro país, especialmente en proyectos de desarrollo inmobiliario, y

² El Inmobiliario.com Web, <http://elinmobiliario.com/blog/argentina-la-contruccion-representa-un-23-del-pib-nacional/>

³ El concepto de encadenamientos productivos “*linkages*” lo propuso Albert Hirschman (Hirschman, A (1957), *The Strategy of Economic Development*, New Haven, Yale University Press, y Hirschman, A (1977) *A generalized linkage approach to development with special reference to staples*, *Essays on Economic Development and Cultural Change in honor of Bert Hoselitz*, vol,25, supplement, University of Chicago Press, Chicago), y representa “*la fuerza con la cual inversiones productivas inducen la realización de otras inversiones relacionadas*”.-

determinar sus particularidades en cuanto a sus ventajas y desventajas potenciales respecto a otras formas jurídicas posibles de implementar.

Lo que se busca es la obtención de financiamiento de terceros (personas físicas y/o jurídicas) para la ejecución del proyecto de inversión en el campo inmobiliario, a la vez que se pretende lograr una seguridad jurídica para todas las partes intervinientes por medio de esta figura. Esto queda claramente plasmado en la siguiente definición: *“El fideicomiso no constituye un fin en sí mismo, sino, en verdad, un vehículo apto para dotar de mayor seguridad jurídica a un determinado negocio...”*.⁴

En los últimos años, y puntualmente a partir de fines del año 2001, se han producido una serie de situaciones a nivel político, económico y social que han traído consecuencias en nuestro país, entre las que se presenta el fenómeno de la desnaturalización del sistema bancario (corralito, fuga de capitales, default), lo cual se manifiesta a través de la falta de crédito, o el encarecimiento del mismo. Por esta razón, la búsqueda de otras alternativas de financiamiento resulta indispensable, a fin de obtener recursos para reactivar las actividades productivas, ya que toda economía necesita del crédito para funcionar.

La importancia de lograr desarrollar un proyecto bajo el marco de esta figura no se limita al presente trabajo, sino que también, y teniendo en cuenta la flexibilidad y características de esta figura, puede ser aplicada a cualquier tipo de proyecto o negocio que se quiera emprender en cualquier campo.

⁴ Soler Osvaldo H. y Asociados. Link: <http://www.soler.com.ar/especiales/fid002.htm>

I.3 DEFINICIÓN DE LOS OBJETIVOS

I.3.1 Objetivo General

El objetivo general es formular y evaluar un proyecto de inversión inmobiliario en la ciudad de Córdoba Capital, financiado a través de la figura de Fideicomiso, determinando así la factibilidad de la realización del mismo.

I.3.2 Objetivos Específicos

- Determinar la viabilidad técnica, socio-económica, comercial, financiera y ambiental del proyecto.
- Relevar y analizar los aspectos legales involucrados en un Fideicomiso e identificar ventajas y desventajas de esta figura.
- Evaluar las ventajas y desventajas que representa la realización de este proyecto en cuanto a la obtención y flujos de fondos, riesgos y a los rendimientos obtenidos para las partes intervinientes.
- Analizar las ventajas y desventajas impositivas de realizar el proyecto a través de un Fideicomiso.
- Identificar los potenciales inversores.

I.3.3 Alcances y Limitaciones

Este estudio se realizará para obtener la factibilidad de la concreción de un proyecto de inversión inmobiliario en la ciudad de Córdoba Capital.

El proyecto será evaluado para un plazo de 4 años, debido a que es el tiempo estimativo que lleva la preparación previa de todos los aspectos involucrados en el proyecto y su comercialización, hasta su culminación.

El presente trabajo se genera en base a la bibliografía e información recabada de diferentes fuentes que se referencian en el desarrollo, al contexto económico actual, el cual está en constante mutación dada la presente situación económica e histórica del país, y al contexto internacional por el que se está atravesando.

II – MARCO METODOLÓGICO

II.1 Metodología

Se han seleccionado las siguientes fuentes de información y metodología de análisis para la realización del proyecto de inversión inmobiliario “Fideicomiso Lonquimay”:

1. Revisión bibliográfica.
2. Publicaciones periódicas.
3. Consultas *Online*.
4. Entrevistas personales.

II.1.1 Revisión Bibliográfica

Esta consistió en la búsqueda de información relacionada con los temas abordados en el proyecto de inversión en bibliografía que ha sido estudiada durante el desarrollo de la carrera de Administración de Empresas en la Universidad Empresarial Siglo 21, y bibliografía específica en la temática tratada, recomendada por profesionales consultados, con la que se ha complementado dicha información. Los textos de referencia abarcan temáticas que van desde fideicomisos, leyes impositivas, finanzas, marketing, estrategia, logística y gestión ambiental, entre otros.⁵

II.1.2 Publicaciones Periódicas

Ha sido fundamental complementar la información abordada en la revisión bibliográfica con artículos periodísticos, tanto de diarios como de revistas especializadas, los que aportaron datos de actualidad y reflejaron acontecimientos de importancia en el rubro de la construcción, así como de la situación económico-financiera del país dentro de la que se encontró contextualizado el autor durante la realización del trabajo de investigación. De esa forma pudieron verse cuales fueron las tendencias en temas como nivel de actividad, aspectos de carácter normativo y legal,

⁵ La enumeración de libros consultados no es exhaustiva, simplemente busca dar una idea de los diferentes campos de conocimiento que han sido plasmados en el trabajo.-

información de entes oficiales, investigaciones sobre temas específicos, oferta y demanda, entre otros.

II.1.3 Consultas Online

Se llevó a cabo una minuciosa búsqueda de información en Internet, la que representó una poderosa fuente de información, de donde se obtuvieron aportes muy importantes para ahondar en la revisión bibliográfica.

De esta forma pudo accederse a información aportada por organizaciones o entidades tanto públicas como privadas, que en muchos casos son el único medio por el cual son brindadas al público; además de acceder a la información de una manera más rápida y fácil de procesar en comparación con otros medios.

II.1.4 Entrevistas Personales

Resultaron determinantes y de gran importancia los aportes realizados por la información obtenida en las entrevistas con personas que se desempeñan profesionalmente en diferentes rubros implicados en la construcción⁶, como también en aspectos financieros y legales. De esta manera se accedió a información de vital importancia por la pericia de los profesionales consultados en los temas que son de su especialidad y por la practicidad de los datos que estos aportaron, ya que muchas veces los libros brindan información de carácter “ideal”, la cual en la práctica suele aplicarse de manera considerablemente diferente. Esto se advierte en especial en temas relacionados con los fideicomisos, que son una figura muy flexible en cuanto a su diseño y ejecución en diferentes campos en los que se desee aplicarlos.

⁶ Ver ANEXO N°8.-

III - MARCO TEÓRICO

Resultó de carácter fundamental, a los fines de situar al presente trabajo dentro de un conjunto de conocimientos, otorgándole fundamento bibliográfico y teórico a los conceptos generales abordados a lo largo del mismo, y orientando la búsqueda y conceptualización adecuada de los términos que fueron utilizados.

El punto de partida para abordar este marco de referencia fueron los conocimientos previos de los temas involucrados, así como las enseñanzas y experiencias extraídas del trabajo de revisión bibliográfica⁷, y, fundamentalmente, de las entrevistas personales desarrolladas a lo largo de la realización del trabajo de investigación.

Asimismo, y mediante conceptos personales, se llegó a un entendimiento de las variables, las cuales fueron utilizadas como herramientas de este trabajo, con el objetivo de llegar a una mejor comprensión de todos los aspectos del proyecto de inversión desarrollado, evitando un abordaje acotado sólo a una perspectiva teórica y profesional de la temática. De esta manera, interpretando conceptos de distintos autores y con aportes propios, se buscó llegar a un nivel general de entendimiento.

A continuación se detallan las distintas herramientas y nociones utilizadas a lo largo de este análisis.

III.1 Proyecto de Inversión

“La preparación y evaluación de proyectos se ha transformado en un instrumento de uso prioritario entre los agentes económicos que participan en cualquiera de las etapas de la asignación de recursos para implementar iniciativas de inversión(...) Un proyecto no es más ni menos que la búsqueda de una solución inteligente al planteamiento de un problema tendiente a resolver, entre tantas, una necesidad humana (...) El proyecto surge como respuesta a una “idea” que busca(...)la forma para aprovechar una oportunidad de negocio”⁸.

⁷ Se tomó como principal referencia a los autores Nassir y Reinaldo Sapag Chain con su trabajo “Preparación y evaluación de proyectos”, bibliografía base de la materia Formulación y Evaluación de Proyectos de Inversión, la cuál fue la base de la formación en el tema para el alumno.-

⁸ Sapag Chain N. y R. “Preparación y evaluación de proyectos”, Cuarta ed. McGraw-Hill 2003, pp 1.-

La formulación y evaluación de proyectos de inversión es un proceso interdisciplinario, ya que, durante la elaboración de un estudio de este tipo, intervienen conceptos y herramientas de diferentes disciplinas como: estadística, investigación de mercados, ingeniería de proyectos, contabilidad (costos, resultados, balances proyectados), finanzas (rendimientos, riesgos, etc.), fiscal, economía, etc. Tal como lo plantea *Sapag Chain*, este procedimiento tiene como resultado un estudio completo acerca de la viabilidad técnica, económica y de mercado que sirve para proporcionar más información a fin de decidir sobre la realización o rechazo de alguna inversión o proyecto bajo estudio.

Por lo tanto, un proyecto es una propuesta de acción técnico económica para resolver una necesidad utilizando un conjunto de recursos disponibles, los cuales pueden ser humanos, materiales y tecnológicos entre otros, y permiten al emprendedor evaluar si la idea es viable en todos los aspectos involucrados (legal, técnico, económico, ambiental, etc.). Este comprende desde la intención o pensamiento de ejecutar algo hasta el término o puesta en marcha del mismo, y responde a una decisión sobre uso de recursos con algún o algunos de los objetivos, a incrementar, mantener o mejorar la producción de bienes o la prestación de servicios.

*“La planeación de largo alcance es un medio de pensar sistemáticamente en el futuro y de anticipar los posibles problemas antes de que se presenten. Por supuesto, no hay espejos mágicos, de manera que lo más que se puede esperar es un procedimiento lógico y organizado para explorar lo desconocido(...)”*⁹ A pesar de que esta definición está planteada hacia el campo de la planeación financiera, no escapa a lo que se busca en un proyecto de inversión de cualquier tipo: establecer una metodología de trabajo en la que se contemplen todos los aspectos intervinientes, e intentar anticipar, dentro de lo posible, lo que sucederá en el futuro, y así tomar decisiones fundamentadas en base a información y análisis de variables, y no de manera intuitiva.

Hay que destacar que bajo esta forma de trabajo no se asegura ningún resultado, ya que se está siempre suponiendo y estableciendo relaciones y resultados en base al futuro, que es siempre incierto. De lo único que se dispone es de información histórica

⁹ Ross Stephen A., Westerfield R., Jordan B. “Fundamentos de Finanzas Corporativas”, 7ma Ed. McGraw-Hill 2006, pp. 90.-

y de herramientas para procesarla en base al conocimiento de quien las utilice e interprete.

En general, son cinco los estudios principales a realizar para evaluar un proyecto de inversión: estudio de mercado, técnico, organizacional, financiero y de impacto ambiental¹⁰. *“Cada uno de estos seis elementos señalados puede, de una u otra forma, determinar que un proyecto no se concrete en la realidad”*¹¹.

III.1.1 Estudio de Mercado

Este estudio indicará *“si el mercado es o no sensible al bien o servicio producido por el proyecto y la aceptabilidad que tendría en su consumo o uso...”*.

El objetivo aquí es estimar y evaluar la demanda y las reglas de juego en el mercado para así proyectar las ventas. Lo primero es definir el producto o servicio: ¿Qué es?, ¿Para qué sirve?, ¿Cuál es su "unidad" de medida?, ¿Quiénes serán los consumidores/usuarios del producto/servicio?; después se debe ver cuál es la demanda de este producto/bien, quién lo compra, y cuánto se compra en la ciudad o en el área donde está el mercado objetivo.

Una vez determinado lo anterior, se debe estudiar la oferta del bien en cuestión, es decir, la competencia: ¿De dónde lo obtiene el mercado ahora?, ¿Cuántos oferentes o puntos de venta hay?, llegando a una estimación de la oferta.

De la oferta y demanda se determinará cuánto será lo que se oferte (tamaño del proyecto), y a qué precio; este será el presupuesto de ventas. Un presupuesto es una proyección a futuro. *“La planificación constituye un proceso mediador entre el futuro y el presente... El futuro, construido por todos nosotros, incidirá en cada agente económico ahora, en el momento en que se debe efectuar el proceso de evaluar un proyecto cuyos efectos se esperan para mañana. Ese mañana afecta al presente, que es cuando se puede hacer algo para estar en condiciones de aprovechar las*

¹⁰ Este último ha cobrado gran importancia en los últimos años debido a la creciente concientización de la sociedad lo cual ha también generado la aparición de normativas legales muy exigentes que deben ser cumplimentadas y respetadas para evitar consecuencias no deseadas en el medio ambiente del entorno donde se desarrolle el proyecto.-

¹¹ Sapag Chain N. y R. “Preparación y evaluación de proyectos”, Cuarta ed. McGraw-Hill 2003, pp 15.-

*oportunidades del futuro*¹². Por ende, lo que se busca con el estudio de mercado es investigar y cuantificar esas “oportunidades del futuro” y así determinar si habrá demanda para lo que se busca ofrecer en el mercado.

III.1.2 Estudio Técnico

En este punto se procede a diseñar cómo se producirá aquello que se venderá. Aquí se “(...) estudian las posibilidades materiales, físicas o químicas de producir el bien o servicio que desea generarse con el proyecto”¹³.

Si se elige una idea es porque se sabe o se puede investigar cómo se puede llevar a cabo la construcción del bien (para el caso de un inmueble), o porque alguna actividad gusta de modo especial. En el estudio técnico se define:

- Dónde ubicar el proyecto.
- Dónde obtener los materiales o materia prima, maquinaria e instrumentos, personal, etc.
- Qué tercerizar y qué realizar de manera directa.

En este estudio se describe qué proceso se va a usar y cuánto costará todo lo que se necesita para producir y vender. Estos serán los presupuestos de inversión y de gastos.

III.1.3 Estudio Financiero

En esta instancia se demuestra lo más importante de todo el proceso descrito hasta el momento: “¿La idea es rentable?”. Para saberlo se tienen que elaborar tres presupuestos: ventas, inversión y gastos, los que surgen de los estudios anteriores. Con esto se decidirá si el proyecto es viable, o si se necesitan realizar cambios, que pueden ser pequeños o en muchos casos drásticos, y hasta ser motivo de desistir de la realización del proyecto.

Hay que recordar que cualquier cambio en los presupuestos debe ser realista y alcanzable. Si la ganancia no llega a ser satisfactoria, aún considerando todos los

¹² Sapag Chain N. y R. “Preparación y evaluación de proyectos”, Cuarta ed. McGraw-Hill 2003, pp 9.-

¹³ IDEM Nº12, pp 16.-

cambios y opciones posibles, entonces el proyecto será "no viable" y se necesitará encontrar otra idea de inversión.

Así, después de modificaciones y cambios, y con la seguridad de que la idea es viable, entonces, se pasará a la próxima etapa.

III.1.4 Estudio de la Organización

Este estudio consiste en definir cómo se organizará la estructura de apoyo para llevar a cabo las actividades involucradas en el proyecto. Tal como lo advierte Sapag Chain, muchas veces no se le presta demasiada atención a este aspecto, y en la práctica hay numerosos proyectos que fracasan en su ejecución por falta de una estructura administrativa que brinde soporte al resto de las actividades.

Se busca determinar cómo se organizará en lo estructural y funcional la empresa, en la etapa de preparación, y durante la ejecución y posterior cierre del proyecto, además de definir qué régimen fiscal es más conveniente.

III.1.5 Estudio Ambiental

Cabe destacar también que existe un estudio adicional que debe ser realizado y que es de suma importancia dado el impacto y consecuencias que un proyecto pueda tener sobre el medio en el cual se desarrolla: el Estudio Ambiental.¹⁴

Este estudio busca identificar cuáles son todos aquellos aspectos del emprendimiento que se llevará a cabo que puedan tener un impacto sobre el medio ambiente. Aquí deben determinarse las posibles consecuencias del proyecto ante aspectos ambientales, como así también identificar las normativas y leyes ambientales a cumplimentar, además de la forma en que esto se implementará.

III.2 Fideicomiso

“Habrá fideicomiso cuando una o más personas (fiduciante/s) trasmita(n) la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en

¹⁴ Libro de Consulta para Evaluación Ambiental (Trabajo Técnico N. 139). Volumen I. Políticas, Procedimientos y Problemas Intersectoriales. Departamento de Medio Ambiente del Banco Mundial.-

beneficio de quien(es) se designe(n) en el contrato (beneficiario/s), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al(los) fiduciante(s) y/o al(los) beneficiario(s) o al (los) Fideicomisario(s).”¹⁵

Gráfico nº 1: Las partes de un Fideicomiso



Fuente: Estudio jurídico Lisoprawski <http://www.fideicomiso-asesor.com.ar/fideicomiso.htm>

El fideicomiso es el negocio mediante el cual una persona trasmite la propiedad de ciertos bienes con el objeto de que sean destinados a cumplir un fin determinado. En esta conceptualización genérica se destacan dos aspectos claramente definidos. Uno, la transferencia de la propiedad del bien; otro, un mandato en confianza.

“El fideicomiso no constituye un fin en sí mismo, sino, en verdad, un vehículo apto para dotar de mayor seguridad jurídica a un determinado negocio. El adquirente es el receptor de ciertos bienes, los que se mantienen separados del patrimonio de los demás sujetos que participan en el negocio y del suyo propio.

Bajo este instrumento la relación entre emisor y titular del bono se puede dividir en dos: la relación deudor-acreedor típica de cualquier instrumento de deuda, relación que sigue siendo directa entre emisor y titular; pero, las garantías contractuales provistas en el documento en beneficio de todos los tenedores constituyen una relación que va del emisor al fiduciario para que éste las ejerza en beneficio de los titulares. Esta doble relación es quizás uno de los mecanismos más efectivos para asegurar el tratamiento

¹⁵ Ley Nº 24.441-“Ley de Fideicomisos de la República Argentina”-, sancionada el 22.12.94 (B.O. 16.01.95) Definición de Fideicomiso, capítulo I.-

igualitario entre todos los titulares y crear un mecanismo de representación efectivo de sus derechos.”¹⁶

Gráfico nº 2: Esquema básico de Fideicomiso



Fuente: Web Estudio jurídico Lisoprawski , Link: <http://www.fideicomiso-asesor.com.ar/fideicomiso.htm>

III.2.1 Ley 24.441: Contrato de Fideicomiso

Esta ley fue sancionada por el Congreso de la Nación con fecha 22 de diciembre de 1994 y tiene por finalidad el "Financiamiento de la vivienda y la construcción", pero su contenido es múltiple.

El contrato de fideicomiso es consensual y, conforme a lo previsto por el art. 1140 del Cód. Civ., queda concluido para producir sus efectos desde que las partes manifiestan

¹⁶ Soler Osvaldo H. y Asociados. Link: <http://www.soler.com.ar/especiales/fid002.htm>

su consentimiento. No es un contrato real¹⁷ pues no depende su existencia de que se haga efectiva la transferencia de la propiedad. La sola manifestación de voluntad es lo que perfecciona el contrato.

La transmisión del bien produce el efecto jurídico de hacer nacer el patrimonio separado en cabeza del fiduciario, transformándose, así, en un bien fideicomitido.

III.2.2 Definición de las partes del contrato

Son dos las partes necesarias del contrato: el *Fiduciante* (o Fideicomitente o instituyente o constituyente), que es la persona que transmite los bienes, y el *Fiduciario* (o Fideicomitido), que es quien recibe-adquiere los bienes en propiedad fiduciaria. Existen en la figura legal otras dos personas como terceros interesados: el Beneficiario, quien percibe los beneficios que produzca el ejercicio de la propiedad fiduciaria por el Fiduciario, y el Fideicomisario, que es el destinatario final de los bienes fideicomitidos. Estos últimos no son partes del contrato. Los cuatro pueden ser personas físicas o jurídicas.

En el derecho, el Beneficiario y el Fideicomisario coinciden. Ahora bien, para esta ley (Ley N° 24.441) pueden ser distintos. Es facultad del Fiduciante, al constituir el Fideicomiso, disponer que las utilidades de los bienes a administrar por el Fiduciario (fideicomiso de administración/inversión) se entreguen a una o más personas que designa como "beneficiarios" y, al extinguirse, los bienes transmitidos se entreguen a otra u otras personas (físicas o jurídicas) como "fideicomisarios"; pero pueden también coincidir. Además, el fiduciante puede llegar a ser el Beneficiario y también el Fideicomisario, en cuyo caso los protagonistas del instituto se limitan a dos (las partes), o sea el Fiduciante y el Fiduciario.

¹⁷ Puede definirse al contrato real siguiendo al art. 1141 del Código Civil Argentino, como aquel que para ser concluido requiere la tradición de la cosa, objeto del mismo. Sobre el particular dice Maynz que se comprenden bajo denominación de contratos reales "los diversos casos en los cuales una persona se encuentra obligada por haber recibido de nosotros una cosa, que ha sido dada y aceptada." (Maynz Carlos. Curso de Derecho Romano. Segunda Edición tomo II pág. 321)

El Fiduciario, según el régimen creado, no puede ser beneficiario ni fideicomisario; es así que el contrato constitutivo no podrá dispensar al fiduciario "de la prohibición de adquirir para sí los bienes fideicomitidos".¹⁸

Lo que caracteriza a un fideicomiso es que constituye una transmisión de bienes que hace una parte (fiduciante) a la otra (fiduciario), bienes que deben estar individualizados en el contrato o, de no ser ello posible, constará la descripción de sus requisitos y características.

Lo adquirido por el fiduciario es calificado por la ley como Propiedad fiduciaria, quedando entendido que ella será Dominio fiduciario si se trata de cosas (muebles o inmuebles), y Propiedad fiduciaria, propiamente dicha, si recae sobre objetos inmateriales o incorporales susceptibles de valor (créditos, derechos intelectuales, marcas de fábrica y "derechos" en general).

III.2.3 Fideicomisos inmobiliarios

Dentro del marco de un fideicomiso, y teniendo en cuenta sus particularidades, los fideicomisos inmobiliarios pueden tener una gran variedad y características particulares de acuerdo a cada caso y a las condiciones bajo las cuales este se realice. Resulta muy útil implementarlo en la ejecución de proyectos inmobiliarios que requieren la presencia de varias partes con intereses contrapuestos, cuya armonización y recíproca seguridad hace necesaria la presencia de una entidad que ofrezca una garantía suficiente a quienes participen de la operación. El fiduciario puede ser el punto de equilibrio entre las partes, que confiera la imprescindible confianza entre todas ellas. Como ejemplo se puede citar la construcción de un edificio con unidades a distribuir entre quienes resulten adjudicatarios bajo el régimen de la propiedad horizontal. Confluyen en el negocio intereses diversos, en conexión recíproca, como: partes que aporten bienes o dinero, constructores y arquitectos que realicen los trabajos, ingenieros y calculistas, entidades municipales que deban conceder los permisos y autorizaciones que correspondan, entidades de control ambiental, el o los propietarios del terreno donde se hará la construcción, escribanos

¹⁸ Ley Nº 24.441 -"Ley de Fideicomisos de la República Argentina"-, sancionada el 22.12.94 (B.O. 16.01.95) Definición de las partes del Fideicomiso, capítulo II.-

que proyecten y otorguen oportunamente los instrumentos legales pertinentes, y su inscripción en los registros de ley, etc.

La presencia de todos estos interesados logra conciliarse con ventaja, cuando una figura como la del fiduciario ejerce la titularidad del inmueble como propiedad fiduciaria y ofrece seguridad de que el negocio se desarrollará con respeto de todos los intereses involucrados y según lo convenido.

III.2.4 Bienes objeto de un fideicomiso

Los bienes afectados a un fideicomiso deben ser determinados, susceptibles de individualización o cuya descripción de requisitos o características pueda hacerse a la fecha de celebración del fideicomiso.

Se produce entonces una transmisión de bienes al fiduciario, asumiendo éste la obligación de afectar los mismos a un fin determinado.

El patrimonio fiduciario constituido con los bienes fideicomitidos se integrará, además, con los frutos de los mismos, o con los resultantes de actos de disposición de tales bienes que realice el fiduciario.

Conforme al artículo 2312 del Código Civil, existe imposibilidad de separación patrimonial, pues el patrimonio de una persona constituye una universalidad jurídica no susceptible de división en partes determinadas por sí mismas o que puedan ser separadamente determinadas.

Ahora bien, La ley 24.441 establece una excepción a esta regla, disponiendo en su artículo 14 que los bienes fideicomitidos construyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante.

La constitución separada de este patrimonio viabiliza la realización de negocios de securitización, en los que los bienes fideicomitidos respaldan títulos emitidos para su colocación.

Se logra por esta vía aislar los bienes fideicomitidos, los que no quedan afectados por las contingencias del fiduciante ni del fiduciario.

Finalizado el fideicomiso, el fiduciario está obligado a entregar los bienes fideicomitados al fideicomisario, o a sus sucesores, otorgando los instrumentos y contribuyendo a las inscripciones registrales correspondientes.

III.2.5 Extinción del Fideicomiso

El art. 25 de la ley 24.441 dispone que el fideicomiso se extinguirá por:

- El cumplimiento del plazo o condición a que esté sometido, o el vencimiento del plazo máximo legal (30 años desde su constitución).
- La revocación del fiduciante si se hubiere reservado expresamente esa facultad; la revocación no tendrá efecto retroactivo.
- Cualquier otra causal prevista en el contrato.

IV - ANALISIS DE VIABILIDAD COMERCIAL

En el presente trabajo se realizó un análisis de las perspectivas de los negocios inmobiliarios en relación con sus principales factores dinámicos que inciden en el emprendimiento a desarrollar dentro de la ciudad de Córdoba Capital, y así determinar la validez del proyecto en lo que concierne a la viabilidad comercial (en materia de oferta y demanda).

Entre los principales actores identificados se hace especial énfasis en el rol que cumplen los sectores de la industria agropecuaria (como principales inversores en el sector), al tecnológico (por su gran desarrollo e influencia en el perfil a futuro de la ciudad) y a los estudiantes universitarios (por su gran participación en la demanda de departamentos para vivienda)

De resultar viable el proyecto en términos de mercado, se procederá luego a desarrollar las etapas posteriores del mismo, de lo contrario se rechazará o reformulará la idea a llevar adelante.

IV.1 La ciudad de Córdoba

Es importante situar geográficamente al proyecto y analizar las características históricas, culturales y demográficas del lugar donde se desarrollará, para, de esta manera, conocer el entorno en donde estará inserto el “producto final”. Esto permitirá también identificar y conocer a los usuarios finales, que para el caso del proyecto bajo análisis son las personas que se instalarán y vivirán en los inmuebles construidos.

Ubicada en el centro geográfico de la República Argentina, la Provincia de Córdoba cubre el 4% del territorio nacional. Posee una superficie de 165.321 km², posicionándose así en el quinto lugar entre las provincias argentinas por su tamaño. Córdoba, la capital de la Provincia, es la segunda ciudad más importante del país con más de un millón de habitantes¹⁹.

¹⁹ Datos arrojados por el último censo indican una población que asciende a 1.301.572 habitantes (Fuente: Diario Democracia de acuerdo a los datos oficiales. Link: http://www.democraciadiario.com.ar/index.php?option=com_content&task=view&id=4604&Itemid=1)

La ciudad capital de Córdoba fue fundada el 6 de julio de 1573 y pocos años después se convirtió en un polo cultural muy importante, cuando en 1608 se fundó la primera Universidad del país, la que hasta el día de hoy representa uno de los centros de formación académica más importantes de Latinoamérica.

Hoy, la ciudad de Córdoba mantiene aún intacto su aire doctoral tradicional, por la profusa actividad cultural y la gravitación de sus universidades. La ciudad de Córdoba es uno de los destinos favoritos de los estudiantes de todo el país, donde la oferta de instituciones para concurrir a estudiar, tanto públicas como privadas, son de las más variadas y de gran prestigio.

IV.2 Demografía en Córdoba

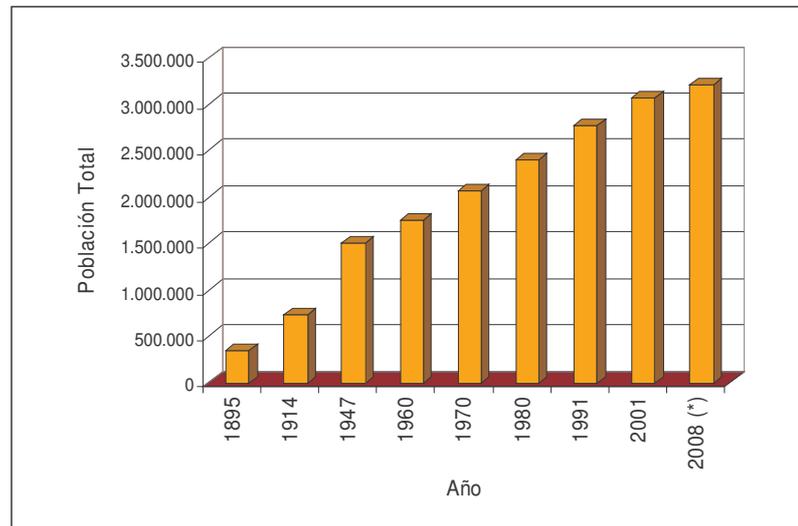
La provincia de Córdoba tiene una población total de 3.216.993 habitantes (Censo Provincia de Córdoba 2008)²⁰, y la ciudad de Córdoba es la segunda más importante del país con más de 1.300.000 habitantes; esto sin tener en cuenta la gran cantidad de estudiantes que durante el ciclo lectivo se encuentran en la ciudad y que representan un número importante de personas. Según el censo realizado en el año 2008, la ciudad de Córdoba tiene 1.315.540 habitantes, concentrando casi el 41% de la población provincial.

La ciudad de Córdoba se encuentra subdividida en 401 barrios de pocas manzanas y algunos barrios cerrados o Countries. Conforme al crecimiento demográfico, la ciudad se ha expandido principalmente al noroeste y al sudeste, siguiendo el recorrido de la Ruta Nacional Número 9. Algunas localidades cercanas a la ciudad fueron incorporadas al ejido urbano e incluidas en su administración, tal el caso del ahora Barrio Ferreyra, al sureste; o de Argüello, al noroeste.²¹

²⁰ Diario Democracia de acuerdo a los datos oficiales del gobierno de la Prov. De Córdoba, Link: http://www.democracia-diario.com.ar/index.php?option=com_content&task=view&id=4604&Itemid=1

²¹ Wikipedia Web, Link: [http://es.wikipedia.org/wiki/C%C3%B3rdoba_\(Argentina\)](http://es.wikipedia.org/wiki/C%C3%B3rdoba_(Argentina))

Gráfico n° 3: Evolución de la población desde 1895:



Fuente: Censo Provincia de Córdoba año 2008²²

Tabla n° 1: Evolución de la población desde 1895:

Año	Población Total	Var. Intercensal (%)
1895	351223	-
1914	735472	109,40
1947	1497975	103,70
1960	1753840	17,10
1970	2060065	17,50
1980	2407754	16,90
1991	2766683	14,90
2001	3066801	10,80
2008	3216993	4,90

Fuente: Censo Provincia de Córdoba año 2008²³

²² Informato Córdoba Web, Link: <http://informatocordoba.com.ar/2008/09/datos-provisionales-del-censo.html>

²³ IDEM Ref. N° 20.-

IV.3 Universidades de Córdoba y sus Estudiantes

Bajo la tutela de los Jesuitas y el impulso del Obispo Juan Fernando de Trejo y Sanabria, en 1613, se iniciaron los Estudios Superiores en el Colegio Máximo de Córdoba. Con el nacimiento de la Universidad Nacional de Córdoba, familiarmente llamada Casa de Trejo, comenzó la historia de la educación superior en la República Argentina.

El Colegio Máximo fue fundado en 1610 por los Jesuitas y partir de 1622, el Colegio fue elevado a Universidad, siendo una de las primeras en América Latina y la primera en nuestro país. Esta se ha convertido en un importante polo de influencia, no sólo cultural y científica, sino también política y social.²⁴

De los factores dinámicos que estimulan los negocios inmobiliarios, varios de ellos presentan perspectivas desalentadoras, entre los que se destaca la merma del excedente económico agropecuario, derivada de la reducción de los precios internacionales y de la cosecha estimada. En estas circunstancias cobra importancia la función de renta de los inmuebles, por lo cual merece analizarse uno de los grupos sociales que más está ligado a ella, *los estudiantes*²⁵, quienes en definitiva forman parte del grupo de “usuarios” de departamentos en la ciudad de Córdoba.

La ciudad de Córdoba recibe un constante flujo de estudiantes provenientes de todo el país, principalmente del noroeste argentino, de la Patagonia y de las ciudades del interior provincial, lo que incrementa paulatinamente el total de la población.

De acuerdo a los datos del último relevamiento estadístico efectuado por la Secretaría de Asuntos Académicos de la Universidad Nacional de Córdoba en 2008²⁶, 111.287 estudiantes se forman en los claustros de la casa de estudios en sus diferentes grados. En el último decenio, la cifra registra un crecimiento sostenido; basta considerar que en 1995 el total de alumnos matriculados superaba levemente los 86 mil universitarios. Actualmente, en la Casa de Trejo se dictan 85 carreras de grado, 223 de posgrado y 16 tecnicaturas (título intermedio).

La edad promedio del estudiante de la UNC oscila los 25,4 años. Muchos estudiantes

²⁴ U.N.C. Web, Link: <http://www.unc.edu.ar/institucional/organizacion/estadisticas>

²⁵ Instituto de Investigaciones Económicas “Serie de informes de coyuntura” (Febrero de 2009).-

²⁶ IDEM Ref. N°24

combinan sus obligaciones académicas con el desempeño laboral. En efecto, el 23,5% de los universitarios trabaja, según los datos de un estudio realizado por el departamento de estadísticas de la UNC en 2005.

Durante el año 2008, 7846 fue el número de egresados en la UNC. La edad promedio de estos graduados fue de 27,4 años, con lo que puede observarse que, en promedio, cada estudiante que arriba a Córdoba y completa su carrera en la UNC, permanece entre 8 y 9 años viviendo en la ciudad, cumpliendo con sus obligaciones académicas.

Más de 8000 es la cantidad de docentes que se desempeñan en la UNC según datos relevados por la UNC en 2008. El 12,9% tiene dedicación exclusiva; el 33%, semi exclusiva; y el 54,1%, no exclusiva.

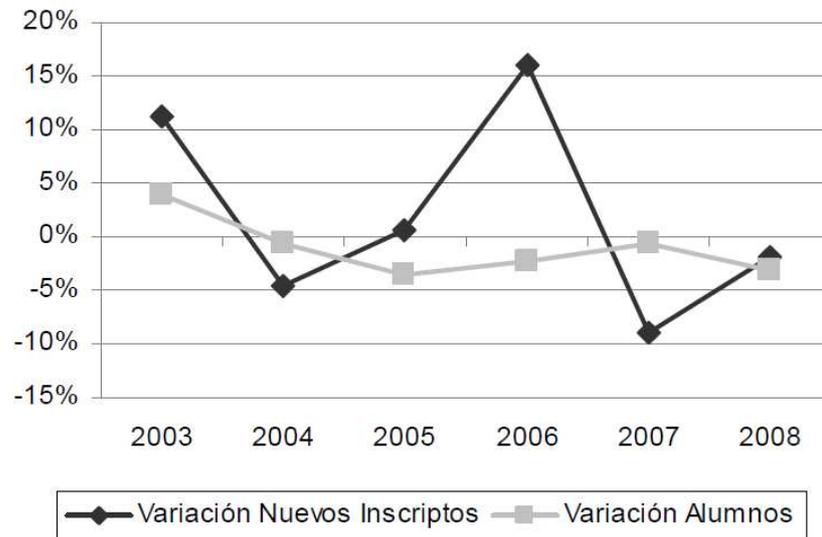
Además de la Universidad Nacional, Córdoba es sede de prestigiosas universidades estatales y privadas: Universidad Tecnológica Nacional (6.731 alumnos), Universidad Católica de Córdoba (7.998 alumnos), Universidad Blas Pascal (2.658 alumnos), Instituto Aeronáutico (5.798 alumnos), Universidad Provincial Ciudad de las Artes y Universidad Empresarial Siglo 21. Existen también numerosos institutos que dictan carreras terciarias, tecnicaturas, entre otras, y que también forman a una gran cantidad de alumnos.

Tabla nº 2: Composición de la población estudiantil de la U.N.C

NIVEL DE ESTUDIO	NUEVOS INSCRIPTOS	REINSCRIPTOS	TOTAL	EGRESOS
Terciario	543	743	1286	126
Pregrado	783	665	1448	774
Grado	15689	85107	100796	6298
Posgrado Especialización	745	2395	3140	503
Maestría	1075	1649	2724	54
Doctorado	314	1579	1893	91

Fuente: Síntesis estadística de la UNC año 2008

Gráfico nº 4: Variación interanual de alumnos y nuevos inscriptos en las universidades Consideradas. Período 2003 - 2008



Fuente: I.I.E. sobre la base de Anuario de Estadísticas Universitarias UNC, Guía Estadística de Córdoba, Universidad Blas Pascal y Universidad Católica de Córdoba.

IV.4 Córdoba y los roles del Campo y la Tecnología

Luego de la grave crisis de fines del año 2001 que sufrió Argentina, Córdoba ha resurgido nuevamente como un polo industrial importante en el país, impulsado esto por factores tanto internos como también externos.

Entre los factores externos, la evolución de los precios de los *commodities* agrícolas²⁷ (en especial el del precio de la soja) ocupó un papel determinante, ya que le permitió al país importantes ingresos de divisas y recursos para el Estado, de gran utilidad para consolidar el resultado fiscal y de las cuentas externas, al tiempo de generar un superávit continuo en el mercado cambiario, permitiendo sostener la estabilidad del peso argentino.

²⁷ Denominación genérica para los productos básicos y las materias primas, sean agrícolas o minerales, como por ej. La Soja, el Maíz, Trigo, etc. La diferencia con respecto a otros productos es que el precio de estos está “dado” por el mercado, debido a que son productos genéricos, básicos y sin diferenciación de calidad entre los ofrecidos por los diferentes productores de los mismos y se comercian en las llamadas “Bolsas de Commodities” a nivel mundial.

En los meses previos a la crisis, los precios internacionales de los *commodities* agrícolas aceleraron su crecimiento, y ya con la crisis en marcha, alcanzaron sus niveles máximos históricos²⁸. Pero hacia finales del tercer trimestre del 2008 tuvieron una baja muy importante y se han mantenido alejados de los máximos alcanzados a mediados de 2008; hasta que, a principios de 2009, evidenciaron una recuperación producto de los resultados negativos que se esperan para el ciclo 2008/09 a nivel mundial (producto de las condiciones climáticas adversas en regiones claves como en Argentina)²⁹.

Córdoba, uno de los principales productores de *commodities* agrícolas de la región (principalmente de soja), ha experimentado un fuerte crecimiento económico, especialmente a partir de 2004, impulsado en gran medida por la alta rentabilidad que experimentó la actividad agropecuaria entre los años 2002 y 2008 (favorecido y potenciado también por la devaluación del Dólar respecto al Peso y a los altos precios internacionales de los productos agrícolas).

El repunte de la construcción de propiedades horizontales y de barrios privados o *Countries*, la expansión del sector comercial (impulsado por el mayor consumo), el mejoramiento de la capacidad productiva y la instalación de nuevas empresas han dado nuevamente a la ciudad de Córdoba un poder económico muy importante.

Paralelamente, el sector tecnológico se encuentra en plena expansión en la ciudad, alimentado por las nuevas empresas de capital nacional, la instalación de filiales extranjeras, e impulsado por un marcado fomento por parte de los gobiernos provincial y municipal. Se prevé que a corto plazo, la ciudad de Córdoba se convertirá en el polo tecnológico más importante del país.

Alrededor de los centros educativos universitarios se nuclean organismos oficiales y privados que le confieren a la ciudad un marcado perfil tecnológico. En los últimos años esto se ha ido potenciando y concretando a través de diferentes iniciativas tanto privadas como públicas, con proyectos y obras, como por ejemplo La Ciudad Empresarial donde se nuclean muchas empresas del sector tecnológico, y con

²⁸ latinforme.com “Fuerte caída de la cosecha de soja en la Argentina” (31 Marzo 2009), Link: <http://www.latinforme.com/articulos/fuerte-caida-de-la-cosecha-de-soja-en-la-argentina/6236>

²⁹ abeceb.com “Los *commodities* agropecuarios recuperan su precio desde marzo” (11-06-2009), Link: <http://www.abeceb.com/noticia.php?idNoticia=119370>

proyectos que se encuentran en plena etapa de ejecución como lo es el Parque Empresarial Aeropuerto, donde se instalará el Cluster de tecnología (entre otras empresas relacionadas con el sector tecnológico), dotando a la ciudad de una presencia y prestigio en el sector sin precedentes.³⁰

Por lo desarrollado en este punto, se puede inferir que la ciudad de Córdoba tiene un marcado perfil agro industrial; y una recuperación de la situación económica mundial, seguramente impulsará el crecimiento de la economía del sector, promoviendo a muchos otros sectores, entre los que sin dudas se encuentra el de la construcción y el inmobiliario.

IV.5 Escenario del Mercado Inmobiliario

Dentro de la economía de un país, existen distintas actividades o sectores productivos y de servicios que se relacionan entre sí y que son los que en conjunto con las acciones de los consumidores (nacionales o internacionales) conforman la estructura económica. Dentro de estos sectores productivos se encuentra la industria de la construcción que es aquella que se dedica a producir el stock de inmuebles e infraestructura física para el desarrollo de las distintas actividades humanas.

Por otro lado, e íntimamente relacionado a la industria de la construcción, encontramos al mercado inmobiliario que es el espacio social en cuyo marco se encuentran los productores y consumidores o los compradores y vendedores de los nuevos bienes producidos por la industria de la construcción y de los ya existentes.

El mercado inmobiliario es básicamente un mercado de stocks. Si bien la demanda y la oferta concurren para determinar los precios, el plazo de maduración de los productos hace que sea la oferta la que domine los ciclos de precios.

³⁰ Fuentes consultadas:

- Y2K Networks Web, Link: <http://www.y2knetworks.com/blog/tag/cluster-cordoba-technology/>

- TICordoba Web, Link:

http://www.ticordoba.com.ar/index.php?option=com_content&task=view&id=2083&Itemid=2

- Revista Punto a Punto, Link 1:

http://www.papcordoba.com/el_cluster_se_va_al_parque_aeropuerto.html?chr_query=parque%20empresarial; Link 2:

http://www.papcordoba.com/la_utn_se_sube_al_parque_empresarial_de_electroingenieria.html?chr_query=parque%20empresarial; Link 3:

http://www.papcordoba.com/mientras_motorola_se_decide_30_pymes_le_dijeron_si_al_parque_empresarial.html?chr_query=parque%20empresarial

La industria de la construcción y la actividad inmobiliaria influyen de manera directa en la recuperación de los indicadores económicos generales de la economía nacional, y su participación en el producto interno bruto y en la inversión interna han sido de suma importancia en el proceso de recomposición de la economía de nuestro país.

Este mercado está en constante evolución y cambio, no sólo por factores externos como la situación económica y política, sino por su propia dinámica y crecimiento. En este contexto, la elaboración, desarrollo y gestión de nuevos emprendimientos requieren incorporar nuevas y mejores herramientas que permitan optimizar los resultados y articular las necesidades y requerimientos de todos los involucrados en el proceso. Para que los nuevos emprendimientos resulten exitosos, se deben conjugar los intereses de desarrollistas, arquitectos, constructores, contratistas, proveedores y clientes usuarios.

Cabe señalar que la construcción le compra a más de 100 sectores para llevar adelante su propia producción; es así que, del 100 % de su valor bruto de producción el 51% corresponde a compras a otros sectores productivos.³¹

Entre 1998 y 2002, en el punto más bajo de la crisis, se perdieron casi 173.000 puestos de trabajo. Entre ese mismo punto del 2002 y el segundo trimestre del año 2007 se recuperaron más de 160.000 puestos de trabajo.³² La cantidad de trabajadores registrados en la construcción en el país fue de 384.636 en agosto de 2007, mostrando un aumento en relación a julio del mismo año del 0,7%. En la comparación con agosto de 2006, se registró un incremento del 16,6%. Por su parte, el salario promedio en el país alcanzó los \$1.495,6 durante agosto de ese año, registrando un aumento del 1,9% en relación a julio. Con respecto a agosto del 2006, el salario promedio de los trabajadores de la construcción registra un aumento del 40,9%.³³

La cantidad de trabajadores registrados en la construcción llegó a 28.205 en el mes de agosto de 2007 en la provincia de Córdoba. Eso marcó una caída de 0,1% respecto a julio y un aumento de 5,7% respecto a agosto de 2006. En el acumulado de los primeros 8 meses del año 2007 el empleo creció a una tasa del 12,1% con respecto al

³¹ ReporteInmobiliario.com, 2003-2005, Martes 4 de Octubre de 2005

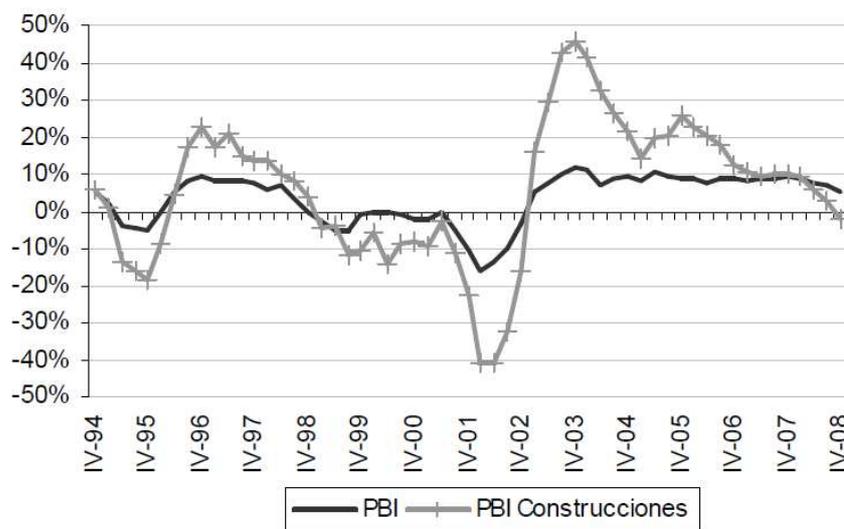
³² INDEC años 2007-2008

³³ CEDIN "Indicadores de la Construcción, Noviembre 2007"

mismo período del año precedente. Por su parte, el salario promedio pagado a un empleado de la construcción en nuestra provincia ascendió a los \$1.265,1 durante agosto de ese año (2007), representando un incremento del 1,2% con respecto a julio del mismo año.³⁴

Otro indicador importante surge de observar cómo se comporta la construcción con relación al PIB general. La participación en el PIB de la construcción es muy similar al de las actividades agropecuarias, pero, a diferencia del agro, sufre mucho más el impacto de las crisis y se recupera más en épocas de mayor estabilidad general de la actividad económica.³⁵

Gráfico nº 5: Crecimiento PBI vs. Crecimiento del PBI Construcciones



Fuente: Instituto de investigaciones económicas de la Bolsa de Comercio de Córdoba, “Series de informes de coyuntura” Sobre la base de MECON (Febrero de 2009).-

Este hecho es un reflejo de que el sector de la construcción es considerado uno de los responsables del dinamismo interno de la economía argentina en los últimos años, especialmente desde la salida del régimen de convertibilidad. Como se aprecia en el Gráfico nº 4 , en los últimos 15 años este sector fue uno de los que mayor crecimiento

³⁴ IDEM Ref. Nº 4

³⁵ INDEC, año 2007.-

a la actividad económica aportó en relación con el resto de los sectores, considerando datos de nivel nacional. Al mismo tiempo, al experimentarse períodos de recesión económica, la construcción percibió una merma significativa. Mientras que entre 2003 y 2006, su crecimiento más que duplicó el de toda la economía, en 2007 se plegó al promedio y en 2008 se encontró por debajo de éste, incluso con crecimiento negativo en el cuarto trimestre.³⁶

El escenario de coyuntura *pos crisis* recomendaba plantear sólo aquello que aparecía como seguro. La inversión y el desarrollo inmobiliario no fueron la excepción. Por el contrario, y aventajando a cualquier alternativa de inversión, se convirtieron en refugio juzgado como más seguro para el ahorro o el capital excedente durante el período transcurrido entre 2002 y 2008.

El mercado inmobiliario de los últimos años ha estado motorizado por los pequeños inversores. Fueron miles de pequeños inversores locales quienes, motivados por el crecimiento de la economía, la recomposición de sus patrimonios e ingresos y la falta de alternativas de inversión, salieron a comprar departamentos, lo que se materializó en un nivel que fue récord histórico de actividad. Y lo hicieron mayoritariamente en preventas, en el “*pozo*” (antes de que se comience con la construcción o en las etapas iniciales de la misma) y no adquiriendo unidades terminadas, con objetivos muy claros: pretendían lograr un precio de entrada más bajo, pagar las unidades en cuotas (como es el caso de muchos fideicomisos e inversiones privadas) y, quizás también, para acomodar su realidad a las limitaciones impositivas vigentes. Los principales objetivos de estas inversiones fueron para su posterior venta o bien con el objetivo original de renta mediante el alquiler.³⁷

El resurgimiento de las economías regionales y el incremento del consumo también produjeron un fuerte aumento de la inversión en centros comerciales.

Otro indicador importante a la hora de medir la evolución de la industria de la construcción es la cantidad de permisos de obra solicitados durante un determinado período y establecer su comparación con otros períodos. Los permisos en nuestra

³⁶ Instituto de investigaciones económicas de la Bolsa de Comercio de Córdoba, “Series de informes de coyuntura” (Febrero de 2009), pp. 1.-

³⁷ IDEM Ref. Nº 934, pp. 3.-

Ciudad evidenciaron un importante aumento durante el 2008, crecieron 44,3 por ciento, pasando de los 868.568 metros cuadrados (m²) de 2007 a 1.253 millones de m² un ejercicio después, de acuerdo a cifras oficiales difundidas a través del Boletín Estadístico de la Provincia en base a datos aportados por la Municipalidad de la capital mediterránea. En total, las construcciones nuevas alcanzaron casi 880 mil m², un 33 por ciento por encima de los 661 mil del año anterior; mientras que las ampliaciones superaron los 373 mil m², es decir, un 80 por ciento más que las 207 mil del período precedente.³⁸

En todos los casos, se trata de cifras a primera vista sorprendentes, teniendo en cuenta que el año 2008 estuvo dominado, en primer término, por la crisis agropecuaria, con gran impacto en el sector inmobiliario habida cuenta de que los principales inversores en “ladrillos” son los productores; y, en segunda instancia, por el inicio de la debacle internacional que mermó las expectativas y sumió en la incertidumbre a la mayoría de los actores económicos.

Al respecto, los especialistas aseguran que este fenómeno se debe esencialmente a que se autorizaron proyectos que se presentaron antes de que la economía mundial entrara en crisis. *“Aún después de la Resolución 125, hubo mucha gente que tenía dinero para invertir y lo hizo en la construcción, que sigue siendo el mejor refugio. Pero eso no significa que la actividad esté trabajando normalmente. Muchos obtuvieron los permisos para edificar pero no lo hacen a la espera de que mejoren las condiciones económicas”*, sostuvo a LA MAÑANA el gerente de la delegación local de la Cámara Argentina de la Construcción (CAC), Santiago Montoya.³⁹

IV.6 El Crédito en Argentina

La constante caída de poder adquisitivo de la clase media como consecuencia de la inflación, el freno en la economía por el conflicto del campo a nivel local y por situación financiera a nivel internacional, tienen incidencia en el consumo en donde el

³⁸ Boletín Estadístico de la Provincia en base a datos aportados por la Municipalidad de la capital mediterránea, Link: <http://www.tomamateyavivate.com.ar/construccion-argentina/cordoba-permisos-de-construccion-crecieron-44-el-ano-pasado%E2%80%8F/>

³⁹ IDEM Ref. Nº 38

sector inmobiliario no está exento. Un dato fundamental para tomar en cuenta es que durante el año 2008 el incremento del stock de crédito a la actividad no alcanzó a financiar el 0,6% de la inversión en construcción.⁴⁰

Luego de la recuperación de la crisis, el mercado inmobiliario se mueve fundamentalmente por las operaciones financiadas con fondos propios; la construcción y los desarrollos inmobiliarios se financian con fondos privados. Es lo que explica que el desarrollo de la construcción financiada mediante fideicomisos ordinarios o fideicomisos de construcción al costo se convirtiera en una forma de canalización de fondos privados hacia la actividad, sin la intervención de los bancos.

En todo país, el crédito es una herramienta fundamental para la actividad económica; pero, en el particular funcionamiento del mercado de los bienes raíces, lo es aún más. Los montos que representan el intercambio de inmuebles insumen cifras que para la mayoría de la población demanda el ahorro de innumerables años de trabajo; entonces, recurrir a un crédito hipotecario suele ser la única salida para la compra de una vivienda para amplios sectores de la población.

Algo más de siete años después de la última crisis y gran devaluación del peso frente al dólar, la accesibilidad a la vivienda sigue siendo una importante deuda pendiente a pesar del fuerte crecimiento económico que se logró, sobre todo en términos de disminución de los índices de desocupación. En Argentina no se ha consensado todavía un plan serio y a largo plazo en la materia. El crédito hipotecario para vivienda ha seguido la lógica del mercado.⁴¹

"El crédito hipotecario había despegado, pero la crisis de los mercados internacionales generó una suba de tasas que frenó la entrega de préstamos, incluso en carpetas con un alto grado de avance".⁴²

Se suele escuchar desde distintos ámbitos que el crédito hipotecario actual no sirve e incluso hay quienes sostienen que en realidad esa línea de financiación es inexistente.

⁴⁰ CityCredito.com, "La falta de crédito hipotecario plantea un nuevo escenario en el mercado inmobiliario" (Noviembre de 2008)

⁴¹ ReporteInmobiliario.com, Septiembre de 2007.-

⁴² La Voz del Interior (09/10/07), Link: <http://www.lavoz.com.ar/default.asp?edicion=/07/10/09/>

Pero la realidad impone reconocer que no es así, que existen créditos, aunque el problema es la relación establecida entre el valor que alcanzaron las viviendas y la capacidad de endeudamiento del potencial comprador de la misma; a esto se suman las condiciones exigidas por las entidades financieras para acceder a estos créditos, y que en muchos casos el monto al que puede accederse no es suficiente para adquirir una vivienda.

El crédito hipotecario sigue siendo la materia pendiente dentro del mercado de inmuebles residenciales en la Argentina. Luego de los ajustes y endurecimientos de las líneas de financiamiento hipotecario practicadas durante los últimos años por los principales bancos, y el incremento de los valores de las viviendas, el importe de la cuota para la compra del mismo inmueble supera hoy en más del 20 % a la que debía abonarse hace poco más de dos años atrás.⁴³

La cantidad de tomadores de crédito hipotecario si bien aumenta paulatinamente, aún evidencia que esta financiación no ha podido configurarse en una herramienta válida para permitir el acceso a la primera vivienda a un nivel masivo, que incluya a sectores de la clase media que hoy no encuentran otra salida que el alquiler, que, a su vez, en los últimos años han sufrido importantes incrementos en sus precios. La brecha valores-salarios, los plazos, el ingreso informal y la reticencia al endeudamiento son algunos de los factores que, por ahora, interfieren en la necesaria confluencia entre oferta y demanda.⁴⁴

Analizando los valores inmobiliarios en distintas ciudades del país, surge que, si bien la ciudad de Bs. As. es la que cuenta con el valor por m² promedio más alto entre las distintas localidades, el esfuerzo salarial que debe realizar un trabajador privado para la compra de una unidad de 60 m² es menor que en otras ciudades del interior. La ciudad de Buenos Aires, logra mitigar el porcentaje de sueldo a destinar para un crédito hipotecario en función de contar también con uno de los ingresos más elevados de las localidades analizadas. Los datos surgen de comparar el precio medio por m² en 18 localidades del país, para una unidad usada de departamento, con los salarios nominales promedio privados declarados con S.A.C devengado para cada

⁴³ ReporteInmobiliario.com, Septiembre de 2008.-

⁴⁴ U.N.C. Web, Link: <http://www.unc.edu.ar/institucional/organizacion/estadisticas>

provincia y para la ciudad de Buenos Aires, según el Ministerio de Economía en base a información del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones.⁴⁵

Pero, además de la tasa plazo y el sueldo mínimo, se deberá prestar atención a otros gastos que se suman a la cuota cuando se accede a un crédito hipotecario, como son:

- Gastos administrativos y de otorgamiento: entre el 1 y el 5 %.
- Gastos de Evaluación y Tasación: en líneas generales se encuentran entre \$ 100 y \$ 200, gran parte de los bancos no los cobran.
- Seguro de vida: entre el 0.10 y el 0.20
- Seguro de incendio: en general son del 0.01 % por cuota.
- Gastos por cancelación anticipada.⁴⁶

Como es sabido, y como pareciera haberse consolidado en los años que siguieron a la devaluación, la distancia entre el ingreso medio de la población y el valor de las viviendas se agigantó, al punto que a pesar de contar hoy con líneas crediticias en vigencia aún más favorables que durante la convertibilidad, la posibilidad de acceso a un crédito hipotecario para la compra de una vivienda se redujo significativamente.

⁴⁵ ReporteInmobiliario.com, 2003-2007, Lunes 16 de Abril 2007

⁴⁶ ReporteInmobiliario.com, 2003-2005, Martes 4 de Octubre de 2005

IV.7 EL MERCADO META: LOS INVERSORES Y LOS CONSUMIDORES

En general, y a modo de identificar rasgos básicos que sirvan para estudiar los comportamientos o rasgos, podemos distinguir tres perfiles básicos de inversores⁴⁷: conservador, agresivo y medio, con sus diferentes variables intermedias.

- **Inversor Conservador:** es aquel que se conforma con un nivel de retorno bajo, resignando liquidez y evitando asumir incertidumbre y variaciones de inversiones más riesgosas. Esto responde a la premisa básica de las finanzas que indican una relación inversa entre riesgo y rentabilidad.⁴⁸
- **Inversor Agresivo:** es aquel que prefiere asumir los riesgos, incertidumbre y volatilidades lógicas de las inversiones que prometen mayores niveles de rentabilidad. En niveles de inversión riesgosos es importante conocer acerca de los negocios o inversiones que se encaran, así como también tener un plan ante posibles pérdidas que puedan producirse.
- **Inversor Medio:** su perfil cuenta con elementos conservadores y agresivos, buscando un equilibrio entre ambos.

La protección frente a la inflación hace que hoy se confíe más en una escritura que en un depósito a plazo fijo en un banco local e incluso extranjero, por más prestigioso que sea, por cuanto se sabe que hasta el más sólido en cualquier momento puede dejar de serlo, lo cual quedó claramente demostrado con la quiebra de bancos sumamente prestigiosos de los países más desarrollados en el mundo. Sumado esto a los contextos inciertos, oscilantes o erráticos hacen que el control de los riesgos sea muy difícil de medir; y estos son motivos que impulsan a los inversores a incursionar en el mercado inmobiliario con un perfil más bien *conservador*.

Estos comportamientos hoy están presentes, quizás más presentes que nunca. Y los

⁴⁷ Holcman, Edgardo, “Inversiones: características, perfil del inversor, tipos de inversiones y conformación de las carteras de inversión”

⁴⁸ La “relación inversa” implica que al aumentar una de las variables, la otra se comportará en sentido inverso (a mayor riesgo se exige mayor rentabilidad, y viceversa).-

que buscan la inversión inmobiliaria no privilegian por sobre todas las cosas maximizar la rentabilidad, sino resguardar sus ahorros, tener una renta razonable por alquileres y/o protegerse de los efectos de la inflación. Los “ladrillos” se perciben como una inversión genuina y conservadora, rentable en el largo plazo, y que siempre “*da revancha*”, aun con sus traspés circunstanciales.

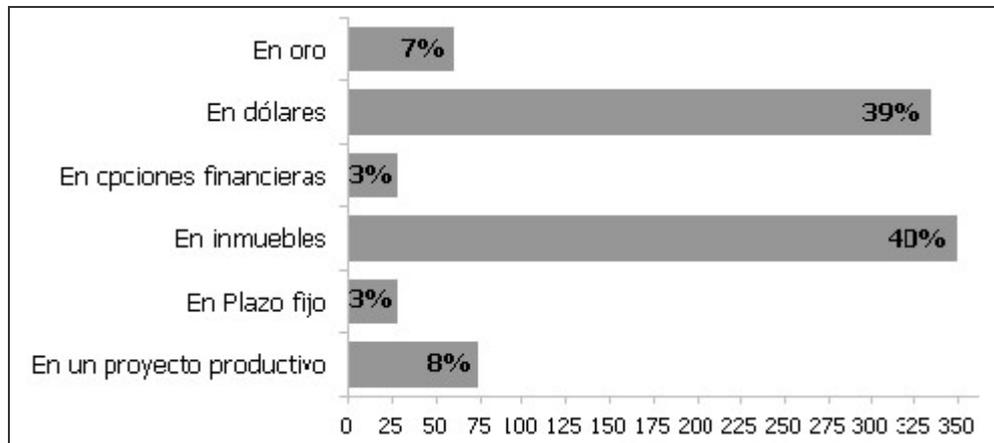
No hay que perder de vista en todo este contexto a la situación inflacionaria que viene atravesando el país en los últimos años. Y bajo este contexto cabe formular una pregunta muy importante: ¿Cómo se ahorra en nuestro país y qué destino se da a dichos ahorros? Puede afirmarse que los bancos han perdido su confiabilidad y que a la mayoría le traen malos recuerdos por acontecimientos en años precedentes de público conocimiento. Los mercados de *commodities* y de valores presentan una gran volatilidad y no brindan una seguridad que permita mantener el riesgo controlado para las inversiones; además de ser ámbitos en los que para invertir se requiere tener un conocimiento adecuado del mercado, o bien estar asesorados por personas idóneas en esa materia.

En general, las decisiones de inversión se toman por temor o por codicia. En la actualidad, está primando lo primero y se opta por los activos de mejor calidad, más fáciles de entender, de evaluar y de explicar. Los inmuebles son fáciles, se dispone de información actualizada y de fácil acceso para quien la requiera. *El crecimiento de la economía argentina tuvo, entre sus principales beneficiarios, a sectores que encontraron en los ladrillos la mejor opción para volcar ahorros y excedentes de dinero.*⁴⁹

Reforzando esta idea, y de acuerdo a una encuesta realizada por Reporte Inmobiliario entre sus usuarios a fines de 2008, en la que se les preguntó: ¿En caso de disponer de una suma de \$300.000 de ahorros, en que invertiría? Y los resultados reflejaron una preferencia muy marcada hacia las inversiones inmobiliarias y las divisas norteamericanas (el dólar). A continuación se exhiben los datos procesados:

⁴⁹ ReporteInmobiliario.com, 2003-2007, Lunes 24 de septiembre de 2007

Gráfico nº 6: “ Si Ud. contara con \$300.000 de ahorro, en que los invertiría?”



Fuente: Encuesta realizada entre Nov. y Dic. De 2008 por Reporte Inmobiliario⁵⁰

Tanto los inversores como los particulares vieron en los inmuebles una alternativa de inversión que no mostraron hasta ahora opciones como el mercado de capitales: simpleza en el manejo y garantía de valorización de sus ahorros. Bajo este contexto, cabe destacar que, durante el año 2007, el 80 por ciento de los departamentos fueron comprados por inversores ligados a la actividad agropecuaria.⁵¹

De acuerdo a un estudio realizado por *Reporte Inmobiliario*⁵², en los últimos años el negocio inmobiliario generó rentabilidades bastante más atractivas que las del sector financiero; tanto la rentabilidad que obtuvo un constructor o desarrollador como la del inversor minorista (el que sólo compra departamentos para alquilar y espera la revalorización futura del mismo) resultaron sensiblemente más atractivas en la mayoría de los casos: un comprador de un departamento estándar en una ubicación aceptable en las principales ciudades del país obtuvo en los últimos años una revalorización anual en dólares no menor al 13% y la unidad adquirida le generó además una renta bruta en dólares no menor al 4% anual en concepto de alquiler (la sumatoria de ambas podría llegar al 17% anual aprox.). Estos indicadores del *Real Estate* resultan muy atractivos si se los compara con índices bursátiles negativos o

⁵⁰ Reporte Inmobiliario “El mercado inmobiliario enfrenta un nuevo escenario”(05/01/2009)

⁵¹ CEDIN REPORTE Nº 38 - OCTUBRE 2007

⁵² Web Reporte Inmobiliario: <http://www.reporteinmobiliario.com>

tasas de interés bancarias en pesos del orden del 11-12% anual para plazos en los que el dinero queda inmovilizado por lo menos un año. En plazo fijo en dólares la tasa de las entidades analizadas (Banco Galicia, Standard Bank y BBVA Banco Francés) en este caso se desbarrancan a rangos de entre el 2,75% y el 4,50% anual.⁵³

Por otro lado, la crisis financiera global obligó a repensar el destino de las riquezas personales. Las pérdidas ocasionadas por la desvalorización de los activos financieros también se reflejaron en un severo ajuste en los precios de los inmuebles de los Estados Unidos y de algunos países de Europa. Así, los inmuebles en los países emergentes, relativamente más baratos, unidos a entornos macroeconómicos y cambiarios estables, se presentaron como una alternativa de inversión en activos reales. Si bien no se cuenta con estadísticas que validen la magnitud de esta situación, ésta sí se encuentra reflejada en los comentarios de algunos operadores inmobiliarios. Sumado a esto, actualmente el régimen de repatriación de capitales promulgado a finales de 2008 tiene como intención atraer los ahorros de residentes y volcarlos a la actividad interna a través del sistema bancario. Un tratamiento especial recibirían aquellos individuos o empresas que repatriaran capital y lo destinaran a la compra de inmuebles. El riesgo que enfrentan quienes resulten seducidos por la propuesta, es la posibilidad de ser objeto de una persecución fiscal posterior, ya sea por procedimientos dispuestos a revelar el origen de los fondos, como por la obligación de tributar el impuesto a los bienes personales y a las ganancias en una eventual etapa de mayor control.

Hasta ahora, el desarrollo y venta de inmuebles se ha dividido en dos grupos bien diferenciados: los que compran departamentos y los que adquieren casas y lotes. El primer grupo está liderado por inversores que provienen de la actividad agropecuaria, sector que representa un gran porcentaje de los compradores de departamentos. "*Es el sector más importante.*", dice Silvia Jarchum, que lidera Inmobiliaria de Mujeres en la ciudad de Córdoba. Proviene principalmente de la actividad agropecuaria y de los sectores ligados a ella. Compran departamentos y son de rápida decisión. Pueden concretar la compra en dos semanas y se han registrado casos de productores que

⁵³ Reporte Inmobiliario "1º ROUND: INVERSIONES FINANCIERAS VS REAL ESTATE" (Marzo de 2008).-

compran hasta 10 unidades en una sola operación. Es un comprador marcado por lo doméstico. Busca oportunidades de inversión simples, que proteja sus ahorros de la inflación y la devaluación en dólares, y que le permitan continuar con su actividad. No se siente capacitado para apostar al mercado financiero. Prefiere Nueva Córdoba, aunque ahora observa también Alta Córdoba, General Paz, Alberdi y el Río Suquía.⁵⁴ Esto es resultado de los altos excedentes del sector durante varios años luego de la crisis y de la fuerte demanda de alquiler de departamentos. *"Los precios de los inmuebles se alejaron demasiado de las posibilidades del asalariado, por lo cual un segmento importante de la población no puede acceder a la vivienda propia y necesita alquilar"*, explica el gerente general del JBSrur, Fernando Testa. El producto más demandado es el departamento de un dormitorio, cuyo valor promedio en los últimos tres años en Córdoba subió de 32 mil a entre 55 y 65 mil dólares en promedio, y en la actualidad ofrece una rentabilidad del cinco al seis por ciento anual.

De relevamientos privados realizados en el año 2008 entre desarrolladores inmobiliarios se pudo constatar que del total de compradores de departamentos en Córdoba, aproximadamente el 60% corresponde a inversores, según un informe realizado por el Instituto de Investigaciones Económicas de la Bolsa de Comercio de la ciudad de Córdoba en Febrero de este año. Es decir, se trata de personas que adquieren los inmuebles para obtener una ganancia ya sea a través de su reventa, como a través de una renta derivada del alquiler de los mismos.

Un grupo sustancialmente diferente al anterior es el que compra casas y lotes. El 80 por ciento es un comprador particular, que adquiere para vivir. El grupo de clientes extranjeros no supera el cinco por ciento de las ventas. Se trata principalmente de argentinos que viven en el exterior o personas que tiene familiares en la Argentina, o algún otro tipo de lazo con el país.⁵⁵

⁵⁴ La Voz del Interior <http://www.lavoz.com.ar/default.asp?edicion=/07/10/09/>

⁵⁵ IDEM Ref. Nº 18

IV.8 La Construcción en Córdoba

A la hora de buscar explicaciones para los aumentos en los precios de los departamentos que se han mantenido en los últimos años, uno de los hechos que ayuda a explicar el fenómeno en la ciudad de Córdoba es el interés inversor por la solidez del “ladrillo” y la renta creciente posible de obtener por alquiler. A lo antedicho se suma la llegada de estudiantes desde el interior de las provincias, dispuestos a comprar o alquilar unidades para ser usadas con fines de alojamiento para estudios, generando un importante estímulo en la demanda de departamentos. Todo esto sin perder de vista el período de bonanza por el que atravesó el sector agrícola, principal comprador de inmuebles de este tipo, y al hecho de que los niveles de inflación que se produjeron en dicho período modificaron drásticamente los costos para construir en todas sus dimensiones y etapas involucradas.

Nueva Córdoba, el barrio cordobés que nació en 1886 con aires aristocráticos, desde fines de los '70 vivió un proceso de transformación febril. Este barrio tiene una ubicación estratégica en la ciudad, colindante al centro, Ciudad Universitaria y Parque Sarmiento, convirtiéndolo en un lugar cómodo, rodeado por mucho verde. Para el caso de los estudiantes Universitarios es la mejor propuesta habitacional de la ciudad, ya que cuenta con un mundo comercial propio (supermercados, bancos, centros comerciales, clínicas, bares, pubs, restaurantes, etc.) que hacen a la mejor Calidad de Vida, viviendo todos en una misma zona segura y de mucho movimiento las 24 hs.

En cuanto a la inversión, Nueva Córdoba es el barrio de mayor demanda de departamentos, logrando que el mercado crezca. A diferencia de otros barrios, invertir en Nueva Córdoba brinda mayores beneficios, como por ejemplo: rapidez en la venta, un precio mayor al de compra, tranquilidad, seguridad, acceso a servicios las 24hs, y una dinámica generada y pensada para la vida de los estudiantes y jóvenes profesionales que viven en el barrio.

Este barrio dentro de la ciudad de Córdoba es, virtualmente, una gran obra en construcción. Dentro de sus límites se encuentran una gran cantidad de edificios en diferentes etapas de edificación. El sostenido ritmo de construcción es acompañado por un incremento en los precios de cotización de las unidades.

La actividad de la construcción no frena su ritmo de producción en este particular barrio de la docta. Los nuevos edificios se multiplican sobre sus calles, hacia donde acuden inversores inmobiliarios con la finalidad de obtener una renta asegurada ya que año tras año la población de estudiantes que habitan Nueva Córdoba aumenta notoriamente.⁵⁶

A partir del “Corralito” ocurrido a entre 2001 y 2002, los precios de los departamentos han tenido una evolución totalmente favorable, que han producido un incremento en el precio por *m*² para aquellos departamentos “*a estrenar*”, de calidad constructiva y con excelente ubicación. El precio por metro cuadrado promedio del mercado ha subido de manera sostenida y a gran escala, en especial en los últimos cinco años. A la fecha, los precios han superado ampliamente los valores anteriores a la devaluación que rondaban entre U\$S 35.000 a U\$S 45.000 para departamentos de 1 dormitorio, alcanzando los U\$S55.000 y llegando hasta los U\$S70.000, dependiendo de la ubicación, el piso y la calidad de las unidades, entre otras variables.⁵⁷

Continúa la tendencia en cuanto a la composición ambiental de los proyectos, los que contienen casi en forma exclusiva unidades de uno y de dos dormitorios, orientados a un público joven que se asienta en el lugar debido a su cercanía con la Ciudad Universitaria y otras universidades e institutos que ofrecen diferentes propuestas de formación académica.

Los precios en dólares de los departamentos de dos dormitorios en Nueva Córdoba experimentaron durante 2008 un crecimiento del 11% respecto del año anterior (considerando la información disponible hasta mediados de año). Esto llevó a los valores de los mismos hasta un 25% por encima del que tenían antes de la devaluación de finales de 2001.⁵⁸

⁵⁶ IDEM Ref. Nº 21

⁵⁷ Reporte Inmobiliario “Menor actividad con mayores precios en Nueva Córdoba” (© ReporteInmobiliario.com, Lunes 27 de abril de 2009)

⁵⁸ Instituto de investigaciones económicas de la Bolsa de Comercio de Córdoba, “Series de informes de coyuntura” (Febrero de 2009), pp. 1.-

El *precio promedio*⁵⁹ para una unidad de un dormitorio ubicado en un piso intermedio del edificio alcanza en la actualidad los U\$S 1.250 por *m*². Las unidades de dos dormitorios tuvieron en promedio una apreciación aún mayor en los últimos años. Los desarrollos se están llevando adelante sobre parcelas de limitada superficie lo cual hace que la mayoría de los edificios no cuenten con cocheras, por lo que un bajo porcentaje de los edificios se ofrecen con cocheras para los dueños de departamentos, y estas oscilan a valores de entre U\$S 10.000 y U\$S 15.000.⁶⁰

En términos generales, las construcciones son de características estándar, pero mejorando la estética y las prestaciones del edificio con amenities como piscina y SUM (Salón de Usos Múltiples).

No obstante, también en la zona aparecen, aunque en menor cantidad, algunos edificios de alta gama, con una calidad constructiva superior y terminaciones de categoría, los cuales también en muchos casos incluyen piscinas, gimnasio, micro cine y espacios de recreación, dándole cada vez más jerarquía al barrio y elevando con ello los valores. Los casos más destacados dentro del área son el complejo Eclipsa Center y Terees Elysee.

Todo esto conlleva a que las empresas constructoras codicien los pocos lotes disponibles, y que adquieran propiedades antiguas para demolerlas y construir en altura. Las viejas construcciones van desapareciendo en forma progresiva por decisión de sus propietarios de ponerlas en venta, y así dejan abierta la posibilidad para que los inversores desarrollen negocios inmobiliarios, accediendo en muchos casos a ser retribuidos con unidades terminadas (departamentos) en el proyecto.

La explosión edilicia de Nueva Córdoba se ha trasladado ahora a otros barrios, como General Paz, Alta Córdoba y Cofico, que tienen en construcción una cantidad muy importante de edificios, lo cual realza y vuelve más atractiva para inversores e inversionistas a esa zona de la Capital. Los datos están contenidos en un informe

⁵⁹ Precios considerando las diferentes ubicaciones y calidades constructivas en el barrio Nueva Córdoba.-

⁶⁰ Datos confirmados por la empresa constructora Teson S.A. (entrevista realizada en Marzo de 2009). Ver Anexo N°8-

elaborado por Marco Silvestro del departamento de investigación del grupo Edisur durante el año 2008.

La fuertísima expansión edilicia en Nueva Córdoba sumada a la escasez y la consecuente suba de valor de los terrenos, que complica los niveles de rentabilidad (por su incidencia en el costo por m^2), influyeron para que los inversores pusieran los ojos en General Paz primero y Alta Córdoba y Cofico después. En esos barrios ubicados a una distancia de entre 15 y 34 cuadras de la plaza San Martín, inversores y constructoras fueron comprando viejas casonas para levantar edificios de distinto tamaño. En los tres barrios, la normativa municipal de edificación no es homogénea. Por un lado, hay zonas donde solamente se puede edificar hasta una altura máxima de 21 metros (siete pisos) y otras donde la construcción puede llegar a 36 metros (12 pisos). Con el nudo vial Mitre, barrio General Paz se convirtió en la prolongación natural de Nueva Córdoba y también esa vía permitió una más rápida vinculación con Cofico y Alta Córdoba.

De acuerdo a un informe realizado por Reporte Inmobiliario en 2007, en el barrio General Paz, en la zona comprendida entre las calles Ocampo, Rosario de Santa Fe, Patria y Buchardo, hay un número importante de edificios construidos, de los cuales aproximadamente la mitad fue levantado antes de la crisis de 2001. Varias de las obras son emprendimientos de profesionales particulares y otras de desarrollistas de distinta envergadura.

Los precios en General Paz oscilan entre U\$S 1.000 y U\$S 1.250 el metro cuadrado y dependen del grado de avance de la obra, de las prestaciones y ubicación. El precio promedio es de U\$S 1.150 el metro, apenas por debajo de los precios que se encuentran en Nueva Córdoba.⁶¹

Alrededor del 70 por ciento de las obras que se están ejecutando aprovechan el total de la altura máxima, con una especial concentración en la tipología de ocho y nueve plantas. Se utiliza la construcción escalonada con perfil a 45 grados a partir de los 12 metros. La mayoría de las obras en ejecución se halla en un cuadrado de 27 manzanas

⁶¹ Reporte Inmobiliario “Menor actividad con mayores precios en Nueva Córdoba” (Abril de 2009)

ubicadas en el perímetro menor delimitado por las calles Ocampo, Rosario de Santa Fe, Viamonte y 24 de setiembre, la cual representa la zona más buscada y me mayor valor del barrio. Las calles con mayor concentración de obras son 25 de Mayo y Rosario de Santa Fe.⁶²

En tanto, en Cofico y Alta Córdoba había en construcción 38 edificios en Septiembre de 2007 que sumaron más de 600 nuevos departamentos de uno, dos y tres dormitorios a la oferta existente en la zona. El 74 por ciento de los emprendimientos se ubica en Cofico, mientras que el 24% restante está en Alta Córdoba, en el perímetro delimitado por las calles Jerónimo Cortés, Rivera Indarte, Mendoza e Isabel La Católica. Una de las carencias es que para las nuevas unidades solamente hay unas 50 cocheras construidas, lo que podría derivar en problema de estacionamiento en esa zona. Con los nuevos edificios se sumaron unos 35 locales comerciales en ambos barrios. Las construcciones en Cofico tienen valores mayores que Alta Córdoba y se ubican entre 750 y 950 dólares.⁶³

IV.9 Costos en la construcción

El costo de la construcción en nuestra provincia se elevó un 1,1% entre agosto y septiembre del 2007. El aumento en los primeros nueve meses del 2007 alcanzó 20,18%, mientras que la variación con relación a agosto de 2006 marcó un aumento del 22,5%. El costo de construcción del metro cuadrado para una vivienda de tipo plan IPV de 75,7 m² ascendió en la provincia de Córdoba durante el mes de agosto de ese año a \$1.276,45. En este último mes el capítulo que registró un mayor aumento fue el rubro materiales con un aumento del 2,7% con respecto a agosto del mismo año.⁶⁴ (Anexo III)

Según un informe realizado por el diario *La Voz del Interior*, entre los meses de Enero y Septiembre de 2007, los materiales de la construcción sufrieron un incremento de

⁶² Reportelnmobiliario.com, 2003-2008, Lunes 12 de Marzo de 2008.

⁶³ La Voz del Interior, Suplemento "El inversor y la construcción", 10 de Febrero de 2007.

⁶⁴ CEDIN "Indicadores de la Construcción, Noviembre 2007"

aproximadamente un 12%, elevando el costo del metro cuadrado a aprox. \$1.262, de acuerdo a información del Gobierno de la provincia.⁶⁵ (Anexo I)

Ya situados en el año 2009, los costos en *dólares* de los materiales para la construcción y de mano de obra bajaron alrededor de un 15% en lo que va del año en comparación a julio del 2008. *“Especialistas del sector aconsejan que es el mejor momento para invertir en ladrillos. Los porcentajes, récord de baja en lo que va del año, surgen de un estudio estadístico solicitado a consultores y asesores por el Grupo Construya, la asociación civil que nuclea a 12 empresas nacionales del sector, dos de ellas con plantas en Córdoba.”*⁶⁶ *Aquellas personas que tengan ahorros disponibles en dólares y analicen distintas opciones de inversión, encontrarán que en este momento se presenta una excelente oportunidad para construir y/o refaccionar propiedades. Si tomamos los datos de julio de 2008, la baja de los costos de los materiales fue de 14,8%, y de la mano de obra, de 15,7%; lo que implica una baja promedio de un 15,1% en dólares”,* comentó Pedro Brandi, presidente del Grupo Construya en el estudio realizado.

En concordancia con los datos publicados por *Comercio y Justicia*, un relevamiento realizado por Reporte Inmobiliario en el mes de Marzo de este año indica que el costo de la construcción en dólares sufrió una reducción en algo más del 12 % desde agosto del año pasado, por el efecto combinado de la devaluación del peso y una fuerte desaceleración del aumento mensual en la moneda local.⁶⁷

Por su parte, los terrenos en la ciudad de Córdoba han experimentado también subas importantes en los últimos tiempos. Estos han incrementado a ritmo firme, con un aumento promedio del 10% al 15%, subas que se produjeron principalmente en las zonas de mayor desarrollo de edificios y en el sur de la ciudad. El dato surge de un relevamiento realizado por La Voz del Interior entre un grupo de inmobiliarias y desarrollistas locales, para las cuales las zonas adyacentes al río Suquía, la Ruta 20, el corredor de la ruta E-53 y las zonas oeste y sur de la ciudad son las que registraron un

⁶⁵ La Voz del Interior, Suplemento “El inversor y la construcción”, Martes 13 de Noviembre de 2007

⁶⁶ Diario Comercio y Justicia, “El costo de la construcción muestra baja récord del 15%” (27/05/2009)

⁶⁷ Reporte Inmobiliario, “Costo construcción en dólares cayó más de 12 %” (20/03/2009)

mayor avance en cuanto a precios y emprendimientos en 2008. Los mayores incrementos de los precios en el valor de los terrenos durante el año 2007 se registraron principalmente en las zonas de mayor desarrollo en altura: Nueva Córdoba, General Paz, Cofico y Alta Córdoba.⁶⁸ (Anexo II)

IV.10 La Competencia en el sector

En nuestro país no hay una tradición importante en el desarrollo de grandes compañías que logren además captar capital institucional para su crecimiento, ni en el mercado de capitales ni entre privados. Por ello es que la modalidad tradicional ha sido la de encarar proyecto por proyecto. Así, crecieron algunas firmas gerenciadoras, pero el grueso de la ganancia quedó en el propio emprendimiento. Es absolutamente habitual que encontremos compañías de un solo proyecto, sin continuidad en el tiempo. Razones impositivas, cambios permanentes a nivel macro y una mentalidad de corto plazo, han explicado esta manera de concebir los negocios.⁶⁹

Actualmente hay registradas alrededor de 1612 empresas activas en la delegación cordobesa del organismo regulador de la actividad de la construcción. Sin embargo la gran mayoría de estas empresas se dedica a la construcción de obras de infraestructura y civiles, diferentes a las constructoras de edificios en altura.

Dentro de las empresas dedicadas al rubro de la construcción de edificios en altura en la ciudad de Córdoba, vale destacar que muchas de ellas desarrollan sus propios proyectos inmobiliarios, pero la mayoría se dedica a la construcción de inmuebles en forma de contratistas por desarrollistas privados que incursionan en la actividad. Muchos de estos desarrollistas son grandes inmobiliarias que llevan a cabo sus propios proyectos y luego los comercializan gracias a sus estructuras comerciales y fuerzas de venta con el *Know How*⁷⁰ adquirido durante años en el rubro.⁷¹

Dentro de estos proyectos es donde se encuentran gran cantidad de fideicomisos como figura elegida para llevarlos a cabo, y pueden observarse todo tipo de

⁶⁸ La Voz del Interior, Suplemento “El inversor y la construcción”, Martes 13 de Noviembre de 2007

⁶⁹ Tabakman Damián, ReporteInmobiliario.com, 2007.-

⁷⁰ Esta expresión tiene su origen en el lenguaje colonial norteamericano y representa los conocimientos o pericia acumulada por una empresa por su actividad en un rubro o tema específico.

⁷¹ Punto a Punto, “Dossier 2008 Torres y Urbanizaciones en Córdoba”, Octubre 2008.-

emprendimientos privados, desde *Countries* o barrios cerrados, hasta condominios o edificios para vivienda. En toda esa gama de emprendimientos, pueden encontrarse propuestas para los diferentes clientes en el mercado, desde el segmento ABC1, hasta los más bajos para cubrir las necesidades de vivienda en la ciudad.

Entre las principales empresas constructoras y desarrollistas de negocios inmobiliarios de edificios en altura para venta al público se destacan las siguientes: Boetto y Buttigliengo S.A, Estructuras S.A., Grupo Regam, Tomás Crozzoli e Hijos, Romagnoli Churba, Armando Fernandez Constructora, Grupo Lozada Echenique, IMVISA, Tower Sur S.R.L, P.S.L. S.A., Maluf & Asoc., Grunhaut Construcciones, Grupo Magallanes, Grupo EMG, Grupo Desain, Editec S.A., JB Srur, Grupo Pilar Desarrollos Inmobiliarios, Parussa S.A., R. Casalis e Hijos, Grupo Betania, Tierras y Construcciones S.R.L., Jena S.R.L., Grupo VCC S.R.L., Novillo & Asoc., Metrospropios, Ing. Brandolini & Asoc., Dauban Constructora, Tesón S.A., L&S Construcciones, Esmar, Zidarich, Gama, Olympus S.A., Grupo Dycsa, Cros&Cros, GNI S.A., Grupo Edisur, Meade Pucheta S.A., Lafayette Emprendimientos Inmobiliarios, Grupo Dos S.R.L., Marchesini Rusculleda, Emprendimientos Inarco, Grupo Dinosaurio, 3D Desarrollistas, ByBest, Invecor S.A., Ingeniería Constructora, ADI, Grupo EMG, Brick S.R.L., entre otras.⁷²

IV.11 Conclusión de la viabilidad del mercado

Luego de analizar los distintos aspectos involucrados en el desarrollo de un emprendimiento inmobiliario de las características planteadas para el presente trabajo, se concluye en esta primer etapa de análisis que el sector presenta numerosas oportunidades de negocios, y, a pesar de los aspectos negativos presentes principalmente en el ámbito macroeconómico, el sector muestra claros indicios de crecimiento para el futuro, y la actividad tendrá un nivel de demanda que, al menos por varios años más, permitirá que la misma se sostenga para incrementar la oferta y aumentar el *Stock* de unidades.

Por todo ello, se concluye con que el sector es propicio para llevar adelante el proyecto, y las expectativas que presenta el mercado son muy favorables, a pesar del

⁷² Punto a Punto, "Dossier 2007 Torres y Urbanizaciones en Córdoba", Octubre 2007.-

contexto económico del país y mundial que han provocado en los últimos meses una caída en la actividad por factores tanto externos como internos. Los principales factores externos que afectaron la actividad fueron sin dudas la gran crisis iniciada en Estados Unidos que luego se propagó al resto del mundo, y la caída de los precios en algunos *commodities* que venían impulsando la actividad agrícola de nuestro país.

Internamente, también ocurrieron situaciones que socavaron la bonanza que venía atravesando el país en los últimos años, entre las que vale destacar la inestabilidad política, la falta de un rumbo claro de la economía del país, la crisis del campo generada por las retenciones móviles impulsada por el gobierno actual, y el nivel de inflación que se elevó a cifras muy perjudiciales para toda la economía, lo que intentó ser encubierto por el INDEC mediante manipulaciones en los índices publicados. Todas estas situaciones, sin dudas, están relacionadas entre sí en cuanto a su origen, y se reflejaron principalmente en las expectativas de los inversores que, ante este contexto interno conflictivo e incierto hacia el futuro, sumado al panorama mundial de la economía, generaron un *mix* de situaciones que han vuelto a los inversores mucho más medidos, especulativos y con una mayor reticencia a incurrir en riesgos.

Básicamente se ha concluido en que allí se encuentra el principal atractivo para el sector inmobiliario. De acuerdo a lo estudiado en los comportamientos de los consumidores o clientes potenciales, estos tienen un marcado perfil conservador en nuestro país, y, en un contexto de gran incertidumbre e inflacionario, muy probablemente se inclinarán a volcar sus ahorros hacia inversiones en inmuebles para incurrir en riesgos lo más bajo posibles, resguardándose de la pérdida en el poder adquisitivo de sus ahorros provocada por la inflación.

Sumado a esto, las tendencias indican que la demanda de inmuebles en la ciudad de Córdoba aún sigue siendo superior a la oferta, y uno de los sectores demandantes más influyentes que han sido analizados, el de los estudiantes, muestra indicios de que su crecimiento se mantendrá estable en los próximos años.

Todo esto confluye en un panorama que, a pesar de tener riesgos asociados, estos están presentes en todas las actividades de la economía ya que el contexto macro bajo el cual se encuentran los mercados no está muy claro, y, en especial en nuestro país,

donde esto se potencia con la crisis del modelo político y económico por el que se está atravesando. Aun así, los inversores deberán adaptarse al panorama y evaluar en dónde colocar sus ahorros, tal vez en una proporción menor a la que estarían dispuestos a colocar en un contexto de menor incertidumbre, buscando minimizar los riesgos asociados, aún a costas de resignar márgenes de rentabilidad.

Lo que resta definir es la viabilidad técnica y la ubicación exacta para llevar a cabo el proyecto dentro de las zonas que se han seleccionado como las más adecuadas: Nueva Córdoba, Alta Córdoba, General Paz y Cofico. De acuerdo a la zona que se elija, y teniendo en cuenta que cada una tiene normativas diferentes para la edificación, se definirán las dimensiones del inmueble y sus características, para así avanzar con el análisis financiero.

IV.12 - ANALISIS IMPOSITIVO

IV.12.1 Finalidad - Negocio

El objetivo del Contrato de Fideicomiso celebrado es concretar el emprendimiento inmobiliario (edificio en propiedad horizontal) conforme al proyecto constructivo desarrollado, desde su iniciación, construcción del emprendimiento, venta de unidades necesarias para financiar la obra, reintegro de los aportes a los Fiduciantes Inversores, y la liquidación del beneficio por la venta de las unidades asignadas a dicho sujeto, sometiendo el edificio al régimen de la ley 13512 y escriturar las unidades resultantes a favor de quién corresponda. Asimismo, garantiza a los Fiduciantes Inmobiliarios la entrega de las unidades preadjudicadas por fideicomitir los inmuebles sobre el cual se desarrollará el proyecto constructivo (permuta).

IV.12.2 Características de los fideicomisos (Ley 24441)

La Ley 24441 define a los fideicomisos, considerando las características generales, entre las cuales podemos resaltar:

- El fideicomiso es un contrato: Los bienes fideicomitados constituyen una propiedad fiduciaria regida por lo dispuesto en el título VII de libro II del Código Civil.
- Los bienes fideicomitados se encuentran exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario y del fiduciante, salvo fraude.

El derecho privado no realiza una clasificación entre distintos tipos de fideicomisos, salvo lo dispuesto en los artículos 19 y 20 de la Ley 24441 respecto de los fideicomisos financieros.

En efecto, desde el punto de vista del derecho privado existen 2 (dos) tipos de fideicomiso: Fideicomiso financiero y Fideicomiso no financiero.

Lógicamente, la diferenciación que se hace, responde a características particulares de los fideicomisos financieros que poseen tratamiento específico respecto del resto de los fideicomisos.

En el caso particular bajo estudio, al no cumplir con la condición del fiduciario, nos encontramos frente a un fideicomiso no financiero.

IV.12.3 Materia tributaria

En materia tributaria, no se hace clasificación alguna de los fideicomisos, a excepción de lo previsto para el caso particular de los fideicomisos financieros.

Como sujeto de tributo, la Ley 11683 en su artículo 5° inciso c) establece como "responsables por deudas propias a "...los patrimonios destinados a un fin determinado, cuando unas y otros sean considerados por las leyes tributarias como unidades económicas para la atribución del hecho imponible".

En efecto, los fideicomisos como patrimonios destinados a un fin determinado, en general, han sido considerados por las distintas leyes como sujetos pasibles del tributo con motivo de tratarse de unidades económicas para la atribución de hechos imposables.

Sin perjuicio de lo expuesto, y en el caso particular de los fideicomisos, se establece que los responsables a pagar los tributos correspondientes al Fisco Nacional serán los administradores de tales patrimonios (fiduciarios) (artículo 6° inciso e) Ley 11683).

En definitiva, las normas tributarias en general le han otorgado a los contratos de fideicomiso la calidad de "sujeto tributario", asignándole al fiduciario la responsabilidad del cumplimiento de las normas pertinentes.

Es así que los fideicomisos, como "sujetos tributarios", deben, mediante sus fiduciarios, observar las normas tributarias respecto de los hechos imposables que se relacionen con los mismos.

IV.12.4 Impuesto a las Ganancias: Situación de los Fiduciantes Inmobiliarios - Beneficiarios

Previo al abordaje del análisis tributario del Fideicomiso en sí, se debe destacar la situación frente al Impuesto a las Ganancias de las personas físicas titulares de los inmuebles que se fideicomiten (Beneficiarios Inmobiliarios) y, específicamente, en relación a la transferencia a título fiduciario de dichos inmuebles.

En este sentido, los inmuebles en cuestión han sido fideicomitados y sus titulares, como beneficiarios del Fideicomiso, recibirán determinadas unidades; ello en virtud del contrato de permuta subyacente por la contraprestación de su participación en el fideicomiso.

En lo que respecta al Impuesto a las Ganancias, el artículo 3° de la ley del tributo, establece que se considera "venta" a la "permuta" por el cual se transmite el dominio de un bien a título oneroso.

Bajo este análisis, se puede llegar a la conclusión de que el "concepto de venta" en el Impuesto a las Ganancias no es aplicable, en el caso que nos ocupa, a la transmisión de la propiedad fiduciaria de los inmuebles ya que dicha transmisión es a título de fiducia y no onerosa.

Desde ya, conforme dictaminara la AFIP en un caso similar al presente, la transferencia de los inmuebles al dominio fiduciario revisten el carácter de "oneroso" en cuanto se reciba como contraprestación por dicha transferencia derechos sobre unidades resultantes de un emprendimiento (unidades pre asignadas).

Sin embargo, en el caso de personas físicas, como es el que nos ocupa (Fiduciantes Inmobiliarios), la "venta" de inmuebles ("permuta") no se encuentra alcanzada por el impuesto en cuestión atento a no verificarse los supuestos del artículo 2° inciso a) de la ley del gravamen, en cuanto a no tratarse de enriquecimientos susceptibles de periodicidad que implique la permanencia de la fuente que los produce.

No obstante, y en el mismo sentido que el dictamen antes citado, debido al carácter "oneroso" de la operación, resulta de aplicación el Impuesto a la Transferencia de Inmuebles, el cual es del 1,50% sobre el valor de "venta" asignando.

Sin perjuicio de lo expuesto, los "valores locativos" que tengan derecho a percibir mensualmente hasta la entrega de las unidades comprometidas, en el caso de que esto sea parte del contrato, se encuentran alcanzados por el Impuesto a las Ganancias, por lo que dichos "valores" deberán ser incorporados en sus respectivas declaraciones juradas anuales del tributo en cuestión.

IV.12.5 Situación de Fideicomiso

La ley del gravamen establece que los fideicomisos son sujetos del tributo y que deberán, conforme al artículo 69 de la mencionada norma, determinar su resultado impositivo y tributar a la tasa del 35%.

Sin embargo, en aquellos casos en que el fiduciante sea a su vez beneficiario, no tributará el 35%, sino que debe determinarse el resultado impositivo anual de dichos fideicomisos, el cual debe ser asignado en forma completa al fiduciante-beneficiario.

IV.12.6 Monotributo

En el caso particular de Fiduciantes Inversionistas - Beneficiarios que se encuentren adheridos al Régimen Simplificado para Pequeños Contribuyentes (Monotributo), resta analizar el tratamiento de la atribución de los ingresos a los mismos.

Como se expuso, el Fideicomiso no tributa por la utilidad impositiva que se genere, puesto que coincide el fiduciante con el beneficiario; sino que dicha utilidad se atribuye a los Fiduciantes Inversionistas - Beneficiarios, en su debida proporción.

Por lo tanto, resulta importante analizar si esos ingresos se consideran o no a los fines de la recategorización o de la exclusión, según corresponda, del Régimen de Monotributo.

A los efectos de un correcto análisis se debe tener en cuenta cuál es el sujeto subyacente en el presente contrato de fideicomiso.

En este sentido, el decreto reglamentario establece que "las sociedades comprendidas o no en el Régimen Simplificado (RS), se consideran sujetos diferentes de sus socios, en cuanto a otras actividades que los mismos realicen en forma individual, por lo que éstos no deberán computar los ingresos de sus participaciones sociales a los fines de la categorización individual por dichas actividades.

Bajo la premisa de considerar el fideicomiso "una forma asociativa entre las partes asemejable a una sociedad de hecho", los ingresos del emprendimiento no se computarían a los fines de su categorización individual, debiendo tributar los beneficios que obtengan, mediante la presentación de la declaración jurada del

impuesto a las ganancias, por el régimen general, correspondiente a las personas físicas.

IV.12.7 Impuesto al Valor Agregado

Frente al Impuesto al Valor Agregado, no se ha establecido un tratamiento en particular referente a los fideicomisos.

No obstante lo expuesto, la ley del gravamen, en su artículo 4° considera que son sujetos pasivos del impuesto, entre otros, "cualquier otro ente individual o colectivo", entre los que se encuentran los fideicomisos.

La situación del Fideicomiso en este caso particular, no implica un tratamiento diferencial en el Impuesto al Valor Agregado, sino que dicho tratamiento responderá a las consideraciones generales atento a la actividad a desarrollar por el mismo.

En efecto, estamos frente a la transferencia de inmuebles, encontrándose gravada por el impuesto en cuestión solamente la parte correspondiente a la obra y no al terreno. Es así que, al estar destinadas las obras a departamentos que gozan de las características de "viviendas", la alícuota aplicable será del 10,50% respecto de la parte atribuible a las obras de tales viviendas.

En cuanto al nacimiento del hecho imponible, al tratarse de obras realizadas sobre inmueble propio (inmueble bajo dominio fiduciario), el mismo se perfeccionará en el momento de extenderse la escritura traslativa de dominio o al entregarse la posesión si este acto fuera anterior.

Sin perjuicio de ello, en caso de recibirse señas o anticipos que congelen precio de las unidades, el hecho imponible respecto de tales importes se perfeccionará en ese momento y sobre la totalidad de los mismos (no se discrimina sobre el valor asignable a la obra y al terreno).

Consecuentemente, el IVA generado por la construcción será crédito fiscal para el Fideicomiso.

IV.12.8 Impuesto Sobre los Ingresos Brutos - Córdoba

Se debe destacar que el Código Tributario de la Provincia de Córdoba determina, en forma genérica, como sujetos pasivos del impuesto sobre los ingresos brutos a los patrimonios que existen de hecho con finalidad propia y gestión patrimonial autónoma, es decir, entre otros, a los fideicomisos.

Efectivamente, los fideicomisos tributarán el gravamen de acuerdo a la actividad que desarrollen.

El Código Tributario de la Provincia de Córdoba, establece en su artículo 146 que "el ejercicio habitual ya título oneroso en la jurisdicción de la Provincia de Córdoba, del comercio, o de cualquier otra actividad a título oneroso -lucrativa o no- cualquiera sea la naturaleza del sujeto que preste(...), estará alcanzada con un impuesto sobre los ingresos brutos...".

Como puede observarse, la venta de inmuebles se encuentra dentro del ámbito de imposición del tributo, siendo la base imponible la suma de los ingresos brutos devengados en el período mensual correspondiente; entendiéndose como ingreso bruto al precio pactado que surja de la operación respectiva, y el mismo, en caso de ventas de inmuebles, se encontrará devengado desde la fecha del boleto, posesión, o escritura del inmueble.

Se debe destacar que en el caso de venta de inmuebles en cuotas por plazos superiores a 12 (doce) meses, el ingreso bruto mensual será la sumatoria de las cuotas o pagos que vencen en cada período mensual.

Respecto de la alícuota aplicable, la misma es del 3,50%, atento a que la venta de los inmuebles será realizada a "consumidores finales" desde el punto de vista tributario.

IV.12.9 Contribución que incide sobre la actividad Comercial, Industrial y de Servicios - Municipalidad de Córdoba

De idéntica manera que para el caso del Impuesto sobre los Ingresos Brutos, la tributación de este gravamen está supeditada a la actividad desarrollada por el Fideicomiso, es decir por la actividad de venta de departamentos.



En efecto, el artículo 257 del Código Tributario Municipal establece que en el caso de venta de inmuebles la base imponible se devengará en la fecha del boleto de compra-venta, de la posesión o de la escrituración, lo anterior.

En el caso de operaciones de ventas en cuotas, se considera como base imponible a la suma de total de los pagos o cuotas que venzan en cada período.

Consecuentemente, la base imponible mensual estará conformada por la sumatoria de los importes percibidos con motivo de la suscripción de los boletos o documento equivalente y, en el caso de ventas en cuotas, por la suma del importe de las mismas que venzan en el respectivo período mensual.

En cuanto a la alícuota aplicable, la misma es del 0,864%.

V - ANÁLISIS DE VIABILIDAD TÉCNICA

V.1 Estructura propuesta del Fideicomiso

Luego de analizar en profundidad todos los aspectos involucrados en la formulación del presente proyecto de inversión, se ha determinado la siguiente estructura bajo el formato de Fideicomiso: se realizará un edificio con las características acordes a las dimensiones del terreno y ubicación del mismo, que será aportado por la empresa Tesón S.A., quien dispone de dos lotes en condiciones para edificar, y que además está dispuesta a formar parte del Fideicomiso (como fiduciante inmobiliario) aportando el terreno en donde se edificará bajo la condición de que sea esta la empresa subcontratada para llevar a cabo la totalidad de los trabajos de construcción. Se necesitará también contar con otro/s inversor/es en calidad de Fiduciante/s Inmobiliario/s con el fin de disponer de los fondos necesarios para afrontar la adquisición de materiales, mano de obra y demás costos involucrados en la construcción del inmueble. Una vez reunidos estos fondos, se comercializarán las unidades (departamentos y locales comerciales) en sus diferentes grados de avance, de acuerdo a lo que se considere más adecuado, a modo de obtener una rentabilidad lo más satisfactoria posible para los inversores (fiduciantes o beneficiarios), buscando disponer en todo momento de un capital de trabajo adecuado para afrontar los egresos operativos, y mantener los riesgos en niveles controlables considerando el tipo de negocio y el contexto cambiante en el que se estará operando.

V.2 Partes del Fideicomiso, sus obligaciones y derechos

1. Fiduciante Inmobiliario: el fiduciante inmobiliario es la parte que aporta el terreno en donde se realizará el inmueble, que a cambio recibirá una retribución que puede ser en unidades construidas una vez terminado el proyecto, en participación sobre los resultados del proyecto, o una combinación de ambos. Para este caso particular, se va a utilizar una retribución que será la combinación de las dos posibilidades mencionadas, lo que se detallará debidamente más adelante.

2. Fiduciante/s Inversor/es: estos son los que aportan dinero en efectivo para conformar el capital del Fideicomiso, quien los administrará a favor de estos, y dispondrá de ellos de acuerdo a sus obligaciones y facultades para realizar el proyecto y comercializarlo. Al igual que el fiduciante inmobiliario, su retribución por los aportes realizados será una combinación de las dos formas consideradas (unidades y participación sobre los resultados). Estos pueden ser tanto personas físicas como jurídicas.
3. Beneficiarios: de acuerdo a lo indicado por cada uno de los fiduciantes, los beneficiarios serán quienes se harán de los frutos del proyecto que se ejecutará, y pueden ser ellos mismos o quien/es sea/n designado/s a tal efecto.
4. Órgano Fiduciario: este será el encargado de llevar al cabo la administración de todos los bienes fideicomitidos para realizar la totalidad de las tareas involucradas y necesarias para que sea ejecutado el proyecto. Estas tareas van desde la búsqueda de Fiduciantes, comercialización del proyecto, contratación de servicios y personal necesario para realizar las tareas de fiscalización, llevar libros, realizar los trámites que sean requeridos, etc. En fin, el órgano fiduciario es quien hace realidad y materializa el proyecto, y actúa siempre en beneficio de los fiduciantes que forman parte del Fideicomiso.

V.3 Localización del proyecto: decisión del lote a utilizar

Tal como fue mencionado anteriormente, la empresa Tesón S.A. dispone de dos terrenos los cuales pueden ser aportados para realizar el proyecto.

Ambos lotes están ubicados en el barrio Nueva Córdoba, por lo que se seleccionará el más conveniente para realizar el proyecto, y se analizará la viabilidad financiera para llevarlo adelante.

Esto indica que, por el momento, se descartarán las otras áreas o barrios estudiados como posibles ubicaciones del proyecto.

La decisión de considerar la alternativa de incorporar al propietario del terreno como Fiduciante, se debe a que, tal como se verá en detalle más adelante, el valor del

terreno representa una suma de dinero muy importante, siendo esta un porcentaje muy elevado de los costos totales del proyecto, por lo que sólo será necesario conseguir fondos para la ejecución del mismo. De esta forma, ambas partes obtienen un beneficio que, de no realizarse el proyecto no existiría para ninguna de las partes: el propietario del terreno (Tesón S.A.) a pesar de ser una empresa constructora y contar con toda la estructura disponible para realizar la construcción de un edificio por su cuenta (tal como lo hace habitualmente), no dispone en este momento del dinero necesario para comenzar con un proyecto propio, y, a su vez, tiene una suma de dinero muy importante afectada al terreno de su propiedad que no está dando un beneficio, mas allá de la revalorización que ha adquirido en los últimos meses. No hay que perder de vista que también existe la posibilidad de que dicho valor pueda bajar por situaciones que provoque el mercado, lo cual representa un riesgo potencial.

Por otra parte, el beneficio de no tener que conseguir una suma de dinero mayor para afrontar la adquisición de un terreno para el proyecto, representa sin dudas una ventaja muy importante, teniendo en cuenta que esto implicará una menor exposición de los fondos propios y permitirá acotar los plazos totales del proyecto. Es así que, una vez reunidos los fondos para adquisición de un determinado porcentaje de los materiales, mano de obra y demás gastos que intervienen, ya se podrá comenzar con las tareas productivas de construcción y comercialización de unidades en pozo. Esto es algo que seguramente será tenido en cuenta como positivo por aquellos interesados en invertir fondos para conformar el Fideicomiso.

En referencia a los lotes en cuestión, la empresa Tesón informó que los mismos son los siguientes:

- **Lote Nº 1:** Situado en la calle Vélez Sarsfield 1055, entre las calles Pueyrredón y Peredo, en el Barrio Nueva Córdoba, al límite con el Barrio Güemes en la ciudad de Córdoba capital .

Sus dimensiones son de 10 metros de frente por 54,74 metros de profundidad, alcanzando el corazón de manzana. De acuerdo a los códigos de edificación para

ese terreno, la *superficie edificable*⁷³ es de 3254,80 metros cuadrados, distribuidos en 10 (diez) pisos habitables y con un retiro a 45º a partir del séptimo piso. El valor de mercado del lote N° 1 a la fecha es de U\$S 450.000 de acuerdo a cálculos realizados en comparación con terrenos en la misma zona y en general en el barrio Nueva Córdoba.

Las características más destacables de la ubicación es que se encuentra sobre en una calle muy importante que es la Av. Vélez Sarsfield, la cual brinda una muy buena accesibilidad a los diferentes barrios como así también para abandonar la ciudad. Esta zona es muy cercana al predio donde se encuentra la *Ciudad Universitaria*, lo cual representa un atractivo muy importante para aquellos estudiantes que buscan una propuesta habitacional para alojarse y desempeñar sus estudios en la UNC.

Quizás el dato más interesante de este terreno es que se encuentra situado en frente al predio que antiguamente fuera ocupado por la “Villa el Pocito”. Dicho predio está ubicado en la manzana formada por las Av. Vélez Sársfield, Av. Pueyrredón y Calle Turrado Juárez. Se trata de un terreno, compuesto por seis parcelas, de forma rectangular (relación lado 1 a 4), con lado mayor sobre Avenida Vélez Sársfield y la calle Turrado Juárez, y un pequeño lateral hacia Av. Pueyrredón; el resto, medianero con parcelas vecinas, en donde podrían construirse hasta 80.000 m²⁷⁴. La topografía es plana, pero con una importante diferencia de nivel hacia abajo, con respecto a la Av. Vélez Sársfield, marcado por el antiguo cauce del Arroyo La Cañada que pasaba por el terreno, previo a su rectificación.⁷⁵ Este desnivel que presenta el terreno implica que las futuras edificaciones que se construyan en el predio no afectarán la vista de los departamentos que se edifiquen sobre la vereda lindante al terreno bajo análisis. Para concluir con lo que respecta a este terreno, hay que destacar que en el

⁷³ Esta indica la cantidad máxima de metros que pueden construirse para aprovechar el lote respetando las normativas municipales vigentes para esa localización.

⁷⁴ Info Negocios, “La ex villa el pocito genera dinero sin mover un ladrillo” (12/06/2007)

⁷⁵ Llamado a licitación pública n°4 “Pliego de condiciones particulares: Inmueble Ex Villa el Pocito CBA.”, (CORINCOR S.A.).

predio se está planificando el desarrollo de un emprendimiento inmobiliario de gran jerarquía, lo cual le dará al sector una imagen totalmente renovada y, sin dudas, revalorizará el sector, potenciando el valor de todas las propiedades de la zona.

- **Lote N° 2:** Este terreno se encuentra ubicado en la calle Rondeau 45, entre las calles Independencia y Buenos Aires, en el corazón del Barrio Nueva Córdoba, Córdoba capital.

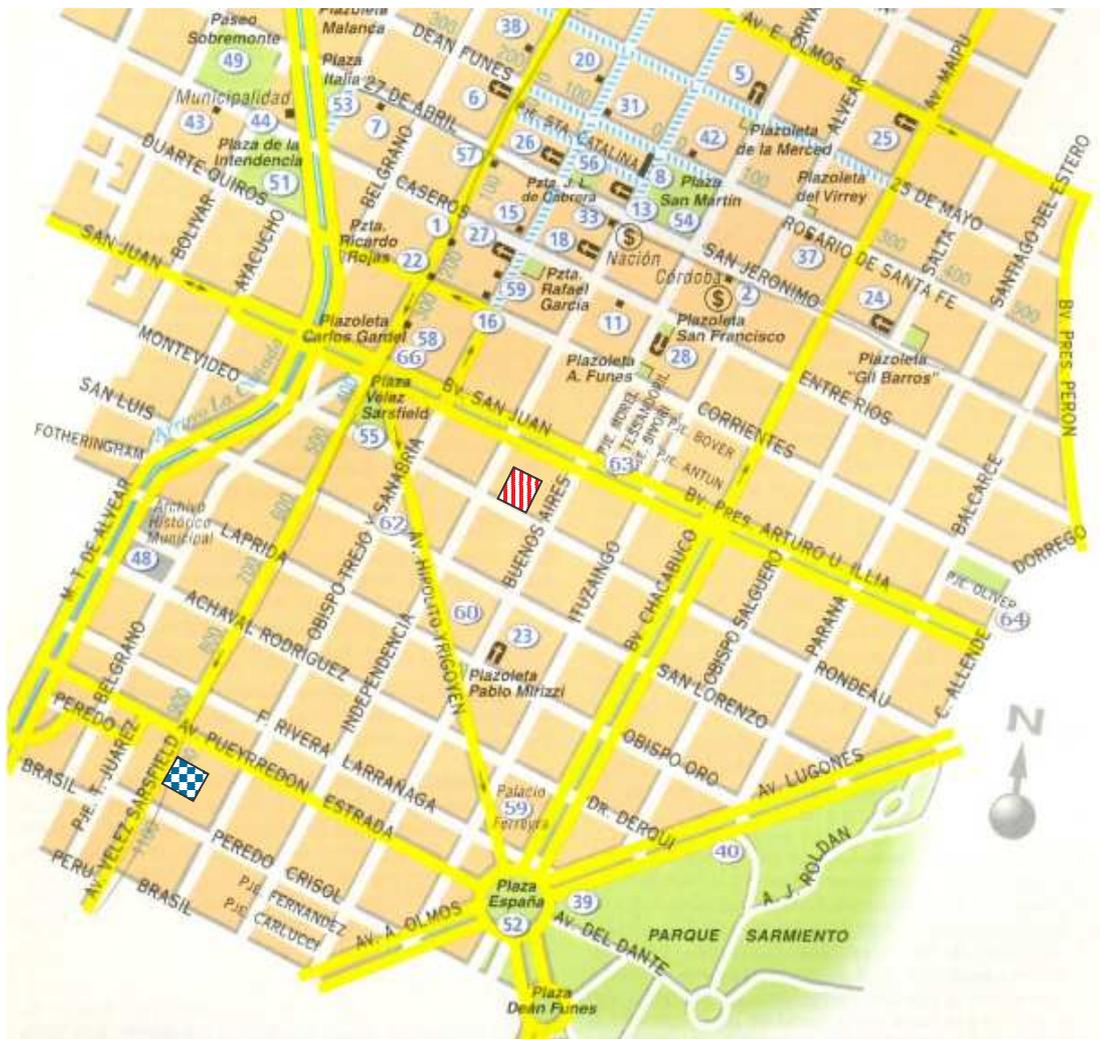
Sus dimensiones son de 15 metros de frente por 53,4 metros de profundidad, alcanzando el corazón de manzana. De acuerdo a los códigos de edificación para esta zona, la superficie edificable es de 6482,15 metros cuadrados aproximadamente, distribuidos en 12 (doce) pisos habitables y con un retiro a 45° a partir del noveno piso.

El valor de mercado del terreno actualizado es de U\$S 960.000, de acuerdo al cálculo realizado por el propietario, tomando en cuenta los precios de los terrenos en la misma zona y en general en el barrio Nueva Córdoba. Aquí el precio es sustancialmente superior al del lote N° 1 y se debe a que, en esa ubicación quedan muy pocos (hasta se podría decir que ninguno), y en el mercado son muy buscados los departamentos en dicha localización.

Esta zona es una de las más desarrolladas en el barrio Nueva Córdoba, en donde se nuclean una enorme cantidad de edificios de viviendas, hoteles, locales comerciales, oficinas, pubs, bares y demás servicios que se ofrecen masivamente, en especial a los estudiantes y jóvenes que viven en el lugar. Hay quienes afirman que esta zona ha llegado a su punto de saturación debido a la gran concentración de gente que vive y desarrolla sus actividades comerciales y de esparcimiento, lo que la convierte en una ubicación con una presencia de ruidos y movimiento que hacen poco comfortable a su habitabilidad. Aún así, esta atmósfera es muy agradable y buscada por muchas personas que arriban a la ciudad, quienes también afirman que este movimiento constante durante las 24 Hs del día le confieren a la zona una gran seguridad en relación con la periferia del barrio y respecto a otros barrios aledaños.

A continuación se exhibe un mapa del barrio Nueva Córdoba en donde se indicarán las ubicaciones específicas de los dos lotes descriptos para dar una idea gráfica de sus localizaciones con respecto a otros puntos clave de referencia:

Gráfico N° 7: Mapa del barrio Nueva Córdoba y localización de los lotes disponibles para realizar el proyecto:



➤ Referencias mas Importantes:



LOTE N° 2

LOTE N° 1

7- Biblioteca Córdoba.

8-Cabildo

12-Casona Municipal

13-Catedral

- 16-Colegio Nacional Monserrat
- 22- Facultad de Ciencias Exactas, Físicas y Naturales
- 23-Iglesia de los Capuchinos.
- 31- Legislatura provincial.
- 39- Museo Provincial de Bellas Artes "Emilio Caraffa".
- 44-Palacio Municipal "6 de Julio".
- 47-Paseo de las Artes.
- 51-Plaza España.
- 58- Universidad Nacional de Córdoba.
- 59- Museo de Bellas Artes "Palacio Ferreyra".
- 60-Paseo Buen Pastor
- 61-Ciudad de las Artes
- 63- Mercado y Terminal de minibús "Mercado Sur".
- 64-Terminal de Ómnibus Netoc.
- 66- Shopping Patio Olmos.

Fuente: *Guía Turística Argentina del Automóvil Club Argentino. Edición 2004.*

Para finalizar con las características relacionadas con cada uno de los lotes bajo análisis, es menester regresar al concepto de Superficie Edificable y evaluar su relación con el costo del lote. De esta manrea se podrá identificar la incidencia del costo del terreno por metro cuadrado de construcción, lo cual será determinante teniendo en cuenta el valor de mercado de cada metro cuadrado construido para su venta y su posterior rentabilidad.

Tabla N° 3: Incidencia de valor (U\$S) por M2 de los terrenos analizados

Lote N° / Relaciones	DIMENSIONES (M2)	SUP. EDIFICABLE (M2)	VALOR (U\$S)	INCIDENCIA POR M2 (U\$S/m2)
LOTE N° 1 (Av. Velez Sarsfield 1055)	547,40	3254,80	450.000	138,26
LOTE N° 2 (Rondeau 45)	801,00	6482,15	960.000	148,10

Fuente: elaboración propia en base a la información recabada.-

V.3.1 Conclusión de la decisión de localización

En base a toda la información estudiada sobre las dos localizaciones posibles, y teniendo en cuenta la incidencia real en dólares que tiene el valor de los terrenos (el

cual influye en la rentabilidad que se obtiene por el precio de venta), optó por realizar el proyecto en el lote nº 1, ubicado en la calle Velez Sarsfield 1055, por los motivos que se enumeran a continuación:

- Tiene una incidencia menor del terreno por metro cuadrado edificable, siendo de 7,12% aproximadamente;
- El tamaño del lote nº 2 es considerablemente mayor al lote nº 1, lo cual implica que se deba realizar un proyecto de una mayor envergadura, lo cual requiere que se reúna un capital muy superior para poder realizarlo;
- La zona en la que se encuentra el lote nº 1 está experimentando un desarrollo muy interesante en materia inmobiliaria, y cuenta con el aliciente de que existe una gran expectativa a futuro por la efectiva realización de un proyecto inmobiliario de envergadura y calidad en el terreno de la ex *Villa el Pocito*, que será beneficioso para la revalorización de todos los inmuebles aledaños. En contrapartida, se considera que la ubicación del otro terreno no justifica un mayor costo dado a que la zona se encuentra muy desarrollada y hasta cierto punto saturada, lo que no ofrece una expectativa de que en el futuro los inmuebles allí emplazados experimenten un incremento en su valor, en relación con la zona seleccionada.

V.4 Presentación de la empresa Tesón S.A.

A los fines de identificar otro aspecto importante dentro de la viabilidad técnica para realizar el proyecto, se presenta a la empresa Tesón S.A. quien, en caso de aprobarse, llevaría a cabo la ejecución del proyecto, buscando así determinar su idoneidad y pericia para afrontar la construcción del inmueble.

Tesón S.A. es una empresa constructora de desarrollo inmobiliario que cuenta con cinco años de vida, y con una experiencia muy amplia en el campo de la construcción, respaldada principalmente por su presidente, el Ingeniero Luis Pasquali (H), quien ha trabajado durante muchos años en el rubro en otras empresas y proyectos inmobiliarios.

Actualmente, la empresa cuenta con 112 empleados, los que en su gran mayoría están directamente afectados a las diferentes obras que la empresa está realizando.

Tesón S.A. cuenta con personal capacitado, con una estructura y una experiencia en el campo que le permite afrontar cualquier tipo de obras de desarrollo inmobiliario, lo cual queda avalado por las diferentes obras que esta tiene en su haber.⁷⁶

Misión:

“Brindar a nuestros clientes la mejor respuesta y calidad de servicio, máximas garantías y trato personalizado, respetando siempre los plazos establecidos, y participando en el desarrollo urbano con el objetivo de una mejora continua de la calidad de vida de las personas”.

- Visión:

“Ser un referente local en estructuras de Hormigón Armado y en desarrollo de emprendimientos inmobiliarios, reconocidos por valoración de nuestro grupo humano comprometido con el perfeccionamiento continuo en nuestros procesos internos”.

⁷⁶ Ver ANEXO N°7

- Organigrama:



Fuente: Información brindada por la empresa.

Luego de analizar la estructura y la experiencia adquirida por la empresa en las diferentes obras que ha realizado y que se encuentra ejecutando actualmente, es evidente que la misma cuenta con los recursos y pericia para realizar la construcción del edificio que está siendo estudiado.

Ahora, sólo resta realizar el estudio financiero, a partir del cual determinar su viabilidad a la luz de los costos involucrados y los rendimientos estimados para el proyecto.

VI - ANALISIS DE VIABILIDAD FINANCIERA

VI.1 Estructura de costos del proyecto

Para dar inicio al análisis de viabilidad en lo que respecta a lo estrictamente financiero, se parte de un presupuesto de los costos que estarán involucrados a lo largo del proyecto, como punto de partida de los diferentes análisis de rendimientos que brindarán información necesaria para determinar la viabilidad en este punto.

VI.1.1 Diseño del edificio y cálculos de superficies

En base a los diseños bajo los cuales ha realizado sus trabajos previos, y a los estudios realizados por la empresa propietaria del terreno en el que se construirá el inmueble, se ha arribado a lo que representa uno de los posibles formatos para el mejor aprovechamiento del terreno que se utilizará.

Hay que destacar en este punto que las normativas del código de edificación municipal vigente a la fecha limitan de diferentes maneras el diseño que se realice para la construcción de cualquier inmueble. Entre los principales puntos a mencionar se encuentra el retiro a 45 grados que debe respetarse a partir de los 21 metros de altura (en este caso es desde el 7mo piso)⁷⁷ y el retiro que debe respetarse con respecto al corazón de manzana, lo que limita la cantidad de metros que pueden aprovecharse del terreno para construir.

En base a esto, se expone a continuación la distribución del edificio entre las unidades que serán construidas (departamentos de 1 y 2 dormitorios, dúplex y locales comerciales) con el tamaño respectivo de cada unidad:

⁷⁷ Ver ANEXO N° 3

Tabla N° 4: Distribución por unidades y características

Piso-Unidad	Tamaño (m2)	Tipo de unidad
PLANTA BAJA		
LOCAL 1	30	LOCAL COM.
LOCAL 2	30	LOCAL COM.
A	48,28	DTO. 1 DORM.
B	43,29	DTO. 1 DORM.
C	41,94	DTO. 1 DORM.
PISOS 1º A 7º		
A	40,02	DTO. 1 DORM.
B	41,26	DTO. 1 DORM.
C	45,39	DTO. 1 DORM.
D	47,46	DTO. 1 DORM.
E	43,29	DTO. 1 DORM.
F	41,94	DTO. 1 DORM.
PISO 8º		
A	41,81	DTO. 1 DORM.
B	56,07	DTO. 2 DORM.
C	56,07	DTO. 2 DORM.
D	41,81	DTO. 1 DORM.
PISO 9º		
A	67,87	DTO. 2 DORM.
B	69,29	DTO. 2 DORM.
PISO 10º-11º		
A	62,05	DUPLEX 1 DORM.
B	62,05	DUPLEX 1 DORM.

Fuente: Elaboración propia en base a información aportada por la empresa Tesón S.A.

Tabla N° 5: Cálculos totales de metros construidos para el edificio

TIPO DE UNIDAD	CANTIDAD	M2 TOTALES
LOCALES COMERC.	2	60
DTOS. 1 DORM.	47	2144,79
DTOS. 2 DORM.	4	249,3
DUPLEX 1 DORM.	2	125
TOTAL	55	2579,09
ESPACIOS COMUNES	GLOBAL	675,71
TOTAL METROS CONST.		3254,8

Fuente: Elaboración propia en base a información aportada por la empresa Tesón S.A.

En lo que respecta a las características constructivas en cuanto a diseño, estética y materiales a utilizar, se han tomado como referencia las especificaciones técnicas del

último edificio propio construido por la empresa. Dichas especificaciones son las siguientes:

- Entrada de jerarquía con revestimientos en madera, mármol y porcelanato;
- Dos ascensores con cabinas de acero inoxidable con puertas automáticas;
- En cocinas y baños, pisos y revestimientos cerámicos;
- Pisos de parquet en dormitorios y estar-comedor;
- Paredes enduidas en yeso con molduras;
- Puertas y placares enchapados en cedro;
- Carpintería de aluminio;
- Cortinas de enrollar de madera;
- Portero eléctrico;
- Cañería para teléfono, TV y datos;
- Cocina equipada con muebles bajo mesada y alacena en melamina con terminaciones en aluminio;
- Mesada de granito con bacha de acero inoxidable y grifería mono comando;
- Baños completos con artefactos sanitarios y bañeras enlosados;
- Iluminación en palieres para cada departamento.
- TERMINACIONES EXTERIORES: revoque fino y grueso y revestimiento plástico color.
- CERRAMIENTOS: carpintería de aluminio anodizado.

La empresa Tesón S.A. ha informado que requiere un plazo de 18 (dieciocho meses) para concluir con los trabajos de construcción en un 100%. De todas maneras se tomará la precaución de llevar este plazo a los 20 (veinte) meses a los fines de los distintos análisis de costos y financieros, evitando cualquier tipo de imprevisto que pueda surgir durante la ejecución de las tareas de construcción.

VI.1.2 Cálculo de costos directos e indirectos

A continuación se detallarán los costos directos e indirectos, de manera que pueda determinarse cuál será el costo total de construcción del edificio para el proyecto de inversión bajo análisis.

Cabe destacar que la totalidad de la información ha surgido de dos fuentes: una de la empresa Tesón S.A. en las diferentes entrevistas realizadas, y, como complemento, se ha consultado la información publicada en el boletín informativo “*El Inversor y la Construcción (Edición Junio de 2009)*” del diario Comercio y Justicia⁷⁸, el cual ha sido ampliamente recomendado por quienes se desempeñan en el ámbito de la construcción, representando esta una herramienta muy útil al momento de consultar ciertos costos involucrados (dicho informe se nutre de información de la Gerencia de Estadísticas y Censos de la Provincia de Córdoba, y de los precios promedio de materiales registrados en más de 180 comercios minoristas del Gran Córdoba).

En la construcción de un edificio de estas características hay ciertos materiales que tienen una incidencia de mayor peso en relación con otros, los cuales puede afirmarse que son los siguientes:

- Hormigón elaborado
- Hierro para estructuras
- Áridos (arena, piedra, etc.)
- Ladrillos (visto, hueco, tabiquería interior)
- Solados (azulejos, pisos cerámicos y cerámicos para revestimiento)
- Pisos parquet (en dormitorios y living)
- Yeso (para revestimientos, molduras y terminaciones en gral.)
- Losas de baños y grifería
- Aberturas en madera y aluminio (puertas, puertas ventana, ventanas, ventilaciones, etc.)
- Instalaciones eléctricas (principalmente cables)

Por otra parte, un punto que merece una especial atención por su incidencia, y que se tiene como costo a determinar para el proyecto, es el permiso de edificación emitido por el colegio de Arquitectos. Este indica que deberán abonarse en concepto de honorarios profesionales al arquitecto que lleva a cabo el proyecto, un porcentaje fijo del 5% en base a una suma que asciende a los \$1.000 por cada metro cuadrado que tenga la obra a ejecutar. De haberse acordado con el arquitecto asesor un monto

⁷⁸ Ver ANEXO N° 5

menor, igualmente dicha suma deberá ser desembolsada en su diferencia al colegio. Por lo tanto, para el caso de la construcción del edificio que se está analizando, esta suma ascenderá a \$162.750 aproximadamente (al tipo de cambio vigente al mes de Junio, esto representa U\$S43.055).

La empresa ha informado que, teniendo en cuenta el tipo de materiales utilizados bajo las especificaciones generales indicadas, el costo puro de materiales asciende a los U\$S390 por metro cuadrado.

Sumado a esto, debe consignarse otro costo directo involucrado en la construcción y que representa aproximadamente un 35% del costo neto total de construir: la mano de obra. Teniendo como referencia las experiencias y estudios de costos analizados por la empresa constructora, esta indica que del 100% de los costos puros o directos de construcción involucrados, los materiales tienen una incidencia del 65% y el restante porcentaje queda afectado a la mano de obra directa interviniente. Esto representa, de acuerdo a cómputo de los metros a construir, una suma total de U\$S1.952.880.

A ello hay que sumarle el costo que representa el terreno, que tiene una incidencia de U\$S138.26 por metro cuadrado. Dicho costo por metro cuadrado, si es multiplicado por el total de metros a construir, dará como resultado el valor total del terreno. Pero la participación de este en cada metro cuadrado construido, nos muestra que el costo total por metro construido asciende a los U\$S738,26, tomando en cuenta los tres rubros más importantes en cuanto a los costos: los materiales, la mano de obra directa y el terreno.

Paralelamente, y a los fines de determinar lo que representará efectivamente la construcción del inmueble al Fideicomiso conformado para realizar el proyecto de inversión, hay que determinar cuáles son los honorarios que deberán ser abonados a la empresa constructora para que ejecute la obra. La empresa Tesón S.A. ha determinado un precio de U\$S700 por metro cuadrado de construcción con provisión de materiales, es decir, un 20% sobre el costo puro de U\$S600 estimado anteriormente (sin tener en cuenta la incidencia del terreno).

Para finalizar el análisis de costos, hay que determinar los costos indirectos que se generarán con la estructura administrativa del fideicomiso para llevar adelante las tareas de fiscalización, gestión y comercialización, brindando el soporte o estructura necesaria para que todo funcione correctamente y de acuerdo a lo que se planifique. Para ello se identificarán todas las partes y tareas que deberán ser cubiertas para estructurar el Fideicomiso (u Órgano Fiduciario):

- Contador: será necesario que realice un asesoramiento constante, es decir, llevar libros, balances, movimientos mensuales de los diferentes impuestos (IVA, Ganancias, I.B.B. Provincia de CBA., etc.), contestar inspecciones en el caso de que las hubiere, cerrar los balances anuales, inscripción de los empleados en las diferentes reparticiones, entre otras. Una estimación de los honorarios cobrados por un contador para esta tarea oscila entre los \$1.500 y \$2.000⁷⁹, dependiendo del profesional contratado.
- Arquitecto: es fundamental contar con los servicios de un profesional de este rubro para realizar la fiscalización y seguimiento del avance de la obra realizada por el subcontratista (para este caso la constructora Tesón S.A.). Este profesional actúa en defensa de los intereses de los bienes fideicomitados, buscando que se cumpla con lo acordado con la empresa constructora en tiempo y forma para evitar inconsistencias en la obra, y para contar con un seguimiento específico del avance de la misma en forma permanente. Los honorarios de referencia para llevar adelante estas tareas ascienden a los \$1.500 aproximadamente⁸⁰.
- Personal administrativo: lo que se ha recomendado en este punto es disponer de una persona contratada en carácter de tiempo completo para realizar todas las tareas diarias concernientes a brindar apoyo a las tareas del contador, llevar la documentación y registros de los informes realizados por el arquitecto, realizar trámites varios (banco, dependencias judiciales y administrativas, etc.),

⁷⁹ A modo de disponer de un valor estimativo para este punto se consultó a un contador que actualmente está desempeñando funciones de ese tipo en un fideicomiso que se encuentra en etapa de realización.-

⁸⁰ IDEM Ref. Nº 75.

atención al público en las oficinas, entre otras tareas que requieran ser desempeñadas. Este salario asciende a los \$2500 aproximadamente (con aportes y obra social incluidas).

- Órgano Fiduciario: estará conformado por un representante de la empresa Tesón S.A. y quien realiza la organización del proyecto desarrollado. Estos miembros tienen las más amplias facultades para disponer de todos los bienes fideicomitados a los fines suscriptos, y tienen la obligación de garantizar la correcta utilización de los mismos en beneficio de los Fiduciantes e Inversores que suscriben al Fideicomiso creado. Estos también deberán realizar las tareas de comercialización para atraer tanto a interesados en formar parte del Fideicomiso, a Fiduciantes (aportando capital), como así también a inversores que deseen adquirir las unidades, ya sea durante el período de construcción o, también, una vez finalizadas. Sus remuneraciones mensuales se pueden estimar en \$3.000 cada miembro, incluidas las cargas sociales y aportes (esto se determina a título de referencia, sin ser un monto).
- Gastos varios: se determina arbitrariamente una suma de U\$S1.000 mensuales a lo largo de los 48n meses de la duración del proyecto para considerar eventualidades que puedan surgir operativamente, egresos extraordinarios y otros no previstos en este análisis.

A continuación se presenta una tabla que reúne todos los costos analizados, para finalmente determinar los costos totales del proyecto.

Tabla Nº 6: Costos directos e Indirectos

CONCEPTO	U. Medida	CANTIDAD	PRECIO UNIT. (U\$S)*	TOTAL (U\$S)
Materiales	m2	3254.8	390.00	1269372.00
Mano de Obra directa	m2	3254.8	210.00	683508.00
Terreno	Un.	1	450000.00	450000.00
Permiso de edificación (honorarios y arancel)	Un.	1	43055.00	43055.00
Honorarios subcontratista (constructora)	m2	3254.8	100.00	325480.00
Honorarios profesionales Arquitecto	Mes	20	396.83	7936.51
Honorarios profesionales varios (contador y administrativo)	Mes	48	4000.00	192000.00
Honorarios Organo Fiduciario y gastos de comercialización	Mes	48	6000.00	288000.00
Gastos varios	Mes	48	1200.00	57600.00
TOTAL				3316951.51
* Se toma como referencia el tipo de cambio de \$3,78=U\$S1 en los casos que los precios estén dados en Pesos Arg.				

Fuente: elaboración propia en base a la información recabada.-

VI.1.3 Cálculo de financiación e ingresos

Es quizás este el punto en el que la figura del fideicomiso otorga a las partes involucradas una seguridad que de otra manera no estaría presente. Dada la forma en que los bienes fideicomitidos son integrados al capital del Fideicomiso, y en cómo estos son afectados a los fines para los que este fue creado, dotan a la figura de un carácter de seriedad y garantía en sí misma para quienes aportan su capital.

En consonancia con el estudio de viabilidad financiera, y luego de haber estimado los costos afectados al proyecto, se procede a confeccionar la manera en que dichos costos serán afrontados.

Se debe diferenciar en primera medida las dos fuentes de ingresos que este Fideicomiso tiene previstas:

1. Fiduciantes: estos a su vez se distinguen en Inmobiliarios (aporta/n el terreno para afectarlo al proyecto) e Inversores (aportan dinero en efectivo en la formación del capital del Fideicomiso)

2. Compradores de unidades: estos son quienes adquieren unidades (departamentos u oficinas) ya sea en la etapa de construcción (pre venta, “venta en pozo”) o una vez que la construcción del edificio ya haya terminado.

La diferencia principal entre estos dos tipos de inversores es, básicamente, que los primeros aportan el dinero o bienes para ser afectados al proyecto a cambio de una retribución que puede consistir en unidades, dinero en efectivo, o una combinación de ambos. A su vez, estos participarán de las ganancias (si es que se presentan) de acuerdo a su porcentaje de participación en el capital Fiduciario, una vez concluido el fin para el que se creó y liquidados los bienes remanentes. En cambio, los inversores que adquieren unidades en sus diferentes etapas, simplemente reciben el bien que previamente se acordó al momento de realizar la operación.

Ya aclarado este punto, se avanza en la determinación de la conformación del capital del fideicomiso (bienes fideicomitidos).

Para comenzar, se recuerda que ya se cuenta de base con un Fiduciante Inmobiliario quien aporta el terreno en donde se ha de construir el edificio que es el objeto de este proyecto de inversión. Este aspecto ha sido debidamente desarrollado en puntos anteriores.

En adelante, lo que se necesita para conformar el capital son aportes de dinero en efectivo que permitan garantizar la disposición de recursos para costear la efectiva ejecución del proyecto. Algunos autores llaman a estos aportes, los que forman la “caja”⁸¹ del Fideicomiso.

Por ende, se plantea la necesidad de conformar un capital fiduciario por un valor que permita tener la seguridad de que se podrá concluir con la obra, objeto para el que se crea el Fideicomiso. Esto tiene, de acuerdo a lo planteado por *Osmar Buyatti*, un triple objetivo:

1. Analizar las necesidades reales de fondos que se tendrán;
2. Prevenir que en todo momento sea suficiente el efectivo disponible en *la caja* para enfrentar los distintos pagos obligatorios a realizar; y

⁸¹ Buyatti Osmar D. “Introducción al negocio Fiduciario”, Editorial Osmar D. Buyatti, 2006.-

3. Servir como base de las proyecciones que se utilizarán para estimar la calificación de riesgo del proyecto.

Inicialmente, y de acuerdo a lo planteado por la empresa constructora como más conveniente⁸², se aconseja hacer un desembolso importante para congelar los precios de varios de los materiales más importantes, el cual asciende aproximadamente a un 25% de los costos totales de materiales⁸³.

También se advierte que, mensualmente se va a desembolsar una suma de dinero destinada a los honorarios de los empleados directos e indirectos de la obra. Asimismo, deberán realizarse pagos periódicos a la empresa constructora que se encargará de la adquisición de todos los materiales, insumos, servicios, dirección y representación técnica, etc., para concluir con las obras (lo que a su vez estará supeditado a la certificación del cumplimiento de las diferentes etapas de la construcción, de acuerdo al programa confeccionado a tal efecto).

Se conoce ya el monto estimado total (presupuesto) que se requiere para la construcción del edificio, por lo que sólo resta definir cómo se irán presentando los egresos a lo largo del tiempo, y en base a ello determinar la manera más adecuada para organizar la financiación.

Se presenta a continuación, el comportamiento de los costos a lo largo del tiempo que durará la construcción (20 meses), para, en base a ello, tener gráficamente el movimiento de estos y así identificar los momentos en los que se necesitará disponer de dinero para afrontarlos en tiempo y forma.

⁸² Esta modalidad es muy común en el ámbito de la construcción, y está principalmente impulsada por la volatilidad de los precios en el mercado como también por la inflación por la que atraviesa nuestra economía, generando una pérdida sustancial de poder de compra del dinero en el futuro. Bajo esta metodología se eliminan estos riesgos implícitos, esto a cambio de un costo financiero en la actualidad por inmovilizar ese dinero por un tiempo determinado.

⁸³ Ese porcentaje ha sido estudiado por la empresa a lo largo de los proyectos que ha realizado, por lo que se le dará un tratamiento acorde a la pericia de esta.

Tabla N°7: Comportamiento de los egresos durante el período de construcción

MES:	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
EGRESOS										
Permiso edificaciin	\$ 43,055	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Egresos construcción contratista	\$ 317,343	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777
Acumulado egresos construcción	\$ 317,343	\$ 399,120	\$ 480,897	\$ 562,674	\$ 644,450	\$ 726,227	\$ 808,004	\$ 889,781	\$ 971,558	\$ 1,053,335
Honorarios Profesionales mensuales	\$ 10,397	\$ 10,397	\$ 10,397	\$ 10,397	\$ 10,397	\$ 10,397	\$ 10,397	\$ 10,397	\$ 10,397	\$ 10,397
Gastos varios y contingencias	\$ 1,200	\$ 1,200	\$ 1,200	\$ 1,200	\$ 1,200	\$ 1,200	\$ 1,200	\$ 1,200	\$ 1,200	\$ 1,200
	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Total egresos por construcción	\$ 317,343	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777						
Total egresos	\$ 371,995	\$ 93,374	\$ 93,374	\$ 93,374						
Acumulado egresos	\$ 371,995	\$ 465,369	\$ 558,742	\$ 652,116	\$ 745,490	\$ 838,863	\$ 932,237	\$ 1,025,611	\$ 1,118,984	\$ 1,212,358

10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777
\$ 1,135,112	\$ 1,216,888	\$ 1,298,665	\$ 1,380,442	\$ 1,462,219	\$ 1,543,996	\$ 1,625,773	\$ 1,707,549	\$ 1,789,326	\$ 1,871,103	\$ 1,952,880
\$ 10,397	\$ 10,397	\$ 10,397	\$ 10,397	\$ 10,397	\$ 10,397	\$ 10,397	\$ 10,397	\$ 10,397	\$ 10,397	\$ 10,397
\$ 1,200	\$ 1,200	\$ 1,200	\$ 1,200	\$ 1,200	\$ 1,200	\$ 1,200	\$ 1,200	\$ 1,200	\$ 1,200	\$ 1,200
\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777	\$ 81,777
\$ 93,374	\$ 93,374	\$ 93,374	\$ 93,374	\$ 93,374	\$ 93,374	\$ 93,374	\$ 93,374	\$ 93,374	\$ 93,374	\$ 93,374
\$ 1,305,732	\$ 1,399,105	\$ 1,492,479	\$ 1,585,853	\$ 1,679,226	\$ 1,772,600	\$ 1,865,974	\$ 1,959,347	\$ 2,052,721	\$ 2,146,095	\$ 2,239,468

Fuente: elaboración propia.-

Teniendo en cuenta el comportamiento de los costos durante los veinte meses en los que se realizarán los trabajos de construcción del edificio, y suponiendo que en este lapso los pagos a la empresa constructora se distribuirán homogéneamente,⁸⁴ a excepción del pago inicial para congelar precios del 25% de los materiales, se pueden identificar los siguientes puntos:

- Se necesitará una suma de U\$S 372.000 aproximadamente para poder comenzar con los trabajos de construcción;
- A partir del primer mes y hasta concluir con la construcción del inmueble, serán erogados mensualmente U\$S93.400 aprox.

Por lo tanto, resulta necesario reunir una *caja* inicial con los aportes de Inversores, de U\$S2.239.468 para asegurar el cumplimiento de la obra.

De todos modos, no es necesario disponer de esta suma de dinero en su totalidad para el momento de iniciar los trabajos de obra, por que surge la posibilidad de que los inversores, sean estos Fiduciantes o Compradores de unidades, entreguen un

⁸⁴ Se plantea esta suposición a los fines de simplificar los análisis.

porcentaje de su inversión al momento cero, y luego completen con sus aportes mensualmente durante los veinte meses.

Haciendo hincapié ahora en los ingresos potenciales que generaría el proyecto al ser comercializado, se presenta a continuación una estimación de su valor de mercado.

Actualmente, el valor en el mercado por metro cuadrado de departamentos para la zona donde se pretende desarrollar el proyecto alcanza los U\$S1.500, mientras que los locales comerciales superan esa cifra en aproximadamente 3.25 veces, o sea, un valor de U\$S4.875 por m^2 .⁸⁵

Llevando estos valores a la cantidad de metros que se podrían construir en el lote de la calle Vélez Sarsfield, se arriba a los siguientes valores:

Tabla Nº8: Ingresos estimados por ventas de las unidades a valor de mercado presente

TIPO DE UNIDAD	CANTIDAD	M2 TOTALES	Valor (U\$S/m ²)	Ingreso U\$S
LOCALES COMERC.	2	60	4,875.00	292,500.00
DTOS. 1 DORM.	47	2144.79	1,500.00	3,217,185.00
DTOS. 2 DORM.	4	249.3	1,500.00	373,950.00
DUPLEX 1 DORM.	2	125	1,500.00	187,500.00
TOTAL	55	2579.09		4,071,135.00

Fuente: elaboración propia.

Esto arroja un valor promedio de U\$S 68450 por unidad.

VI.2 Cálculo de Indicadores Financieros

En base a la información que ha sido recabada a lo largo de los diferentes estudios, se puede afirmar que es posible determinar una tasa de descuento que refleje una buena medida para calcular los rendimientos estimados de la inversión bajo análisis.

Para ello se tendrán en cuenta aspectos como la inflación (por medio del índice de costo de los materiales de la construcción), el riesgo de la actividad y el costo de

⁸⁵ Estos valores han sido consultados a la empresa constructora y se han corroborado con los precios a los que se están comercializando departamentos en la zona.

oportunidad (representado por las tasas que ofrecen los bancos para plazos fijos en dólares).

En base a todos estos aspectos involucrados en una inversión de la naturaleza que representa el negocio inmobiliario, se está en condiciones de afirmar que:

- El riesgo de la actividad, que básicamente está dada por el riesgo del no cumplimiento por parte del desarrollista/empresa constructora con la entrega de lo pautado en tiempo y forma, y teniendo en cuenta que bajo la estructura de un fideicomiso queda reducida su magnitud, no presenta un nivel considerable con relación a otro tipo de inversiones habituales en el mercado;
- En cuanto a la incidencia de la inflación en la actividad, bajo el contexto actual de una desaceleración de la demanda con respecto a la oferta que se venía manteniendo en los años precedentes, y analizando el comportamiento del ICC en los últimos períodos, se advierte que no hay un movimiento en los precios de los materiales e insumos que requiere la actividad que representen una amenaza o que muestren indicios de que en el corto/mediano plazo (próximos 12 a 20 meses) vayan a tener una suba o una baja considerables;
- Por último, y para este caso el más influyente para determinar la tasa de descuento a fijar para descontar los flujos del proyecto, se tiene el costo de oportunidad, el que se ha determinado luego de analizar las tasas ofrecidas en el mercado financiero por los bancos para plazos fijos en Dólares.

Es importante destacar que siempre la determinación de una tasa de descuento no es una tarea fácil y su importancia radica en que esta determina el rendimiento mínimo que se le exige al proyecto para aceptar o rechazar su realización.

Para este caso se ha llegado a la determinación de que la tasa de descuento apropiada para descontar los flujos del proyecto es del 10%.

Esta se encuentra considerablemente por encima de la tasa ofrecida por los bancos para plazos fijos en Dólares, la cual cubre ampliamente el costo de oportunidad y los riesgos que tiene asociada una actividad como la inmobiliaria en proyectos de este tipo.

En base a esta tasa se procede a confeccionar un flujo de fondos y el cálculo de indicadores que permitan determinar el rendimiento que arrojaría el proyecto estimativamente.

Para ello se ha optado por la utilización del método del Valor Actual Neto (VAN), la Tasa Interna de Retorno y, por último, en base a estos indicadores, el planteo de una herramienta muy útil para un caso como este que es el análisis de sensibilidad mediante el planteo de escenarios posibles a presentarse en el futuro.

Basando el planteo de los flujos en información proporcionada por el Director de la empresa constructora, para un proyecto de las características del que se ha planteado, el comportamiento de los inversionistas es el siguiente:

- Toma 6 meses aproximadamente la captación de inversionistas para cubrir los fondos necesarios para comenzar con la obra;
- Desde el momento en que se comienza con la construcción y durante los primeros 12 meses , se producen ventas uniformes de unidades que alcanzan hasta el 50% de las unidades comercializables;
- En los últimos 8 meses de la etapa de construcción del inmueble, las ventas merman en relación con los primeros 12 meses y llegan a representar un 35%, alcanzando así un acumulado del 85% de las unidades comercializables;
- El remanente de las unidades, una vez finalizada la obra, se realizan en un plazo no mayor a los 6 meses en la mayoría de los casos.

Teniendo como referencia esta información, se plantean tres escenarios de análisis para poder tener una idea de cómo se comportará el rendimiento del proyecto en caso de que los flujos reales difieran de los planteados como base:

- Escenario Base: representando la información aportada por la constructora;
- Escenario Pesimista: este tendrá un margen negativo de -30% con respecto al escenario base (en relación a los momentos y plazos de los flujos);
- Escenario Optimista: el que tendrá un comportamiento exactamente al Pesimista pero con un margen positivo.

Teniendo ya definidos los costos, ingresos (precios), la tasa de descuento y los escenarios que representan el momento en que se producirán las entradas de dinero, se exhiben a continuación los resultados obtenidos:

Tabla N° 9: Esquema de Ingresos y Egresos para los tres escenarios planteados

ESQUEMA DE INGRESOS Y EGRESOS EN CADA ESCENARIO				
	Nº PERIODOS	VA COSTOS	VA INGRESOS	VAN
PESIMISTA	39	\$ 793,620.5	\$ 881,423.4	\$ 87,802.9
BASE	32	\$ 932,196.9	\$ 1,157,110.2	\$ 224,913.3
OPTIMISTA	21	\$ 959,418.0	\$ 1,636,086.8	\$ 676,668.8

Fuente: elaboración propia.⁸⁶

VI.3 Conclusión de viabilidad financiera y recomendaciones finales

Tal como puede observarse en la Tabla N°9, el VAN estimado para todos los escenarios alternativos planteados es positivo, con lo que se puede afirmar que, en base al análisis financiero realizado, el proyecto de inversión se presenta muy atractivo.

Los flujos estimados para cada escenario arrojan un periodo en el que se produce un déficit o flujo negativo, con lo cual es imposible llegar al cálculo de la Tasa Interna de Retorno (TIR) para complementar las conclusiones a las que se arribó mediante el indicador del VAN. Dicho período corresponde al inicio de la obra con el desembolso inicial para congelar el precio de materiales. Esta situación representa una de las debilidades o aspectos negativos de este indicador financiero en contrapartida con el VAN, que siempre es posible calcularlo.

Cabe destacar que el proyecto presenta una gran sensibilidad ante los cambios en los plazos en que se consiguen los fondos de los inversionistas y compradores, lo cual afecta directamente al número de periodos total de flujos ante cada escenario, y a su rentabilidad final estimada.

Los valores arrojados por el VAN para los diferentes estados proyectados tienen una gran variabilidad, pero estos se encuentran siempre en valores positivos, con lo que no

⁸⁶ Ver ANEXO N° IX

representa esto un indicio de estar en presencia de riesgos o situaciones que puedan hacer que el proyecto efectivamente resulte negativo en términos económicos para los inversores. No obstante, es importante que se le preste especial atención a este aspecto ya que, aún siendo siempre positivo el resultado obtenido, existen grandes diferencias en términos de valor de mercado ante las distintas alternativas de escenarios posibles.

VII – BIBLIOGRAFÍA

- abeceb.com “*Los commodities agropecuarios recuperan su precio desde marzo*”. Web: <http://www.abeceb.com>
- Anuario de Estadísticas Universitarias UNC, Guía Estadística de Córdoba, Universidad Blas Pascal y Universidad Católica de Córdoba.
- Buyatti, Osmar D. “*Introducción al negocio Fiduciario*”, Editorial Osmar D. Buyatti, 2006.-
- CEDIN “*Indicadores de la Construcción, Noviembre 2007*”
- Censo realizado por la Provincia de Córdoba, año 2008.
- CityCredito.com. Web: www.citycredito.com.ar
- Diario Comercio y Justicia. Web: www.comercioyjusticia.com.ar
- Diario Democracia. Web: www.democracia-diario.com.ar
- *El Inmobiliario.com*. Web: www.elinmobiliario.com/blog/
- Estudio jurídico Lisoprawski. Web: www.fideicomiso-asesor.com.ar
- *Guía Turística Argentina del Automóvil Club Argentino*. Edición 2004.
- Hirschman, A (1957), “*The Strategy of Economic Development, New Haven*”, Yale University Press; Hirschman, A (1977) A generalized linkage approach to development with special reference to staples, *Essays on Economic Development and Cultural Change in honor of Bert Hoselitz*, vol,25, supplement, University of Chicago Press, Chicago.
- Holcman, Edgardo, “*Inversiones: características, perfil del inversor, tipos de inversiones y conformación de las carteras de inversión*”
- INDEC. Web: www.indec.gov.ar
- Instituto de Investigaciones Económicas “*Serie de informes de coyuntura*”, Febrero de 2009.
- Instituto de investigaciones económicas de la Bolsa de Comercio de Córdoba, “*Serie de informes de coyuntura*”, Febrero de 2009.
- Instituto de investigaciones económicas de la Bolsa de Comercio de Córdoba, “*Serie de informes de coyuntura*”, Febrero de 2009.

- La Voz del Interior, Suplemento *“El inversor y la construcción”*, Martes 13 de Noviembre de 2007.
- La Voz del Interior. Web: www.lavoz.com.ar
- *Latinforme*. Web: www.latinforme.com
- Ley Nº 24.441-*“Ley de Fideicomisos de la República Argentina”*-, sancionada el 22.12.94 (B.O. 16.01.95).
- *Libro de Consulta para Evaluación Ambiental (Trabajo Técnico N. 139). Volumen I. “Políticas, Procedimientos y Problemas Intersectoriales. Departamento de Medio Ambiente del Banco Mundial”*.
- Llamado a licitación pública nº4 *“Pliego de condiciones particulares: Inmueble Ex Villa el Pocito CBA.”*, (CORINCOR S.A.).
- Punto a Punto, *“Dossier 2008 Torres y Urbanizaciones en Córdoba”*, Octubre 2008.-
- ReporteInmobiliario.com. Web: www.reporteinmobiliario.com
- Revista Punto a Punto. Web: www.papcordoba.com
- Ross, Stephen A., Westerfield R., Jordan B. *“Fundamentos de Finanzas Corporativas”*, 7ma Ed. McGraw-Hill 2006.-
- Sapag Chain, N. y R. *“Preparación y evaluación de proyectos”*, Cuarta ed. McGraw-Hill 2003.-
- Soler Osvaldo H. y Asociados. Web: www.soler.com.ar
- TICordoba Web: www.ticordoba.com.ar
- U.N.C. Web, Link: www.unc.edu.ar
- Wikipedia. Web: [www.es.wikipedia.org/wiki/C%C3%B3rdoba_\(Argentina\)](http://www.es.wikipedia.org/wiki/C%C3%B3rdoba_(Argentina))
- Y2K Networks Web, Link: www.y2knetworks.com/blog/



VIII - ANEXOS

Anexo N° 1: La Voz del Interior, Suplemento "El inversor y la construcción", Martes 13 de Noviembre de 2007

SANITARIOS			
Insumo	Enero	Setiembre	Var. %
Estearina	10,46	12,26	17,21
Roilo Alfascrep 0,05x30	3,34	3,76	12,57
Bidet loza bco.	80,65	90,01	11,61
Llave limpieza p/tanque	21,99	24,42	11,05
Inodoro sifonico loza bco.	76,51	84,85	10,90
Asiento inodoro plástico	14,45	15,82	9,48
Lavabo loza bco. 45x53	58,95	63,13	7,09
Enchufe goma p/inodoro	2,75	2,94	6,91
Pintura asfáltica	7,09	7,56	6,63
Llave paso bronce 0,013	15,44	16,20	4,92
Flotante p/tanque 1/2"	19,05	19,98	4,88
Masilla	2,69	2,81	4,46
Canilla de bronce 0,013	16,57	17,30	4,41
Llave paso bronce 0,019	18,67	19,43	4,07
Grifería P/lavabo	186,69	194,24	4,04
Pileta cemento 65x45	51,87	53,96	4,03
Grifería mezcl. P/cocina	178,46	184,98	3,65
Tanque PVC tricapa 500 Lts.	237,26	244,62	3,10
Grifería mezcl. P/ducha	202,26	208,38	3,03
Grifería P/bidet	207,68	213,01	2,57
Botiquín 3 cuerpos c/espejo	121,68	124,03	1,93
Depósito P°C 12 lts.	74,00	75,17	1,58

OTRAS INSTALACIONES			
Insumo	Enero	Setiembre	Var. %
Estaño al 33 %	44,53	55,26	24,10
Rejilla c/marco cromado 15 x 15	19,08	21,82	14,36
Sopapa bronce cromada 0,038	10,73	12,22	13,89
Sopapa bronce cromada 0,051	10,51	11,96	13,80
Tapa cromada c/marco 20 x 20	29,45	33,44	13,55
Caño PVC O 0,110x4 metros	39,14	43,34	10,73
Caño EPOXI O 0,019	10,52	11,61	10,36
Caño EPOXI O 0,025	14,96	16,28	8,82
Ramal T PVC O, 110	14,87	16,06	8,00
Tapa CNYCS 60 x 60 c/fil bronce	58,67	63,18	7,69
Caño HC 0,102	8,27	8,84	6,89
Ramal Y PVC 0,064 x 0, 110	12,52	13,37	6,79
Ramal Y PVC 0,064	8,55	9,12	6,67
Sombrero CH. GALV. 0,110	16,82	17,92	6,54
Caño PVC 0,063	8,28	8,80	6,28
Pileta de patio multiple PVC	17,29	18,32	5,96
Rejilla h" f" 20 20	11,43	12,09	5,77
Codo Yola PVC 0, 063	14,60	15,39	5,41
Ramal Y PVC 0, 110	15,89	16,73	5,29
Codo con base PVC 0, 110	12,61	13,25	5,08
Embudo PVC 0,110	14,95	15,54	3,95
Sifón Simple PVC 0,038	10,60	10,69	0,85

PINTURERÍA			
Insumo	Enero	Setiembre	Var. %
Aguarrás c/envase	5,25	5,76	9,71
Imprimación al latex	10,37	11,31	9,06
Esmalte sintético	18,70	20,16	7,81
Barniz	13,63	14,61	7,19
Pintura al latex	11,98	12,56	4,84
Pintura al agua	0,84	0,88	4,76

ELÉCTRICOS			
Insumo	Enero	Setiembre	Var. %
Cable desnudo aprobado 7x0,40	0,53	0,62	16,98
Conductor aprob. 1 mm.	0,58	0,67	15,52
Conductor aprob. 4 mm.	1,90	2,12	11,58
Conductor aprob. 2,5 mm.	1,26	1,39	10,32
Roseta madera de 10 cm.	0,77	0,84	9,09
Floran plástico de 10 cm.	0,77	0,84	9,09
caja de ch. 10x10	3,47	3,78	8,93
Caño liviano 5/8"	2,50	2,72	8,80
Caño liviano 3/4"	3,00	3,26	8,67
Bajada completa hºgº 1 1/4	157,42	169,71	7,81
caja de ch. 15x15 p/tablero	33,98	36,50	7,42
caja de ch. 5x10	1,35	1,45	7,41
Llave 2 punto y toma tipo tecla	5,87	6,28	7,04
Tomacorriente simple de 10 A	4,64	4,96	6,90
caja de ch.p/llave térmica	24,96	26,51	6,21
Pulsador embutir plástico	4,52	4,76	5,31
Llave 1 punto tipo tecla o similar	4,27	4,47	4,68
Llave 1 punto y toma tipo tecla	6,00	6,28	4,67
Caja de ch. EPEC	45,91	47,43	3,31
Fusible aéreo 10A	4,50	4,63	2,89
Jabalina hºgº de 1.20 mts.	13,60	13,99	2,87
Llave termomagnética 20A bip	15,42	15,61	1,23

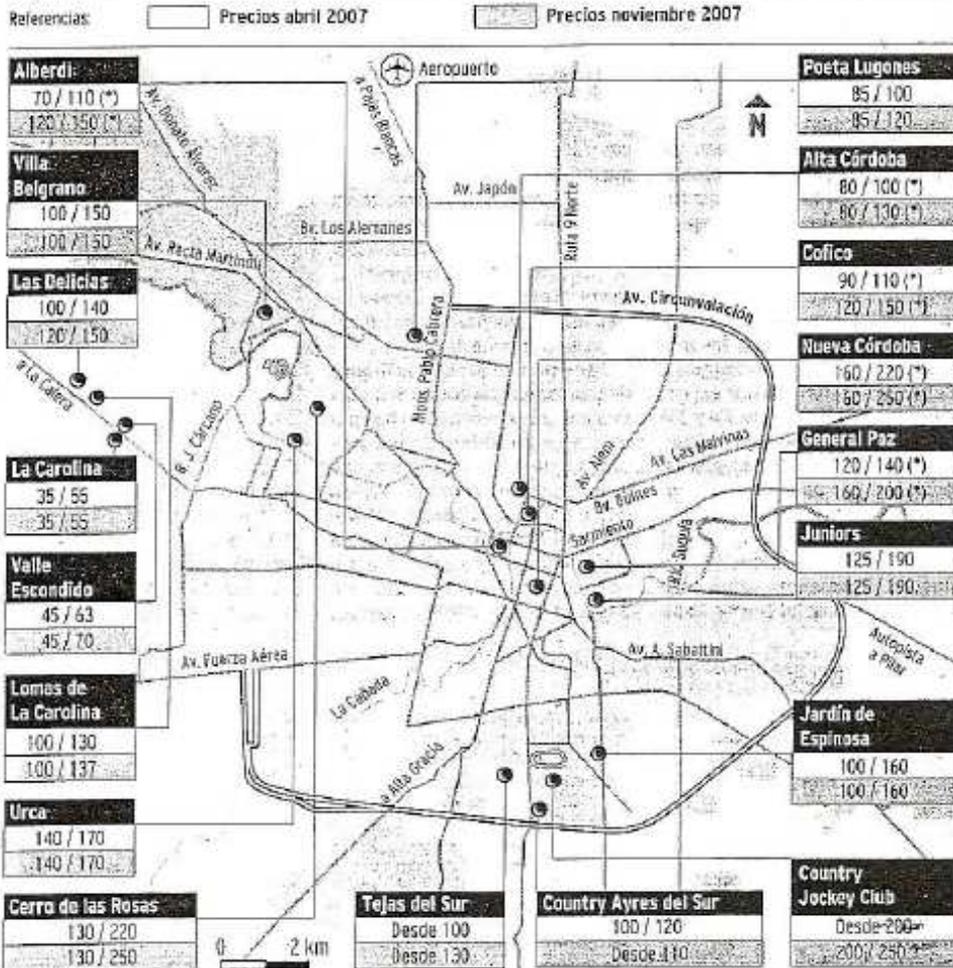
CONSTRUCCIÓN			
Insumo	Enero	Setiembre	Var. %
Cascote de ladrillo	24,60	30,00	21,95
Arena fina	81,17	96,20	18,52
Cal Grasa	312,87	367,66	17,51
Canto rodado	79,46	93,36	17,49
Arena gruesa	46,59	54,38	16,72
Bovedilla	374,21	434,73	16,17
Ladrillo común	354,32	410,73	15,92
Cristal Float 3mm	37,94	43,59	14,89
Cemento portland	348,32	398,92	14,53
Hierro torcionado 8mm.	3,50	3,95	12,86
Azulejos 15x15	19,38	21,86	12,80
Hierro torcionado 6mm.	2,84	3,16	11,27
Súper Iggam	1224,21	1357,28	10,87
Alambre negro	5,80	6,41	10,52
Clavos 2 1/2"	5,76	6,30	9,38
Zócalo calcáreo 0,07x0,30	4,95	5,36	8,28
Hierro redondo 6mm.	3,57	3,85	7,84
Mosaiico calcáreo 20x20	20,94	22,54	7,64
Baldosa P/piso 0,30x0,30	20,94	22,54	7,64
Hidrófugo	3,88	4,17	7,47
Pintura asfáltica	7,09	7,56	6,63
Madera P/encofrado	57,97	58,84	1,50

CARPINTERÍA			
Insumo	Enero	Setiembre	Var. %
Ventana balconín	117,91	144,36	22,43
Puerta p/placard	312,23	363,58	16,45
Ventana 1.50 x 1.00	798,09	902,70	13,11
Ventana 1.20 x 1.00	679,40	759,20	11,75
Puerta vidriera	333,32	372,17	11,66
Puerta placa	205,39	226,60	10,33
Puerta de entrada	701,08	772,38	10,17

Anexo Nº II: La Voz del Interior, Suplemento “El inversor y la construcción”, Martes 13 de Noviembre de 2007

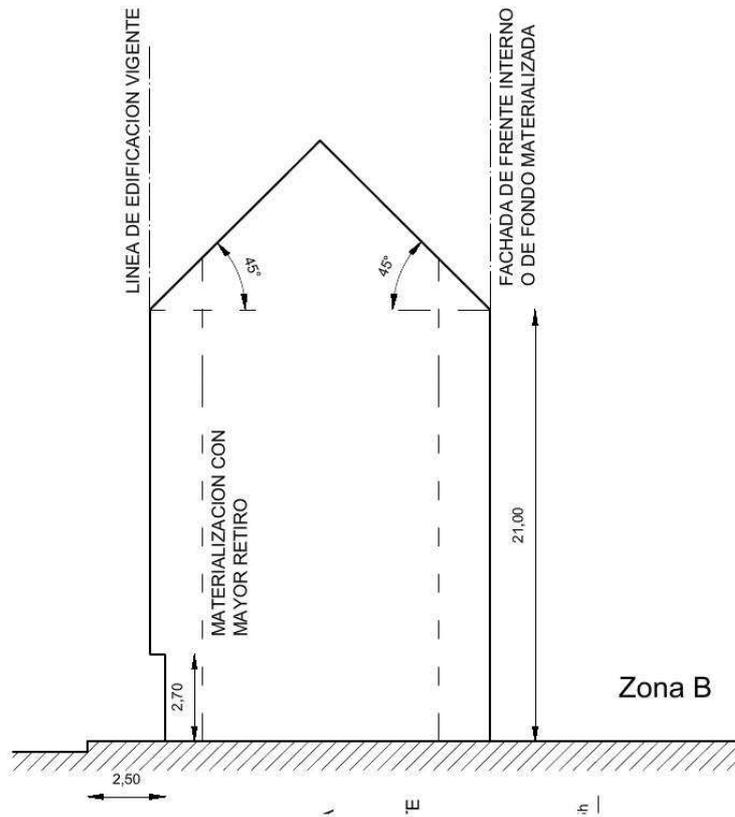
Precios de terrenos en la ciudad de Córdoba.

Por metro cuadrado. En dólares. Precios indicativos según el rendimiento del terreno y sujetos a la ubicación.



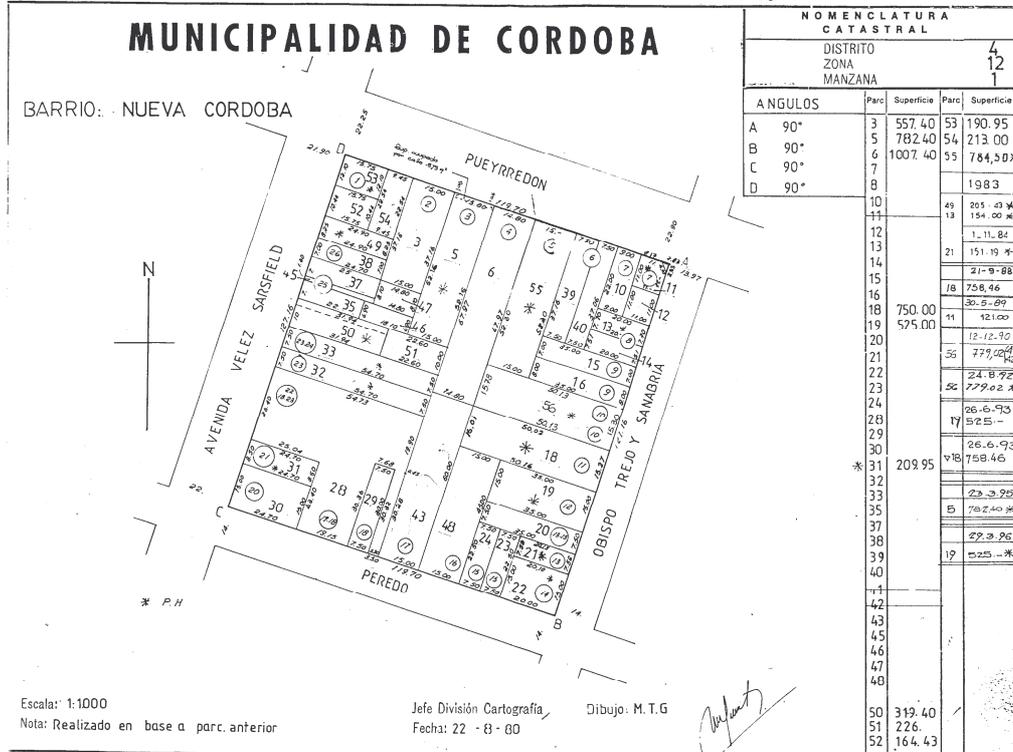
Anexo N° III: “Normativa municipal vigente sobre la línea de edificación”

GRAFICO 13
PERFIL XXI
Art. 47



Fuente: Art. 47 del código de edificación Municipal de la Ciudad de Córdoba para la ubicación del lote.

Anexo Nº IV: “Plano del Lote Nº 1 Situado en Av. Vélez Sarsfield”



Ref. El lote está formado por las parcelas Nº50 y 51

Fuente: Plano brindado por la empresa Tesón S.A. (obtenido en el Registro de la Municipalidad de la ciudad de Córdoba).

Anexo N° V: Suplemento “El Inversor y la Construcción Jun.-Jul. 09” del diario Comercio y Justicia

22 | Junio/Julio 2009 | El Inversor y la Construcción

Presupuesto

COSTO DE LA CONSTRUCCIÓN EN LA CIUDAD DE CORDOBA - Valor del m2

MES	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
ENERO	373,87	379,26	377,48	377,54	383,96	379,86	373,06	372,99	494,06	644,41	702,37	924,37	1120,63	1.263,77	1.638,96
FEBRERO	374,10	377,82	377,72	376,18	383,66	380,13	372,39	386,39	494,42	668,79	705,03	932,18	1126,30	1.283,80	1.643,90
MARZO	374,70	377,82	377,24	375,62	383,81	379,53	372,31	399,46	494,15	677,04	787,87	935,80	1130,80	1.296,91	1.648,88
ABRIL	375,15	377,78	377,73	374,70	383,29	378,42	372,67	415,81	492,12	678,40	797,05	949,71	1142,28	1.458,73	1.652,17
MAYO	375,90	378,06	377,98	377,99	383,13	376,96	372,01	431,90	490,88	682,22	800,01	977,67	1182,14	1.500,12	1.655,87
JUNIO	376,37	378,24	378,19	380,44	383,01	376,15	371,12	445,44	493,53	682,73	801,31	994,88	1205,31	1.515,90	
JULIO	376,62	378,29	378,26	383,34	382,80	375,80	370,02	466,30	505,18	684,90	803,31	1005,75	1246,75	1.560,18	
AGOSTO	376,90	377,02	378,79	382,17	382,09	375,28	369,66	477,13	534,22	687,99	804,56	1010,47	1262,35	1.576,68	
SEPTIEMBRE	377,95	376,69	379,20	384,97	381,70	375,17	369,72	483,24	555,76	690,82	805,24	1042,30	1276,45	1.597,36	
OCTUBRE	378,19	376,73	379,39	384,75	381,21	374,60	369,29	486,77	575,36	695,03	863,50	1053,30	1.294,07	1.623,34	
NOVIEMBRE	378,64	376,73	379,44	384,51	380,60	373,89	369,06	491,28	598,88	698,06	887,80	1060,33	1.313,18	1.631,81	
DICIEMBRE	379,04	377,14	380,18	384,26	380,34	373,21	368,27	489,21	622,72	700,69	891,79	1062,40	1.321,30	1.635,52	



Precios indicativos oficiales/Cba

Fuente: Gerencia de Estadísticas y Censos de la Provincia de Córdoba.

Precios promedio de materiales registrados en más de 180 comercios minoristas del Gran Córdoba. Mayo de 2009.

ITEMS DE OBRA	TOTAL	ITEMS DE OBRA	TOTAL	ITEMS DE OBRA	TOTAL	ITEMS DE OBRA	TOTAL
CONSTRUCCIÓN		CONSTRUCCIÓN		CONSTRUCCIÓN		CONSTRUCCIÓN	
Bloques de Hormigón 13x18x29 Un.	2,49	Hierro torsionado 8mm. Kg	5,84	Botiquín 3 cueros c/espajo Un.	269,28	Caja de ch. 15x15 p/tablero Un.	54,99
Bloques de Hormigón 18x18x29 Un.	3,49	Hidrofrigo Kg	5,78	Tanque PVC tricapa 500 Lts. Un.	344,37	Caja de ch. EPEC Un.	58,88
Ladrillo Cerámico Hueco 13x18x33 Un.	4,79	Clavos 2 1/2" Kg	9,00	Caño HC 0,102 MTS	10,71	Caja de ch. p/llave térmica Un.	294,00
Ladrillo Cerámico Hueco 18x18x33 Un.	2,99	Alambre negro Kg	9,35	Caño PVC 0,063 MTS	10,71	Bajada completa 1/2" 1.14 Un.	230,72
Ladrillo Cerámico Hueco 18x18x33 Un.	2,95	Arena fina M3	226,23	Caño PVC 0,110x4 metros c/u	51,87	Fusible aéreo 10A Un.	5,26
Ladrillón 6x18x33 Mil	249,00	Arena gruesa M3	69,02	Caño Plomo 0,038 MTS	4,47	Jabalina 1/2" de 1.20mts. Un.	39,04
Viguetas Prefabricadas largo 2,00Mts Un.	20,06	Cal Grasa Tn	54,087	Caño Plomo 0,051 MTS	4,47	Llave 1 punto tipo taca o similar Un.	6,41
Viguetas Prefabricadas largo 3,00Mts Un.	28,40	Canto rodado M3	223,58	Caño Plomo 0,061 MTS	4,47	Llave 1 punto y toma tipo taca Un.	9,12
Viguetas Prefabricadas largo 4,00Mts Un.	43,66	Cemento blanco Kg	4,49	Caño Plomo MTS	4,47	Llave 2 punto y toma tipo taca Un.	9,12
Viguetas Prefabricadas largo 5,00Mts Un.	70,56	Cemento portland Tn	558,77	Caño EPOXI 0,019 MTS	26,52	Tomacorriente simple de 10 A Un.	6,68
Viguetas Prefabricadas largo 6,00Mts Un.	107,05	Ladrillo común Mil	286,74	Caño EPOXI 0,025 MTS	26,52	Llave termomagnética 20A bipolar Un.	23,07
Ladrillo Cerámico para techo altura 9cm Un.	3,22	Bovadilla M2	696,78	Ramal Y PVC 0,064 x 0,110 c/u	15,97	Pulcador embutir plástico Un.	6,75
Ladrillo Cerámico para techo altura 12cm Un.	3,53	Azuñales 15x15 M2	27,39	Ramal Y PVC 0,110 c/u	18,69	Campanilla embutir 12 V Un.	28,02
Ladrillo Hormigón para techo altura 9cm Un.	2,38	Cristal float 3mm M2	62,33	Ramal T PVC 0,110 c/u	17,48	Conductor aprob. 1 mm. Mts	0,66
Ladrillo Hormigón para techo altura 12cm Un.	2,79	Mosaico calcáreo 20x20 M2	30,80	Ramal Y PVC 0,064 c/u	9,55	Conductor aprob. 2,5 mm. Mts	1,44
Piso Cerámico 15x15 liso tránsito intermedio m2	34,58	Zocalo calcáreo 0,07x0,30 Mt.Lin.	8,60	Ramal T Vbno c/u	7,59	Conductor aprob. 4 mm. Mts	2,24
Piso Cerámico 20x20 liso tránsito intermedio m2	30,57	Baldosa P/Pliso 0,30x0,30 M2	30,80	Codo con base PVC 0,110 c/u	14,37	Cable desnudo aprobado 7x0,40 Mts	0,66
Teja Cerámica Colonial m2	44,64	Madera P/Encofrado M2	82,02	Codo Yola PVC 0,063 c/u	17,33	Receptáculo curvo baikalita Un.	4,20
Teja Cerámica Francesa m2	39,49	Pintura asfáltica Litro	10,98	Plata de sifón múltiple PVC 3,2x0,064 c/u	22,01	Rocota madera de 10cm. Un.	1,32
Teja Cemento Colonial m2	46,59	Super lggam Tn	4933,67	Sifón Simple PVC 0,038 c/u	16,60	Portalampara baikalita común Un.	2,49
Teja Cemento Francesa m2	45,57	Cazote de ladrillo M3	53,33	Embutido PVC 0,110 c/u	19,61	Roron plástico de 10cm. Un.	1,20
Sombilla Cerámica m2	40,50	SANITARIOS		Rejilla h" P 20 20 c/u	19,32		
Machimbre de Pino 1/2" m2	17,94	Escarina Kg	19,91	Rejilla c/marco cromado 15 x 15 c/u	26,45	PINTURAS	
Machimbre de Pino 3/4" m2	26,33	Macilla Kg	3,60	Tasa cromada c/ marco 20 x 20 c/u	38,01	Pintura al agua Kg	1,65
Lana de Vidrio 50mm x 18mts. Rollo	174,32	Pintura asfáltica Litro	10,98	Soapa de bronce cromada 0,038 c/u	15,25	Impresión al latex Litro	15,95
Puerta de Chapa c/Marco N°18 0,70 x 2,00mts Un.	546,40	Pintura pl/taque 1/2" Un.	27,34	Soapa de bronce cromada 0,051 c/u	17,15	Pintura al latex Litro	18,87
Puerta de Chapa c/Marco N°18 0,80 x 2,00mts Un.	570,07	Grifería mezcl. P/cocina Un.	220,57	Tasa C.I. Y C.S. 60 x 60 c/llave de bca. c/u	84,08	Esmalte sintético Litro	30,07
Impermeabilizante Elastomérico Litro	24,33	Grifería mezcl. P/ducha Un.	261,84	Sombreado CH.GALV. 0,110 c/u	28,25	Aguarrás c/ envase Litro	8,42
Hierro torsionado 6mm. Kg	4,58	Grifería P/lavabo Un.	230,94	Estante al 33 % Kg	93,25	Barniz Litro	23,48
		Grifería P/bidat Un.	247,07	ELECTRICIDAD			
		Lavabo loza bco. 45x53 Un.	94,69	Caño liviano 5/8" Mts	3,94	CARPINTERÍA	
		Bidat loza bco. Un.	125,29	Caño liviano 3/4" Mts	4,66	Puerta de entrada Un.	1099,27
		Inodoro sifónico loza bco. Un.	119,41	Conector ch 5/8" Un.	1,09	Puerta placa Un.	330,38
		Deposito POC 12 lts. Un.	104,24	Conector ch 3/4" Un.	1,19	Puerta vidriera Un.	572,92
		Accesorios cerámicos 8 pz. Un.	84,07	Caja ch. 7x7 Un.	2,05	Ventana 1,50 x 1,00 Un.	1382,00
		Plata cocina 20x40x60 Un.	130,05	Caja de ch. 5x10 Un.	2,03	Ventana 1,20 x 1,00 Un.	1179,29
		Plata cemento 65x45 Un.	63,21	Caja de ch. 10x10 Un.	5,00	Puerta p/ placard Un.	535,00

Rubros de obras/Bs As

Precios de referencia del mercado a Junio de 2009 - Relevamientos privado y oficial en Córdoba y Capital Federal

ITEMS DE OBRA	TOTAL	ITEMS DE OBRA	TOTAL	ITEMS DE OBRA	TOTAL	ITEMS DE OBRA	TOTAL
es Trabajos preliminares		Ladrillo cerámico portante de 12 x 19 x 33	70,39	CON ENGRASADO		Emalte sintético sobre estuco metálicas	24,24
Limpieza y nivelación de terreno	12,36	Ladrillo cerámico portante de 18 x 19 x 33	83,37	Sapicado con mojado	55,74	Barrido mano 1° mano con barniz	
Ultrasonido de cimientos	328,56	Viga de encastrado superior con peine cerámico, armadura y hormigón	59,60	Sapicado con mojado exterior planchado	21,54	2 de barniz	44,77
ea Preinstalaciones y complementos	6,34	Columna con bloque cerámico armadura y hormigón	61,92	Revoque especial super lycam	21,68	Empapelado (caril) fijado para baños (1 mano)	31,32
Repartido	m2	Muro portante en elevación de HCCA tipo Retak	450,80	Rufos super lycam	25,29	Empapelado de paredes con papel base	1466,00
Capta de obra	397,77	Colocación de carpinterías	52,11	ea Revestimientos		23 Artículos Sanitarios -	
Cerco de obra	136,76	Colocación de barandas	45,40	Cerámico tipo San Lorenzo 20 x 20	73,63	Accesorios Grilleadas	
Defensa de antebrazo para trabajo en obra	179,88	PAREDES ESPECIAL ES		De venecia tipo Murel	45,77	Colocación de alfombras sant	31,28
eg Emolientes		Muro portante en elevación de HCCA de 15x25x30 tipo Retak	96,80	REVESTIMIENTOS SECOS		Colocación de azulejos sant	10,62
De estructura de hormigón	480,93	ea Construcción con		De muros con machimbreado de pino 1/2"	50,61	Colocación de griferías	13,93
De mampostería	146,40	placas de roca de yeso		24 Closets		24 Closets Sanitarios Metálicas	
De pisos	21,27	Tabique simple esp. 9,5 cm	68,76	Aplicado a la cal fino frotada	126,82	Muro de chapa y puerta doble chapa	
De contrapisos	44,10	Est. de chapa galvanizada con montantes c/48 cm. Placa normal 15mm	774,09	Aplicado a la cal fino al fiello	83,56	Muro 15cm de espesor. Incluye herraje	62,03
Picado de revoques	21,46	Ítem con aislación de lana de vidrio	48,79	Suspendido a la cal armado en madera	30,52	Muro de chapa muro 15cm espesor.	
Picado de revestimientos	20,76	Panel divisorio de unidades funcionales doble placa de 15mm en ambas caras, montantes cada 40cm	48,71	Suspendido a la cal armado en hierro	55,38	Incluye juego de parrillas	18,62
Demolición de obra completa	146,60	Cielomas suspendido, junta tomada con placas de 12,5mm, solera y montantes de chapa galvanizada	52,95	Tapanillo armado a la cal	134,86	Muro chapa y puerta simple chapa muro 15cm de espesor. Incluye herrajes	48,60
Volante alisar	170,00	Cielomas suspendido desmontable	36,00	25 Yesería		Muro placard con bañera 2x2 m	
ea Movimientos de tierra		Cielomas con aislador de aluminio	65,36	Solado de yeso	160,07	Muro 15cm espesor hojas cónicas o de abrir. Incluye herrajes	
Excavación manual de bases	95,30	Placas levitadas 60 x 1,20	79,80	Solado de yeso reforzado con cemento	94,04	Baranda pasamanos, dos travesaños	63,95
Excavación manual de vigas de fundación	95,61	eg Aislaciones		Estuco de yeso y engacado con yeso gris	41,34	24 Carpinterías de madera	
Excavación de pozos para pilón (dím. 20 cm - prof. 1,5 m)	24,66	De sillares cementicia para cerramientos horizontal y vertical tipo Thors System	25,04	Guardacanto de yesero		Verano 1 50x1 50 incluye herrajes	293,61
Excavación de zanohas a maquina	22,84	Capa aisladora con lábete posterior	13,68	Incluye el recubrimiento de yeso	36,24	No incluye vidrios ni pintura	
Deslape del leño hasta 20/30 cm de profundidad con pala frontal	25,26	Horizontal doble en muros cañón	26,74	Agujeros oculares hasta 40 cm de diámetro	50,00	Verano vidrio reparado 1 50x1 50	149,16
Carga y retiro de tierra con camión	21,21	Film de polietileno bajo plabos o contrapisos	42,86	Cielomas aplicado al yeso	30,00	Incluye herraje. No incluye vidrios ni pintura	
es Estructuras de hormigón armado		Horizontal cementicia en contrapiso sobre terreno natural	11,78	Cielomas de yeso armado	57,51	Mueble de cocina baronesada. Incluye herrajes	216,64
Pilón diámetro 20 cm / profundidad 1,5 m	72,44	Horizontal sobre losa para locales húmedos	24,73	Estructura de madera		Alcena. Incluye herrajes	159,57
Bases cerámicas cuanta 60 kg	804,43	Horizontal hidrófugo bajo revestimiento	84,59	Estructura de hierro	59,03	Escobero (mi de alada). Incluye herrajes	395,59
Placa de fundación 30 kg/m3 de hierro	704,04	Vertical sobre muros	52,00	Placas de yeso armado	34,55	Mueble de cocina (instalado ambos caras)	786,24
Vigas de fundación 30 kg/m3	395,00	26 Pisos especiales		27 Suelos		Puerta de acceso (instalado ambos caras)	
Capotas para tabique de H para submuro de 80 kg hierro	105,60	Parquet Escaloflex con cola adhesiva	94,73	Alfombrado de cemento ferrosemento 5 cm	94,76	en cielo nacional. Incluye herrajes	712,58
Capotas para muro de mampostería 30 cm de ladrillo común cuanta 39kg de hierro	803,04	Parquet con adhesivo especial componentes	54,85	Alfombrado de cemento ferrosemento 25 cm	120,56	28 Carpinterías de Aluminio y fachada Integral	
Tabiques de sillares una cara vista	144,00	Entablado tarugado Vinard sobre alfileres	103,38	Cemento alicado rofado	83,53	Preacero	669,05
80 kg de hierro	144,00	Pulido y plastificado de pisos de madera	130,53	Porcelanato opaco 30 x 30 cm	73,64	Aluminio 1 50x1 50m hojas de abrir	72,66
Losas espesor 10 cm	1818,00	Piso de goma con aplicación de masa niveladora y adhesivo	133,66	Cerámico esmalado 20 x 20 cm	170,75	Incluye herrajes	737,68
Losas de hormigón a la vista con encastrado tenso	2785,00	Alfombrado de Nylon pelo cortado aplicado con adhesivo	244,74	Baldosa de azule 30 x 30 cm junta ancha	43,76	29 Calefones	
Losas rearmadas con 110 kg/m3 de hierro	2100,00	Alfombrado granilloso 9 x 9 x 9 sobre marlo de arena	31,21	Baldosa para vereda 60 x 40 cm	103,81	Cocina y lavatorio (plata de cocina y de lavar)	38,54
Losa hasta preferida 12 cm de esp. con laminado de juntas	123,35	Baldosa para vereda 30 x 30 cm colocado a la cal	84,84	Vidrio de 4 mm	367,20	Alcena. Incluye la instalación de artefactos y bornes.	6626,00
Losa vigueta prearmada de H y ladrillo cerámico esp. 17cm con capa de compresión	107,74	28 Pisos especiales		Vidrio de 6 mm	202,77	30 Instalación de Gas	
Columna cuanta 85 kg	2047,00	Parquet Escaloflex con cola adhesiva	94,73	Laminado de seguridad 3 x 3 mm	106,87	(no se incluyen licencias ni plumbos)	
Vigas cuanta 180 kg	2595,00	Parquet con adhesivo especial componentes	54,85	28 Limpieza y ayuda de gremios		Baño principal (baño-bidet-lavatorio-inodoro) g	6,05
Tabiques vitos cuanta 30 kg	2733,00	Entablado tarugado Vinard sobre alfileres	103,38	Limpieza periódica	158,05	Alcena agua fría y caliente, ventilaciones, colocación de artefactos y griferías	
Tabiques cuanta 80 kg	1069,00	Pulido y plastificado de pisos de madera	130,53	Limpieza final	235,37	Cocina y lavatorio (plata de cocina y de lavar)	38,54
Escaleras cuanta 75 kg	2892,00	Piso de goma con aplicación de masa niveladora y adhesivo	133,66	Ayuda de gremios	1462,00	Alcena. Incluye la instalación de artefactos y bornes.	6626,00
Tanque de bombeo cuanta 105 kg	1666,00	Alfombrado de Nylon pelo cortado aplicado con adhesivo	244,74	29 Instalación de Gas		30 Instalación de Gas	
Tanque de reserva cuanta 105 kg	1371,00	Alfombrado granilloso 9 x 9 x 9 sobre marlo de arena	31,21	(no se incluyen licencias ni plumbos)		Cocina y lavatorio completa (caliente conexiones llaves medidor) (artefactos no incluidos)	2221,00
Junta de PVC para hormigón	67,41	Baldosa para vereda 30 x 30 cm colocado a la cal	84,84	Piso radiante termom ecánica	595,00	Cafetería y radiadores con conexiones a provisión de calor	58,00
26 Estructuras metálicas		29 Pisos especiales		Piso radiante eléctrico	55,81	31 Instalación eléctrica	
Estructuras metálicas de perfiles normales	12,39	Parquet Escaloflex con cola adhesiva	94,73	31 Instalación eléctrica		Boca de aluminio y toma	
Estructuras metálicas de perfiles ángulos	14,67	Parquet con adhesivo especial componentes	54,85	Incluye incidencia de tablero general			
Estructuras metálicas de hierro redondo	9,45	Entablado tarugado Vinard sobre alfileres	103,38				
27 Mampostería		Pulido y plastificado de pisos de madera	130,53				
Bloques de hormigón estándar 20 x 20 x 40	95,36	Piso de goma con aplicación de masa niveladora y adhesivo	133,66				
Bloques de hormigón estándar 10 x 20 x 40	80,55	Alfombrado de Nylon pelo cortado aplicado con adhesivo	244,74				
Junta de dilatación bloque "U" de hormigón	14,94	Alfombrado granilloso 9 x 9 x 9 sobre marlo de arena	31,21				
Encastado panel bloques de hormigón	11,24	Baldosa para vereda 60 x 40 cm	103,81				
Ladrillos comunes elevación espesor 30 cm	683,25	Vidrio de 4 mm	367,20				
		Vidrio de 6 mm	202,77				
		Laminado de seguridad 3 x 3 mm	106,87				
		28 Limpieza y ayuda de gremios					
		Limpieza periódica	158,05				
		Limpieza final	235,37				
		Ayuda de gremios	1462,00				
		29 Instalación de Gas					
		(no se incluyen licencias ni plumbos)					
		Baño principal (baño-bidet-lavatorio-inodoro) g	6,05				
		Alcena agua fría y caliente, ventilaciones, colocación de artefactos y griferías					
		Cocina y lavatorio (plata de cocina y de lavar)	38,54				
		Alcena. Incluye la instalación de artefactos y bornes.	6626,00				
		30 Instalación de Gas					
		(no se incluyen licencias ni plumbos)					
		Cocina y lavatorio completa (caliente conexiones llaves medidor) (artefactos no incluidos)	2221,00				
		Cafetería y radiadores con conexiones a provisión de calor	58,00				
		Piso radiante eléctrico	55,81				
		31 Instalación eléctrica					
		Boca de aluminio y toma					
		Incluye incidencia de tablero general					

Fuente: Suplemento "El Inversor y la Construcción Jun.-Jul. 09" del diario Comercio y Justicia Pags. 22 y 23.

Anexo Nº VI: Los principales accesos a la ciudad de Córdoba hacia el área central



Fuente: Web Link: <http://www.dayanabarrionuevo.com/planos-de-accesos-a-cordoba-centro-y-nueva-cordoba>

Anexo Nº VII: Obras realizadas por la empresa Tesón S.A. :

- *Edificio Cuñatai I*

Ubicación: Bv. San Juan 817, Bº Centro. Córdoba.

Tareas realizadas: Hormigón armado, albañilería, electricidad, plomería, yeso, pintura y terminaciones.

Superficie: 1810 m².

- *Ampliación Villa Cabrera Shopping*

Ubicación: José de Goyechea 2851, Bº Villa Cabrera. Córdoba.

Tareas realizadas: Hormigón armado, albañilería y terminaciones.

Superficie: 2300 m².

- *Oficinas Comerciales Papelera Cumbre S.A*

Ubicación: General Bustos 173. Bº Alta Córdoba. Córdoba.

Tareas realizadas: Albañilería, datos, electricidad, pintura y terminaciones.

Superficie: 1300 m².

- *Estructura de Hormigón Armado Edif. Presidente Illia.*

Ubicación: Bv. Illia 421. Bº Centro. Córdoba.

Tareas realizadas: Estructura de Hormigón Armado.

Superficie: 3800 m² aprox.

- *Edificio Fideicomiso Vanguardia*

Ubicación: Montevideo 10. Bº Nueva Córdoba. Córdoba.

Tareas realizadas: Hormigón Armado y albañilería.

Superficie: 4000 m² aprox.

- *Edificio Vitacura*

Ubicación: Santa Fe Esq. 9 de Julio. Bº Centro. Córdoba

Tareas realizadas: estructura de hormigón armado

Superficie: 2000 m² aprox.

- *Edificio Copahue I*

Ubicación: Entre Ríos esq. Balcarce, Bº Centro, Córdoba.



Tareas realizadas: Hormigón armado, albañilería, electricidad, plomería, yeso, pintura y terminaciones.

Superficie: 1642 m².

- *Edificio Castilla*

Ubicación: Bv. Illia 451, Bº Nueva Cba., Córdoba.

Tareas realizadas: Hormigón armado, albañilería, electricidad, plomería, yeso, pintura y terminaciones.

Superficie: 3527 m² en dos bloques.

- *Oficinas Oulton* Edificio de oficinas y centro de salud

Ubicación: Av. Velez Sarsfield 580, Córdoba.

Tareas realizadas: Hormigón armado, albañilería. Tipo de contratación *llave en mano*.

Superficie: 5500 m²

Anexo N° VIII: Modelos de las entrevistas realizadas

- Entrevista realizada al Ing. Zurita Pablo de la empresa Tesón S.A. en el mes de Marzo de 2009:
 - Cuáles son las diferentes habilitaciones que hay que solicitar para realizar un emprendimiento inmobiliario? Cuáles son las características de cada una y sus costos?
 - Cuáles son los plazos de ejecución para un edificio tipo en la zona de Nueva Córdoba y alrededores?
 - Cuál es el tipo de construcción que habitualmente la empresa mantiene en sus emprendimientos (materiales, diseño, mercado meta al que apunta, etc.)?
 - Cuáles son los costos de construcción para realizar un emprendimiento para construir un edificio tipo? Cuál es la incidencia relativa de cada rubro en el costo total de construcción?
 - En los emprendimientos de la empresa: como se organizan y administran los suministros de materia prima? Cuáles son las condiciones de pago que habitualmente mantienen con sus proveedores?
 - Tiene la empresa en este momento lotes con posibilidad de ser utilizados para realizar construcciones? Cuáles son sus ubicaciones y valor de mercado?
 - Cuál es en promedio el valor de venta por metro cuadrado en el mercado para unidades terminadas? En las ventas “en pozo”, cuáles son los descuentos que se ofrecen a los compradores?
 - De acuerdo a la realidad de la empresa y a lo que conocen del mercado: actualmente se están iniciando muchos proyectos nuevos? Hay muchos que se han frenado? Como se está comportando el mercado actualmente por parte de los compradores? Tiene la empresa actualmente muchos proyectos en ejecución?

- Entrevista realizada al Cr. Monetto Christian en el mes de Mayo de 2009, quien ha participado como administrador en diferentes fideicomisos:

-
- Cuáles son las principales características a tener en cuenta para definir la estructura de un fideicomiso inmobiliario?
 - Dentro de un fideicomiso, cuales son las partes indispensables que tiene que tener su equipo para una correcta gestión y administración de las tareas? Cuáles son las tareas más importantes que este órgano debe realizar habitualmente?
 - Cuáles son los costos de contratación aproximados de los diferentes profesionales y personal para conformar el órgano administrador?
 - Que plazos de organización se requieren para conformar la estructura necesaria para comenzar con la búsqueda de inversores para el proyecto?
 - En lo que respecta a las cuestiones impositivas: cuales son los tratamientos que tienen los fideicomisos en los diferentes impuestos intervinientes?
 - Actualmente en el mercado, cuales son las tasas de interés para depósitos en plazo fijo y para solicitar préstamos hipotecarios?

Anexo Nº IX: Flujos de fondos para los escenarios planteados

Escenario BASE										
Concepto / Periodo	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aportes de Capital	62000.0	62000.0	62000.0	62000.0	62000.0	62000.0				
Ventas de unidades							154130.6	154130.6	154130.6	154130.6
TOTAL INGRESOS (U\$S)	62000.0	62000.0	62000.0	62000.0	62000.0	62000.0	154130.6	154130.6	154130.6	154130.6
EGRESOS	11200.0	11200.0	11200.0	11200.0	11200.0	11200.0	404042.0	136805.8	136805.8	136805.8
FLUJO NETO	50800.0	50800.0	50800.0	50800.0	50800.0	50800.0	-249911.4	17324.8	17324.8	17324.8
VAN	224913,33									

11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
154130.6	154130.6	154130.6	154130.6	154130.6	154130.6	154130.6	154130.6	161837.2	161837.2	161837.2	161837.2	161837.2
154130.6	154130.6	154130.6	154130.6	154130.6	154130.6	154130.6	154130.6	161837.2	161837.2	161837.2	161837.2	161837.2
136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8
17324.8	17324.8	17324.8	17324.8	17324.8	17324.8	17324.8	17324.8	25031.4	25031.4	25031.4	25031.4	25031.4

24	25	26	27	28	29	30	31	32
161837.2	161837.2	161837.2	92478.4	92478.4	92478.4	92478.4	92478.4	92478.4
161837.2	161837.2	161837.2	92478.4	92478.4	92478.4	92478.4	92478.4	92478.4
136805.8	136805.8	136805.8	11200.0	11200.0	11200.0	11200.0	11200.0	11200.0
25031.4	25031.4	25031.4	81278.4	81278.4	81278.4	81278.4	81278.4	81278.4

Escenario OPTIMISTA										
Concepto / Periodo	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aportes de Capital	93000.0	93000.0	93000.0	93000.0						
Ventas de unidades					205507.5	205507.5	205507.5	205507.5	205507.5	205507.5
TOTAL INGRESOS (U\$S)	93000.0	93000.0	93000.0	93000.0	205507.5	205507.5	205507.5	205507.5	205507.5	205507.5
EGRESOS	11200.0	11200.0	11200.0	11200.0	404042.0	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8
FLUJO NETO	81800.0	81800.0	81800.0	81800.0	-198534.5	68701.7	68701.7	68701.7	68701.7	68701.7
VAN	676668,82									

11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
205507.5	205507.5	205507.5	323674.3	323674.3	323674.3	323674.3	138717.6	138717.6	138717.6	138717.6
205507.5	205507.5	205507.5	323674.3	323674.3	323674.3	323674.3	138717.6	138717.6	138717.6	138717.6
136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	11200.0	11200.0	11200.0	11200.0
68701.7	68701.7	68701.7	186868.5	186868.5	186868.5	186868.5	127517.6	127517.6	127517.6	127517.6

Escenario PESIMISTA										
Concepto / Periodo	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aportes de Capital	46500.0	46500.0	46500.0	46500.0	46500.0	46500.0	46500.0	46500.0		
Ventas de unidades									123304.5	123304.5
TOTAL INGRESOS (U\$S)	46500.0	46500.0	46500.0	46500.0	46500.0	46500.0	46500.0	46500.0	123304.5	123304.5
EGRESOS	11200.0	11200.0	11200.0	11200.0	11200.0	11200.0	11200.0	11200.0	404042.0	136805.8
FLUJO NETO	35300.0	35300.0	35300.0	35300.0	35300.0	35300.0	35300.0	35300.0	-280737.5	-13501.3
VAN	87802.9									

11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
123304.5	123304.5	123304.5	123304.5	123304.5	123304.5	123304.5	123304.5	123304.5	123304.5	123304.5	123304.5
123304.5	123304.5	123304.5	123304.5	123304.5	123304.5	123304.5	123304.5	123304.5	123304.5	123304.5	123304.5
136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8
-13501.3	-13501.3	-13501.3	-13501.3	-13501.3	-13501.3	-13501.3	-13501.3	-13501.3	-13501.3	-13501.3	-13501.3



23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
123304.5	161837.2	161837.2	161837.2	161837.2	161837.2	161837.2	161837.2	161837.2	69358.8	69358.8	69358.8
123304.5	161837.2	161837.2	161837.2	161837.2	161837.2	161837.2	161837.2	161837.2	69358.8	69358.8	69358.8
136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	136805.8	11200.0	11200.0	11200.0	11200.0	11200.0	11200.0
-13501.3	25031.4	25031.4	25031.4	25031.4	25031.4	150637.2	150637.2	150637.2	58158.8	58158.8	58158.8

35	36	37	38	39
69358.8	69358.8	69358.8	69358.8	69358.8
69358.8	69358.8	69358.8	69358.8	69358.8
11200.0	11200.0	11200.0	11200.0	11200.0
58158.8	58158.8	58158.8	58158.8	58158.8

