

FORMULACION Y EVALUACION DE UN PROYECTO

INMOBILIARIO EN LA CIUDAD DE BAHIA BLANCA

“EDIFICIO RIA PLAZA”



Alumno:

Pablo Alberto Tenias

VCPB 03560

Universidad Empresarial Siglo 21

Carrera Contador Público

Año 2013

### *Agradecimientos*

En primer lugar a mi familia, Brenda, Manuela y Felipe, por el apoyo incondicional que me dieron durante estos tres años, por todas aquellas horas, noches y días que les he quitado y les pertenecían, para poder realizar este sueño de culminar mi carrera.

A mis suegros, Mary y Chumby, por la invalorable ayuda diaria que le brindaron a mi familia ante mis ausencias, he hicieron mas fácil transitar este camino.

A mi madre, Lucía, por su preocupación constante y sus oraciones.

A mi padre, Alberto, quien no pudo concretar su proyecto y fue mi fuente inspiradora hace muchos años para que comience con esta profesión. Hoy luego de un largo tiempo, se ha hecho realidad. Donde quiera que se encuentre allá en el cielo, quiero compartir este logro con el.

Gracias a todos, quienes de una u otra forma, me acompañaron en esta etapa, amigos, compañeros de trabajo y compañeros de estudio.

## ***Resumen***

El estudio de prefactibilidad para la construcción de un edificio de departamentos en la ciudad de Bahía Blanca se practicó con el fin de evaluar la viabilidad de su implementación. Para su análisis, se tuvieron en cuenta todas las etapas de la formulación y evaluación de proyectos.

En primer término, se hizo un relevamiento de mercado y del sector de la construcción en la ciudad de Bahía Blanca. Se analizaron los competidores, precios, tipo de productos ofrecidos, potenciales inversores, clientes y proveedores. A partir de determinar la viabilidad del mercado, se hizo un estudio de los aspectos legales para la formación jurídica del emprendimiento, desde el punto de vista de un Consorcio de Propietarios, una Sociedad Anónima o de un Fideicomiso Inmobiliario, concluyendo que el Fideicomiso Inmobiliario es la figura que mejor se adapta para este tipo de proyectos.

Se analizaron aquellos aspectos tributarios que rodean la actividad y en particular sobre la adopción de la figura de Fideicomiso. Desde el punto de vista ambiental, la construcción de un edificio, desde su propia concepción del proyecto arquitectónico, está sujeto a una gran cantidad normas, regulaciones y exigencias de los distintos actores sociales, que mediante su aprobación o habilitación generan un marco de seguridad jurídica de no estar afectando derechos de terceros.

Se realizó un estudio técnico del proyecto, partiendo de su macro y micro localización, el tamaño del edificio, su diseño, la cuantificación de los costos y un diagrama temporal de ejecución de la obra, que marcan la viabilidad técnica del emprendimiento.

En base a toda la información reunida en los estudios previos se efectuó el análisis económico y financiero del proyecto, se elaboró un Estado de Resultados total

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

del proyecto y se evaluaron distintos indicadores financieros, como la Utilidad Neta, Valor Actual Neto (VAN), Tasa Interna de Retorno (TIR), Rentabilidad del Proyecto, Rentabilidad sobre el Capital Invertido y un análisis de sensibilidad en distintos escenarios de riesgo.

Como resultado, se muestran indicadores muy favorables para la inversión en el proyecto, bajo los supuestos de estudio. Se recomienda llevar a cabo la construcción del “Edificio Ría Plaza” en la ciudad de Bahía Blanca y se presenta como una excelente alternativa de inversión segura y de bajo riesgo para los inversores.

***Abstract***

The pre-feasibility study for the construction of an apartment building in the city of Bahía Blanca was performed to assess the feasibility of its implementation. For their analysis were taken into account all stages of formulation and evaluation of projects.

First of all, a market and a construction sector survey were done in the city of Bahia Blanca. The competitors, prices, type of products offered, potential investors, customers and suppliers were analyzed. After determining the viability of the market, there was a study of the legal aspects of entrepreneurship legal education from the point of view of a corporation or of a Land Trust, concluding that the Land Trust is the figure that best suited for this type of project.

Those tax issues surrounding the activity and in particular the adoption of the figure of Trust were considered. From the environmental point of view, the construction of a building, from its own conception of the architectural project depends on a lot of rules, regulations and requirements of various stakeholders. Its approval or authorization produce a legal framework, if they don't affect the rights of others.

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

A technical study of the project was done, based on its macro and micro location, building size, design, quantification of costs and a time chart of execution of the work, which mark the technical feasibility of the venture.

Based on all the information gathered in previous studies an economic and financial analysis of the project was done, it was also developed a state of total project results and various financial indicators such as Net Income, Net Present Value (NPV), Rate internal Rate of Return (IRR), Profitability Project, Return on Invested Capital and a sensitivity analysis on different risk stages were evaluated.

A result, very favorable indicators for investment in the project are shown, under the assumptions of the study. It's advisable to carry out the construction of the "Building Ría Plaza" in the city of Bahia Blanca and it means an excellent safe and low risk investment alternative for investors.

## **INDICE DE CONTENIDOS**

<b>Índice de Tablas.....</b>	<b>11</b>
<b><u>CAPÍTULO 1: Presentación del Proyecto.....</u></b>	<b>12</b>
1.1 Tema o Título.....	13
1.2 Introducción y antecedentes generales.....	14
1.3 Objetivos	
1.3.1 Objetivo General.....	17
1.3.2 Objetivos Específicos.....	17
<b><u>CAPÍTULO 2: Marco Teórico de Referencia.....</u></b>	<b>18</b>
2.1 Características de la Inversión Inmobiliaria.....	19
2.2 Modalidades de Inversión.....	21
2.2.1 La inversión directa.....	22
2.2.2 La inversión indirecta.....	24
2.3 Conceptos de Formulación y Evaluación de Proyectos.....	26
2.3.1 Perfil.....	27
2.3.2 Prefactibilidad.....	28
2.3.3 Factibilidad.....	29
2.4 Estudio Comercial.....	31
2.4.1 Análisis o Relevamiento de Mercado.....	31
2.4.1.1 El Mercado Consumidor.....	31
2.4.1.2 Perfil del consumidor directo.....	33
2.4.1.3 El Mercado Competidor.....	34
2.4.1.4 El Mercado Proveedor.....	35
2.4.2 La Estrategia Comercial.....	36
2.5 Estudio Técnico.....	37
2.5.1 Localización del proyecto.....	38
2.6 Estudio Organizacional y Legal.....	40
2.6.1 Estudio Organizacional.....	40
2.6.2 Estudio Legal.....	41
2.6.3 Formas Jurídicas.....	42
2.6.3.1 El Consorcio de Propietarios.....	43
2.6.3.2 La Sociedad Anónima.....	44

2.6.3.3 El Fideicomiso Inmobiliario.....	48
2.6.4 Tratamiento impositivo.....	49
2.6.4.1 Consorcio de propietarios.....	50
2.6.4.2 Sociedad Anónima.....	51
2.6.4.3 Fideicomiso Inmobiliario.....	53
2.7 Estudio Económico Financiero.....	67
2.7.1 Principios Financieros Fundamentales.....	67
2.7.2 Principales Indicadores Económicos.....	68
2.7.2.1 Flujo de Caja Proyectado.....	68
2.7.2.2 Valor Actual Neto.....	70
2.7.2.3 Cálculo de la Tasa de Costo de Capital.....	71
2.7.2.4 El Modelo CAPM.....	72
2.7.2.5 Tasa Interna de Retorno (TIR).....	74
2.7.2.6 Período de Recuperación.....	74
2.7.2.7 Rentabilidad sobre el capital invertido.....	75
2.8 Análisis FODA.....	76
<b><u>CAPÍTULO 3: Metodología.....</u></b>	<b>79</b>
3.1 Relevamiento y Caracterización del Mercado.....	80
3.2 Estudio Técnico.....	82
3.3 Estudio Organizacional y Legal.....	84
3.4 Estudio Financiero.....	85
<b><u>CAPÍTULO 4: Diagnóstico.....</u></b>	<b>87</b>
4.1 Estudio de Mercado Inmobiliario.....	88
4.1.1 Reseña histórica de Bahía Blanca.....	88
4.1.2 Arquitectura de la ciudad.....	89
4.1.3 Características demográficas.....	90
4.1.4 Aporte del sector inmobiliario al PBI local.....	90
4.1.5 Situación actual del mercado inmobiliario local....	93
4.2 Sector de la Industria de la Construcción.....	95
4.2.1 Principales indicadores de la actividad.....	95

4.3 La Empresa, Mercado Proveedor, Competidor, Consumidor Directo e Inversor.....	98
4.3.1 La Empresa.....	98
4.3.2 Mercado Proveedor.....	99
4.3.3 Mercado Competidor.....	100
4.3.4 Consumidor Directo e Inversor.....	101
4.3.4.1 Análisis de la Demanda.....	101
4.3.4.2 Perfil del Inversor.....	102
4.3.4.3 Perfil del Consumidor Directo o Final.....	103
4.4 Precio y Estrategia Comercial.....	104
4.5 Conclusión y Viabilidad de Mercado.....	108
4.6 Estudio de Viabilidad Legal.....	109
4.6.1 El Consorcio de Propietarios.....	109
4.6.2 La Sociedad Anónima.....	111
4.6.3 El Fideicomiso dentro de la construcción.....	112
4.6.4 Propuesta y Conclusiones de Viabilidad Legal.....	119
4.6.5 Por qué un Fideicomiso Inmobiliario?.....	119
4.7 Estudio de los aspectos organizacionales y tributarios.....	122
4.7.1 Aspectos organizacionales.....	122
4.7.2 Aspectos tributarios.....	124
4.7.3 Conclusión Viabilidad de Aspectos Tributarios....	125
4.8 Viabilidad Ambiental.....	127
4.8.1 Requisitos de aspectos ambientales en la obra.....	127
4.8.2 Seguridad en la obra.....	128
4.8.3 Suministro de servicios públicos.....	129
4.8.4 Conclusión Viabilidad Ambiental.....	131
4.9 Análisis FODA.....	132
4.9.1 Definición de estrategias.....	134
4.9.1.1 Estrategias de cobertura de Mercado.....	134
4.9.1.2 Estrategias competitivas. ....	135
4.9.1.3 Estrategias de Promoción.....	135
<b><u>CAPITULO 5: Desarrollo.....</u></b>	<b>138</b>
5.1 Estudio Técnico.....	139
5.1.1 Objetivos Estudio Técnico.....	139



5.1.2 Elementos del Estudio Técnico.....	139
5.1.3 Tamaño óptimo.....	140
5.1.4 Macro-localización.....	142
5.1.5 Micro-localización.....	143
5.1.6 Presentación del proyecto.....	143
5.1.7 Diseño.....	144
5.1.8 Distribución de costos de materiales y mano de obra	145
5.1.9 Cuantificación del costo de la obra.....	148
5.1.10 Proceso constructivo y adquisición de materiales...	152
5.1.11 Conclusión Viabilidad Técnica.....	153
5.2 Estudio Económico Financiero.....	154
5.2.1 Requerimientos de fondos y períodos de desembolso	154
5.2.2 Distribución de la inversión.....	158
5.2.3 Rentabilidad del proyecto.....	160
5.2.4 VAN y TIR.....	161
5.2.5 Rentabilidad de la inversión.....	163
5.2.6 Análisis de sensibilidad y riesgo.....	163
5.2.7 Conclusión estudio económico financiero.....	165
<b><u>CAPITULO 6: Conclusiones Finales y Recomendaciones....</u></b>	<b>167</b>
6.1 Conclusiones finales.....	168
6.2 Recomendaciones.....	171
Bibliografía.....	172
<b><u>ANEXOS</u></b>	
Anexo 1: Bahía Blanca en cifras, dimensión.....	174
Anexo 2: Bahía Blanca en cifras, jerarquía.....	174
Anexo 3: Cantidad de actos por rango de montos.....	175
Anexo 4: Variación Nivel de compraventas de inmuebles.....	175
Anexo 5: Variación contratos de alquiler.....	176
Anexo 6: Variación precios de inmuebles.....	176

Anexo 7: Valores promedio anual de viviendas a estrenar.....	177
Anexo 8: Cantidad de permisos de construcción.....	177
Anexo 9: Superficie construida.....	178
Anexo 10: Superficie autorizada.....	178
Anexo 11: Participación de viviendas y departamentos en las Superficies proyectadas.....	179
Anexo 12: Índice de Variación De Costo de un Edificio Tipo de la Cámara Argentina de la Construcción.....	180
Anexo 13: Modelo de contrato de adhesión a un Consorcio de Construcción.....	181
Anexo 14: Bahía Blanca en la provincia de Buenos Aires.....	186
Anexo 15: Principales accesos a la ciudad de Bahía Blanca...	187
Anexo 16: Micro localización del Edificio Ría Plaza en Bahía Blanca.....	188
Anexo 17: Planos de plantas y fachadas del Edificio Ría Plaza.	189
Anexo 18: Variación de precios por grupos de materiales.....	198
Anexo 19: Diagrama de Gantt, programa de la obra en meses..	199

**INDICE DE TABLAS**

Tabla 1: Precios de departamentos en etapa de preventa.....	106
Tabla 2: Proyección del valor del metro cuadrado.....	106
Tabla 3: Resumen de aspectos tributarios del Fideicomiso.....	124
Tabla 4: Estructura de ponderaciones por capítulo.....	146
Tabla 5: Estructura de ponderaciones por ítem.....	147
Tabla 6: Valores del metro cuadrado de construcción.....	149
Tabla 7: Monto total de la inversión.....	150
Tabla 8: Inversión por etapas de obra.....	151
Tabla 9: Apertura de costos de construcción.....	156
Tabla 10: Flujo de caja proyectado.....	157
Tabla 11: Desembolsos requeridos.....	158
Tabla 12: Distribución de la inversión por inversor.....	159
Tabla 13: Estado de resultados proyectado.....	160
Tabla 14: Indicadores financieros VAN y TIR.....	162
Tabla 15: Análisis de sensibilidad.....	164

# **Capítulo 1**

## **Presentación del Proyecto**

**1.1 Tema o título**

***Objeto de estudio:***

Estudio de prefactibilidad de un proyecto de inversión para la construcción de un edificio de departamentos destinado a vivienda.

***Localización:***

La localización del proyecto se establece en la intersección de las calles Moreno y Tucumán de la ciudad de Bahía Blanca, Pcia de Bs. As.

***Empresa destino:***

“Edificio Ría Plaza”

## **1.2 Introducción y antecedentes generales**

El déficit habitacional es un problema generalizado de los países que se encuentran en vías de desarrollo, y la Argentina no es ajena a esta situación.

Las personas esencialmente buscan, en primer lugar, satisfacer sus necesidades básicas, como son: la alimentación, la salud, la vestimenta y la vivienda. Este comportamiento humano determina la relevancia que tienen para la comunidad los proyectos inmobiliarios destinados a la construcción de viviendas, que contribuyen a proporcionar un techo a los distintos sectores de la sociedad.

Como consecuencia de las grandes crisis bancarias y financieras sufridas en el país, las propiedades se han convertido en uno de los principales rubros de inversión, ocupando hasta ahora el segundo activo más buscado luego del dólar. Por el contrario, en otros países denominados del primer mundo o desarrollados, existen activos de inversión confiables como son: fondos comunes de inversión, acciones y bonos, que se encuentran posicionados por encima de las propiedades en la escala de preferencia de los ahorristas.

Debido a las restricciones instauradas por el Estado Nacional a partir de fines de 2011 para la adquisición de moneda extranjera, medidas que además se incrementaron durante el corriente año, en la actualidad la inversión inmobiliaria se coloca en una posición prioritaria para los inversores. Las empresas constructoras y desarrolladores inmobiliarios, encuentran en este contexto, excelentes expectativas y oportunidades de negocio.

En muchas ocasiones los emprendimientos inmobiliarios se llevan a cabo luego de realizar mínimas evaluaciones a priori, con poco conocimiento

del mismo y sin tener en cuenta todas las variables que influyen en el proyecto. Malas decisiones han llevado a pérdidas de ahorros de las personas o el desperdicio de recursos de empresas en inversiones poco rentables.

Estas consecuencias se logran minimizar con una correcta formulación y evaluación del proyecto de inversión. Por lo tanto, en el presente trabajo de investigación se tratará de estimar los ingresos y costos esperados. Teniendo en cuenta el índice de inflación, que repercute en forma directa sobre el valor del dinero en el tiempo, se buscará optimizar los tiempos de ejecución de obra, y planificar las compras de materiales con especial atención en aquellos que son más sensibles a las variables económicas del país.

Además, se practicará un estudio y análisis del sector inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca: competencia, oferta y demanda de propiedades, características de las mismas, con el fin de diseñar un producto de calidad, que pueda diferenciarse de la oferta actual, y que motive a los inversores y consumidores finales a elegir esta propuesta.

Existen diferentes formas jurídicas para desarrollar este tipo de emprendimientos: una Sociedad Anónima, un Consorcio de Propietarios, un Fideicomiso no Financiero, entre otras. En el trabajo en curso se estudiarán e interpretarán las normas legales de constitución y administración de cada una, como así también el ordenamiento tributario de cada caso, para luego proponer el tipo de organización más adecuada.

El presente trabajo pretende demostrar si es recomendable llevar adelante un Proyecto de Inversión Inmobiliario destinado a la construcción de una torre de departamentos en el macrocentro de la ciudad de Bahía Blanca. Para ello, se realizará un estudio económico financiero del proyecto, como así

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

también un análisis de sensibilidad y riesgo al que se expone, que brindará a los desarrolladores de la idea una herramienta de información necesaria para la toma de decisiones de inversión



### **1.3 Objetivos**

#### **1.3.1 Objetivo General**

Desarrollar un estudio de prefactibilidad de un proyecto de construcción de viviendas multifamiliar bajo el régimen de propiedad horizontal, compuesto por una torre de 13 pisos, con 50 departamentos de 1 y 2 dormitorios, cocheras y bauleras, en un plazo estimado de obra de 36 meses: localizado en el macrocentro de la ciudad de Bahía Blanca.

#### **1.3.2 Objetivos específicos**

- Realizar un relevamiento de Mercado que permita caracterizar la oferta y la demanda del sector de la construcción de edificios de departamentos en la ciudad de Bahía Blanca.
- Estimar el estudio económico del proyecto en diferentes escenarios, con el fin de valorar la rentabilidad más probable y su nivel de riesgo asociado.
- Cuantificar el monto de las inversiones y de los costos necesarios en la fase técnica del proyecto, para evaluar quienes y de que forma aportan los recursos necesarios para llevar adelante el emprendimiento.
- Proponer en base a un estudio de las normas legales e impositivas, la forma jurídica más conveniente para su desarrollo.
- Determinar el período de recupero de los importes a desembolsar por parte de los inversores.

# **Capítulo 2**

## **Marco Teórico de Referencia**

## **2.1 Características de la Inversión Inmobiliaria**

La inversión inmobiliaria presenta características diferenciales a otro tipo de opciones que la hacen singular y que todo inversor debe apreciar para evaluar cada caso en forma particular. En primer lugar, demanda montos o sumas de dinero, que fluctúan según la opción, pero que en general son más elevadas que opciones financieras bancarias y bursátiles tradicionales. Por otro lado, requieren la inmovilidad del capital invertido por un plazo determinado, que suele, también, ser más prolongado.

A su vez cuando se trata de inversiones inmobiliarias directas, la realización del activo demanda un período de tiempo determinado para a su comercialización, el cual es variable según las condiciones del mercado y el tipo de bien, pero nunca inmediato, al día. Si pretenden reducirse los plazos habituales y las condiciones más aptas de comercialización, ello impactará reduciendo el valor a obtener al momento de salir de la inversión.

Estas características citadas de plazo de exposición prolongado de la inversión y de un tiempo requerido para la salida del negocio, le confieren a las inversiones inmobiliarias directas una condición de iliquidez de un grado mucho mayor que las de opciones financieras o bursátiles.

Otra característica a considerar son los costos de entrada y salida de la inversión. En la opción inmobiliaria, no deben ser dejados de lado ya que es habitual el pago de comisiones, sellados de contratos, gastos notariales, honorarios e impuestos, que según el caso incrementan entre un 6 y un 10 % los costos directos de ingreso al negocio.

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

Así, como se observa, la seguridad y el bajo riesgo de la inversión inmobiliaria, presenta como contrapartida su mayor iliquidez y sus altas barreras de entrada y salida, que deben ser siempre cuidadosamente analizados en función del plazo y exposición de la inversión (Reporte Inmobiliario, 2007).

## **2.2 Modalidades de Inversión**

La inversión en inmuebles no se reduce a la compra de un bien raíz con fines, por ejemplo, de alquilarlo y así obtener una renta. Si bien esta es una de las alternativas usuales, no se agota en ello. Existen una amplia variedad de formas para canalizar ahorros y excedentes de rentas habituales hacia el rubro inmobiliario. Cada una de ellas por supuesto, con características propias de montos, plazos, rentabilidades, nivel de seguridad y grado de liquidez.

En principio podría dividirse a la inversión inmobiliaria en

- 1) Directa
- 2) Indirecta

La inversión inmobiliaria directa, comprende a todas aquellas inversiones destinadas a obtener una renta fija, a comprar y revender aprovechando cuestiones de oportunidad y aquella volcada al desarrollo y construcción de proyectos o emprendimientos para ser volcados oportunamente al mercado.

La inversión inmobiliaria indirecta es aquella en la cual el inversor coloca sus ahorros en un título o letra garantizados por inmuebles o por la gestión de una cartera de inmuebles o de créditos hipotecarios. Las opciones o suscripciones a fideicomisos de desarrollo en los cuales esté permitida la cesión de derechos durante el transcurso del contrato y antes de la finalización del objeto del mismo, también ameritan ser consideradas como una opción indirecta (Reporte Inmobiliario, 2007).

### **2.2.1 La Inversión Inmobiliaria Directa**

#### **Inversión en Renta Fija**

La inversión en inmuebles con vista a obtener una renta fija es la que habitualmente realiza un inversor comprando una propiedad o una parte de ella con fines de volcarla al mercado de alquiler y obtener así un ingreso mensual. Este tipo de modalidad, demanda el análisis en conjunto, como mínimo, los siguientes factores:

- 1) Precio de compraventa
- 2) Valor de alquiler mensual
- 3) Gastos indirectos inherentes a la compraventa
- 4) Gastos de mantenimiento, impuestos y expensas.
- 5) Períodos de vacancia habitual del mercado.
- 6) Información general del mercado y Perspectivas de evolución de valor

A partir del conocimiento de estos datos, el potencial inversor debe analizar cual será el beneficio que obtendrá por los alquileres futuros de la compra del inmueble y que valor más probable obtendrá residualmente al venderla luego de un período determinado. Para este análisis lo habitual es recurrir a herramientas de cálculo financiero, consistentes en proyectar flujos de fondos para distintos plazos de tiempo, en base a distintas tasas de rentabilidad. Los flujos de fondos deberán contener tanto ingresos (alquileres a cobrar y venta del inmueble al final del período analizado) como egresos (gastos de compraventa, impuestos, gastos de mantenimiento, costo de compra del inmueble). En el mercado inmobiliario habitualmente se informa la rentabilidad bruta de la inversión.

La rentabilidad neta, dependiendo del tipo de propiedad y situación particular de mercado suele ser alrededor de 2 puntos porcentuales inferior a la rentabilidad bruta para el caso de departamentos. Es importante tener en cuenta no sólo el ingreso que me generará la propiedad por los alquileres, sino el potencial de apreciación en su valor a lo largo del tiempo; un inversor inteligente debería sumar el porcentaje anual de rentabilidad aportado por los alquileres, más el porcentaje anual que me aporta la revalorización del inmueble, siempre en el caso en que se actúe en un mercado inmobiliario dinámico y con subas de valores (Reporte Inmobiliario, 2007).

### ***Inversión Especulativa***

En “Claves para la inversión inmobiliaria” (2007) se menciona que “*La cuestión es que alguien en algún lugar tiene un incentivo económico para asumir el riesgo de fluctuaciones del precio*” (Reporte Inmobiliario.com, 2007).

Así, la acción especulativa está sostenida por la expectativa de obtención de un mayor precio en el futuro de un bien determinado.

En el mercado inmobiliario como en todo mercado, existen situaciones y casos particulares en los cuales un bien puede ser adquirido a precios inferiores a los medios de mercado. También en ciclos particulares de mercado es posible obtener una revalorización por el sólo transcurso del tiempo que media entre la compra y la venta posterior del inmueble.

En los últimos tiempos, existe una alta adhesión a la comercialización de unidades de departamentos en construcción por el sistema de preventa. Mediante esta modalidad, el inversor incursiona en la compra de una cuotaparte de una o más unidades al inicio de la obra e incluso en forma previa al comienzo de los trabajos de

construcción, o durante el transcurso de los trabajos de construcción, a un valor inferior al que se estima luego se logrará al encontrarse avanzada o concluida la edificación.

En ese caso, si se desea esperar al 100 % de la finalización del proyecto, el capital deberá permanecer inmovilizado por el plazo total del desarrollo que para un edificio tipo torre de aproximadamente los 4.500 m<sup>2</sup>, tal como se analizará en este trabajo de investigación, suele ser de un término aproximado a los tres años.

No obstante, existe también la posibilidad de la reventa en una etapa previa a la conclusión obteniendo también un aceptable beneficio. En base a consultas efectuadas al arquitecto Mauro Grippo del estudio de arquitectura Grippo y asociados y al director de la empresa constructora Bahía Urbana SA, Victor Silvetti, especialistas en el rubro de la construcción e inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca, en términos generales de punta a punta y dependiendo de la escala y tipo de edificio, la rentabilidad de la inversión en unidades en pozo se encuentra en el orden del 20 al 30 %.

### **2.2.2 La Inversión Inmobiliaria Indirecta**

Aquí la inversión toma un grado de involucramiento muy reducido por parte del inversor en la suerte del proyecto, ya que sólo se reduce a la compra de acciones, títulos o letras que ofrecerán una rentabilidad atada a la gestión de una empresa o cartera de activos inmobiliarios o de préstamos hipotecarios o de acciones de empresas ligadas al sector inmobiliario y constructivo.

En el mundo esta opción se encuentra ampliamente difundida, los inversores dentro de su cartera de opciones financieras incluyen acciones, bonos o participación en fondos de inversión relacionados con empresas inmobiliarias o respaldadas en inmuebles.



***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

En este país esta opción de invertir a través del mercado de capitales no cuenta aún con una amplia difusión, reduciéndose a pocas opciones, aunque sin dudas cuenta con un amplio potencial de crecimiento.

### **2.3 Conceptos de Formulación y Evaluación de Proyectos**

La preparación y evaluación del proyecto es un instrumento de gran utilidad empleado para la asignación de los recursos en la iniciativa de la presente inversión. Se busca recopilar, crear y analizar en forma sistemática un conjunto de antecedentes económicos que permitan juzgar cualitativa y cuantitativamente las ventajas y desventajas de asignar recursos a la presente iniciativa. Si bien existen diferentes criterios de evaluación para un mismo proyecto, lo realmente importante es poder plantear supuestos y premisas válidas que serán convalidados a través de distintos mecanismos y técnicas de comprobación. Los supuestos y premisas deben surgir de la realidad misma en la que el proyecto estará inserto y en el que deberá rendir sus beneficios (Sapag, N y Sapag, R, 1989).

Se pueden identificar tres etapas en la gestión eficaz de un proyecto, todas de una gran importancia:

- la generación de la idea
- el estudio de su viabilidad
- la implementación y operación

En la primera etapa, la *generación de la idea*, se trata de encontrar el problema, necesidades insatisfechas o bien ineficiencias que podrían ser mejoradas, así como también oportunidades de negocios que pueden aprovecharse. Para este caso en particular, haber visto un importante terreno en una zona estratégica del macrocentro de la ciudad de Bahía Blanca, el cual se adapta para la construcción de un edificio, acompañado por un contexto económico, que brinda una buena oportunidad de negocio.

En la segunda etapa, la del *estudio de su viabilidad o preinversión*, se finaliza con una propuesta para encomendar la ejecución inmediata del proyecto, su postergación, abandono o bien un estudio ampliatorio del estudio de viabilidad. Este estudio de viabilidad se puede hacer en tres niveles distintos de profundidad, ellos son:

- Perfil
- Prefactibilidad
- Factibilidad.

### **2.3.1 Perfil**

Es un nivel de estudio inicial y busca, básicamente, determinar si existe alguna razón que justifique su inmediato abandono, antes de seguir destinando recursos en profundizar el estudio. Aquí se exponen los ingresos y costos en forma bruta sin grado de detalle.

El estudio en nivel de perfil no es suficiente para aprobar o rechazar un proyecto, como sí lo son el de prefactibilidad y el de factibilidad, por la limitada y acotada información que genera.

Su aplicación se puede recomendar en dos situaciones:

- 1- Cuando se está estudiando la idea de manera muy preliminar para determinar si se justifica gastar recursos en una evaluación. Por ejemplo: responder a la duda de cuántos pisos podrá tener el edificio, cuántos metros cuadrados se pueden construir.
- 2- Cuando existen muchas opciones para definir cada variable al formular el proyecto, aquí se puede citar: varias tecnologías o técnicas constructivas, distintos tamaños, localizaciones, calidad de los materiales, la cantidad de combinaciones que tendrían que analizarse sería enorme. Con el perfil se

reduce las opciones, y por lo tanto la cantidad de combinaciones posibles (Sapag, N y Sapag, R, 1989).

### **2.3.2 Prefactibilidad**

Este estudio constituye una etapa intermedia de análisis. Se basa principalmente en información secundaria, es decir, aquella provista por fuentes externas. Aquí es donde se estiman las inversiones probables, costos de operación y los ingresos del proyecto (Fontaine Ernesto, 2002). Por ejemplo: el costo del terreno, cantidad de departamentos o metros cuadrados a construir de acuerdo a las disposiciones municipales, costo por metro cuadrado de construcción y posible valor de realización generalmente medido en metro cuadrado.

En el mismo se va a determinar las inversiones necesarias para la construcción del edificio. También se van a considerar los costos asociados al proyecto y los ingresos del mismo. Todo esto con un análisis detallado de los componentes de cada uno (costos e ingresos) a partir de investigaciones y recolección de información de las áreas específicas.

El estudio de Prefactibilidad persigue disminuir los riesgos de la decisión; dicho de otra manera, busca mejorar la calidad de la información que tendrá a su disposición la autoridad que deberá decidir sobre la ejecución del proyecto (Fontaine Ernesto, 2002).

### **2.3.3 Factibilidad**

Es la etapa mas profunda, completa y demostrativa de la información que se utiliza en la evaluación. Es de carácter demostrativo, por lo que se basa en fuentes de

información primaria, es decir, en la que origina los antecedentes (Fontaine Ernesto, 2002). Esta investigación mostrará gran parte de sus elementos obtenidos de manera primaria, directamente con los profesionales especialistas en construcción, con un alto grado de detalle en cuanto a los rubros que integran las inversiones a realizar, sus valores y costos actualizados

Por último, la tercera etapa, la de la *implementación y operación de proyectos*, corresponde a todo lo concerniente a la construcción y acondicionamiento del proyecto y a su funcionamiento como empresa en régimen. Esta etapa obviamente se materializa una vez aceptados los análisis de Prefactibilidad y/o Factibilidad.

Se pueden definir cinco etapas por las que deberá atravesar este estudio de proyecto inmobiliario:

I. Definición preliminar del proyecto: Esta etapa implica la concepción preliminar del proyecto a partir de una idea. Por lo general todo comienza con la visualización de una oportunidad: construir un edificio en un buen terreno que se observó en el macrocentro de la ciudad de Bahía Blanca.

II. Estudio del Contexto: Permite delinear el contexto, a nivel macro y micro, que se debe enfrentar al momento del lanzamiento del producto. Esto es conocer las fuerzas que modelan el mercado: las variables macro, el ciclo del mercado inmobiliario, la oferta y demanda futuras en forma cualitativa y cuantitativa, la competencia, los posibles productos sustitutos. Los resultados de este estudio son dos: establecer las oportunidades, amenazas, fortalezas y debilidades que servirán de base para definir, en la etapa siguiente, la estrategia más adecuada para llevar a cabo el emprendimiento (ubicación, diseño físico, estructuración financiera y legal, marketing y

comercialización) y modelizar las variables que permitan cuantificar ingresos y egresos en los probables escenarios a enfrentar.

III. Dimensionamiento Físico: En función de lo relevado en la etapa anterior y del diagnóstico realizado se elige la estrategia a seguir para superar las debilidades, neutralizar las amenazas, apoyarse en las fortalezas y aprovechar las oportunidades. En esta etapa se procede a elegir la ubicación óptima, a realizar el diseño más adecuado para el segmento de público seleccionado a los efectos de diferenciarse de la competencia, elegir la tecnología constructiva más adecuada al contexto. En épocas de inflación, y tal lo anunciado en la Introducción, conviene elegir métodos constructivos que aceleren lo máximo posible la ejecución de la obra y asegurarse la compra de materiales “*sensibles a la inflación*”, para disminuir el riesgo.

IV. Dimensionamiento económico: Con el estudio de factibilidad económico, se estudia la rentabilidad independientemente de las fuentes de financiación a adoptar y, por ende, la conveniencia de llevar a cabo o no el proyecto.

V. Dimensionamiento Financiero y estructuración legal del emprendimiento: El estudio financiero analiza la composición más rentable de capital y deuda, si los beneficios a generar permitirán dar cumplimiento a los compromisos contraídos con terceros en tiempo y forma y la rentabilidad del capital para ver la conveniencia de colocar el dinero en el emprendimiento. La estructuración legal define la mejor forma de llevar a cabo el emprendimiento (Sociedad Anónima, Consorcio de Proietarios, Fideicomiso al Costo).

## **2.4 Estudio Comercial**

### **2.4.1 Análisis o Relevamiento del Mercado**

#### **2.4.1.1 El Mercado Consumidor**

Esta etapa constituye una de las primeras en cualquier proyecto de inversión, y constituye una de las más importantes en la evaluación económica.

Algunos de los propósitos de la investigación o análisis del mercado son:

- Aportar elementos de juicio cualitativos sobre la demanda. En este trabajo serán, entre otros: cualidades de los inmuebles que los consumidores mas aprecian, qué tipo de terminaciones constructivas son más valoradas u observadas, usos del bien (vivienda, inversión, renta), tamaño óptimo, formas de comercialización.
- Proyectar la demanda de los bienes que se van a producir, esto significa, determinar mediante un pronóstico, las cantidades que podrán venderse en el tiempo.
- Proyectar los precios y el monto de ventas.

El criterio general para el desarrollo de una investigación o relevamiento del mercado, puede variar de acuerdo a la diversidad de características, de los bienes o servicios que pueden ser objeto del proyecto.

Así, pueden distinguirse claramente, cuatro tipos distintos: a) bienes o servicios de consumo final (ya sea no durable o durables), b) bienes o servicios de demanda interna, c) bienes de capital o de equipo, d) bienes para la exportación (Solanet, M, Cozzetti, A, Rapetti, O, 1984).

En este trabajo, las propiedades serán de consumo final y se tratan de bienes durables, identificándose con el inciso a) descripto precedentemente. El mercado se asienta directamente en la población consumidora. Los estudios de la demanda estarán íntimamente relacionados con factores demográficos, a través de formas directas, ya sea censos, encuestas, o bien recopilación de datos históricos obtenidos por esas mismas vías.

La proyección a futuro de las cantidades demandadas a un proyecto pueden enfocarse desde dos hipótesis de trabajo diferentes: realizar proyecciones de carácter probabilístico, o realizar proyecciones de carácter normativo. En el primer caso, que es el criterio que mejor se adapta a este proyecto, se trata de realizar “pronósticos” o “predicciones” de la demanda, intentando determinar aquellas magnitudes que sean mas probables en base a la evolución de las variables demográficas y económicas. En el segundo caso, las proyecciones de carácter normativo, se tratan mas bien de metas que de pronósticos, las proyecciones constituyen objetivos deseables, con independencia de las probabilidades de ocurrencia (Solonet, M, Cozzetti, A, Rapetti, O, 1984).

#### **Obtención de elementos de juicio cualitativos**

La caracterización de la demanda de bienes o servicios producidos por un proyecto constituye un aspecto de importancia para definir sus características técnicas y organizativas e inclusive para facilitar la propia proyección de esa demanda (Solonet, M, Cozzetti, A, Rapetti, O, 1984).

En un proyecto de inversión inmobiliario destinado a la construcción de un edificio de departamentos, se deberá definir su diseño, forma, tamaño de las unidades y ambientes, tipo y calidad de materiales, instalaciones, equipamiento básico,



mobiliario, colores, y todo otro atributo cualitativo que pueda influir sobre la elección de los consumidores.

El conocimiento de estas preferencias es de suma importancia cuando estas características pueden decidirse en el proyecto, y no se encuentran predeterminadas por la tecnología o las patentes de que se dispone. Esta tarea puede lograrse ya sea a través de información existente y con cierto grado de elaboración (fuentes secundarias) o bien sobre la base de relevamientos directos sobre la población, usuarios, promotores inmobiliarios, o quienes utilizarán el bien que se va a producir (fuentes primarias). Este último caso, presenta mayores dificultades y ocupa gran parte del proceso de evaluación de un proyecto, y su costo es considerable cuando es necesaria su implementación.

#### **2.4.1.2 Perfil del consumidor directo o final de un bien inmueble**

El Dr. Juan Carlos Franceschini, en su libro “El Mercado Inmobiliario y la Preparación de Proyectos” define a la demanda inmobiliaria como la cantidad de bienes inmuebles que el mercado requiere para satisfacer necesidades específicas a un precio determinado.

Existen necesidades básicas, primarias u objetivas y necesidades superfluas, secundarias o subjetivas. Dentro de las primeras se puede citar a la necesidad de abrigo y privacidad, crecimiento vegetativo de la población, divorcios, nuevos matrimonios de hecho y de derecho, migraciones, entre otras. El crecimiento vegetativo de la población hace que la demanda se recomponga en forma permanente por el solo hecho del paso del tiempo.

Dentro de las segundas se encuentran la movilidad social producto del aumento del poder adquisitivo de una familia, la obsolescencia física y/o funcional de un inmueble, modas, status, búsqueda de una mejor calidad de vida o motivos de inversión.

#### **2.4.1.3 El Mercado Competidor**

El estudio de la competencia es fundamental, la estrategia que se defina para el proyecto, no puede ser indiferente a ésta. Es preciso conocer las estrategias que sigue la competencia para aprovechar sus ventajas y evitar sus desventajas (Sapag, N y Sapag, R, 2007). Esta información se constituye en una buena fuente para calcular las posibilidades de captar el mercado y también para el cálculo de los costos probables involucrados.

La determinación de la oferta, suele ser una variable compleja para este tipo de proyectos inmobiliarios, por cuánto no siempre es posible conocer todos los proyectos en curso, o los planes de expansión de aquellos que se encuentran en marcha.

El estudio del mercado competidor tiene la doble finalidad de permitir al evaluador conocer el funcionamiento de instituciones similares a las que se instalaría con el proyecto y de ayudarlo a definir una estrategia comercial competitiva con ellos. Por tal motivo, conocer lo que se hace en establecimientos similares, a qué tipo de usuario o cliente se atiende, cómo, con qué tarifas, con qué apoyo promocional, con cuáles asociados, su ubicación, será una tarea básica en la definición de la propia estrategia comercial del proyecto que, a su vez, es la que determinará parte importante de las inversiones, costos y beneficios que se deberán estimar para evaluar el proyecto (Sapag, N y Sapag, R, 1989).

#### **2.4.1.4 El Mercado Proveedor**

El mercado de proveedores es otro de los factores esenciales en este tipo de proyecto de inversión. Aquí se tienen que estudiar el tipo y calidad de los insumos requeridos, su costo, la mecánica de disposición o reposición necesaria, la factibilidad de transporte y las condiciones para su adquisición. También en este aspecto se deben conocer las dependencias de otras industrias para la provisión de materiales.

Tres aspectos deben ser estudiados en el mercado de los proveedores: los precios, la disponibilidad y la calidad.

El *precio* de los insumos determinará una parte de los costos del proyecto e influirá en el monto de las inversiones. En ese sentido se deberá investigar lo que se denomina *concepto ampliado del precio*, el que, además de determinar los valores actuales en que se tranzan los insumos en el mercado y sus tendencias a futuro, deberá establecer la existencia de condiciones de crédito y las políticas de descuento ofrecidas por los proveedores (Sapag, N y Sapag, R, 1989).

La *disponibilidad* de insumos se deduce del estudio de la existencia de capacidad productiva en toda la cadena de abastecimiento y determinará en definitiva el costo al cual podrá adquirirlo el proyecto. Si hay disponibilidad de materias primas, el precio al que se podrá comprar será inferior al que se lograría si no existe disponibilidad (Sapag, N y Sapag, R, 1989).

La determinación de la *calidad* de los insumos es un factor fundamental para calcular el costo. Generalmente, se considera el concepto de calidad como sinónimo de bueno. En el estudio de proyectos, la calidad se asocia con estándares de requerimientos basados en las especificaciones técnicas de los insumos. No se deberá optar por una calidad superior a la requerida, la que aumentará los costos, ni por una inferior, la que atentaría contra el posicionamiento del producto final (Sapag, N y Sapag, R, 1989).

### **2.4.2 La Estrategia Comercial**

En la estrategia comercial, son muchas las decisiones que se adoptarán en base a lo señalado en los párrafos anteriores. Estas decisiones tendrán repercusión directa en la rentabilidad del proyecto por las consecuencias económicas que se manifiestan en sus ingresos y egresos. Una de estas decisiones es la política de venta, la cual va a incidir en los ingresos de contado o a plazos y también va a determinar el volumen de las ventas.

Tan importante como esta, es la decisión sobre el precio del producto que se va a ofrecer, la estrategia publicitaria, creación de imagen, calidad del producto, características exigidas, servicios complementarios, estilos de venta (Sapag,N y Sapag, R, 2007).

El comportamiento esperado de las ventas es una de las variables más importantes en la composición del flujo de caja. Al estudiar al producto en el conjunto de la estrategia comercial, el concepto de su ciclo de vida ayuda a identificar parte de ese comportamiento esperado. La importancia de determinar este ciclo radica en que el nivel de ventas afectará directamente el momento de recepción de los ingresos, e indirectamente a los desembolsos, ya que el programa debe responder a las posibilidades reales de vender el producto.

El precio, es quizá la variable más importante de la estrategia comercial en la determinación de la rentabilidad del proyecto, ya que este será, en último término, el que defina el nivel de los ingresos (Sapag,N y Sapag, R, 2007).

## 2.5 Estudio Técnico

En el estudio de la viabilidad financiera de un proyecto, el objetivo principal que tiene el estudio técnico, es la generación de datos para brindar información necesaria para cuantificar el monto de las inversiones y costo de las operaciones pertinentes en esta área (Solánet, M, Cozzetti, A, Rapetti, O, 1984).

Se encarga de verificar la posibilidad técnica de fabricación del producto que se pretende y analiza determinando el tamaño óptimo, la localización óptima, los equipos, instalaciones y la organización que requiere para realizar la construcción.

Se pregunta sobre dónde, cómo, cuánto y con qué producir lo que se desea, por lo que el aspecto técnico – operativo de un proyecto comprende todo aquello que tenga relación con el funcionamiento y operatividad del proyecto (Sapag, N y Sapag, R, 1989).

Técnicamente pueden existir diversos procesos productivos opcionales, cuya jerarquización puede diferir en función de su grado de perfección financiera, normalmente se estima que deben aplicarse los procedimientos y tecnologías más modernos, solución que puede ser óptima técnicamente, pero no serlo financieramente.

Uno de los resultados de este estudio será definir la función de producción que optimice la utilización de los recursos disponibles en la producción del bien o servicio del proyecto. Aquí se podrá obtener la información de las necesidades de capital mano de obra y recursos materiales, tanto para la puesta en marcha como para la posterior operación del proyecto.

### 2.5.1 Localización del proyecto

La localización del emprendimiento puede determinar el éxito o fracaso del negocio. Por ello, la decisión de donde ubicar el proyecto, obedecerá no solo a criterios económicos, sino también a criterios estratégicos, institucionales e, incluso, de preferencias emocionales. Con todos ellos, sin embargo, se busca determinar aquella localización que maximice la rentabilidad del proyecto.

La teoría económica de la localización reduce el problema a un aspecto de ganancias máximas. Esto es, considerar el objetivo más general del proyecto: aquella localización que le otorgue la mayor rentabilidad. Para ello es necesario elaborar y evaluar el flujo de efectivo relevante de cada alternativa (Sapag, N y Sapag, R, 2007).

La definición y emplazamiento exacto de un proyecto suele atravesar dos etapas, denominadas de macrolocalización y microlocalización. En la primera de ellas se trata de definir un ámbito zonal o regional limitado, por ejemplo, una localidad urbana. En este trabajo de investigación, puede referirse al barrio o zona, dentro de la ciudad de Bahía Blanca. En la segunda, se trata de determinar con precisión en qué predio será ubicado el proyecto (Solano, M, Cozzetti, A, Rapetti, O, 1984). Aquí, se ubicará el terreno específicamente donde se construirá el edificio, particularmente en este tipo de proyectos, se debe tener muy en cuenta los aspectos legales y las normas de urbanismo que rigen en la ciudad.

El Manual de Proyectos de Naciones Unidas clasifica los principales elementos de juicio que deben considerarse para definir la localización de acuerdo con el siguiente listado:

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

- Suma de los costos de transporte de insumos y productos terminados. Particularmente, y como elemento especial de análisis, se deben considerar los costos de provisión de agua y energía eléctrica.
- Disponibilidad y costo relativo de los recursos Humanos.
- Actividades administrativas y comerciales.
- Aspectos tributarios y legales.
- Condiciones de vida, clima y ambientales (Solonet, M, Cozzetti, A, Rapetti, O, 1984).

En este trabajo, al tratarse de un proyecto de inversión inmobiliario para la construcción de una torre de departamentos con destino a vivienda, además de los factores mencionados, se debe analizar:

- Cercanía con el microcentro de la ciudad
- Medios de transporte de pasajeros
- Distancia de establecimientos educacionales (escuelas, Universidades), centros de compras, supermercados, asistencia para la salud.

## **2.6 Estudio Organizacional y legal**

### **2.6.1 Estudio Organizacional**

La Administración es una actividad común a todas las organizaciones humanas aplicable a toda actividad, ya sea en el hogar, en los negocios o en el gobierno. Uno de los principales exponentes de la Teoría Clásica de la Administración, fue Henry Fayol, haciendo una comparación con la Administración científica que se caracterizaba por el énfasis de las tareas que realizaba el obrero, y también por el énfasis de la estructura que toda organización debe tener para el logro de la eficiencia (Fayol, 1916).

Postuló una serie de principios, entre los cuales se destacan: División del trabajo, Autoridad y Responsabilidad, Unidad de Mando, Centralización / Descentralización, Espíritu de Grupo (Fayol, 1916).

Para cada proyecto es posible definir la estructura organizativa que mas se adapte a las necesidades de su ejecución. Conocer esta estructura es fundamental para definir las capacidades y cualidades del personal para la gestión y, por lo tanto, estimar los costos indirectos de mano de obra ejecutiva (Sapag,N y Sapag, R, 2007).

El Estudio Organizacional consiste en determinar los aspectos organizativos que deberá considerar una nueva empresa para su establecimiento tales como su estructura organizacional, sus aspectos legales, fiscales, laborales.

Su objetivo es realizar un análisis que permita obtener la información pertinente para la determinación de los aspectos organizacionales de un proyecto, los procedimientos administrativos, aspectos legales, laborales, fiscales y ecológicos.



### **2.6.2 Estudio Legal**

Toda actividad empresarial y lucrativa se encuadra en un marco jurídico propio del lugar donde la misma se lleva a cabo (Bacca Urbina, Gabriel, 2007), y todo proyecto desde su inicio debe acatar las disposiciones jurídicas vigentes. El *estudio político legal* consiste en considerar un conjunto de aspectos desde el punto de vista jurídico: La constitución de la empresa, los aspectos comerciales y los aspectos tributarios. Implica determinar cuál es el cuadro jurídico que comprende la actividad propuesta por el proyecto, para determinar las principales exigencias y restricciones legales y cuantificar su impacto en los costos tanto de constitución como de desarrollo del proyecto.

Deberán analizarse los aspectos que puedan significar desembolsos como consecuencia de la necesaria participación de expertos legales en la confección de contratos, escrituras, gastos notariales y otros costos pertinentes vinculados con aspectos legales. En el proyecto objeto de estudio, se trata de la creación de una nueva figura jurídica, que tiene por objetivo, la construcción de viviendas. Esta actividad desde su momento cero, encuentra en los aspectos legales y principalmente en la actividad notarial, uno de los principales elementos a tener en cuenta al momento de su valoración.

En el estudio de localización, por ejemplo, los costos mas frecuentes asociados con los legales, son la contratación de los análisis de posesión y vigencia de títulos de dominio de los bienes raíces que podrían adquirirse, los gravámenes que pudieran afectar los terrenos y los pagos de contribución territorial, entre otros (Sapag,N y Sapag, R, 2007).

Todo proyecto debe cumplir con las exigencias y normativas que conforman el ordenamiento jurídico y social de la actividad que se va a desarrollar. Estas

circunstancias determinan diferentes grados de incidencia en la economía del proyecto.

Algunos de los factores legales que se presentan son:

- Exigencias ambientales
- Exigencias sanitarias
- Exigencias de Seguridad Laboral
- Leyes y normas laborales
- Leyes y normas tributarias

Muchos son los aspectos de carácter legal que pueden influir en los flujos del proyecto y que, por tanto, afectan a su rentabilidad. El preparador y evaluador de proyectos deberá poner especial atención a ellos, con el fin de estudiar y cuantificar su impacto económico en los flujos (Sapag, N y Sapag, R, 2007).

### **2.6.3 Formas jurídicas**

Para el desarrollo de un emprendimiento inmobiliario de este tipo, existen diferentes formas jurídicas para llevarlo a cabo, aquí se describen tres modelos distintos de organización: un Consorcio de Propietarios, una sociedad comercial representada por una Sociedad Anónima y un Fideicomiso no Financiero.

### **2.6.3.1 El Consorcio de Propietarios**

Consorcio hace referencia a la unión de dos o más personas que comparten un mismo objetivo o que deben resolver cuestiones en común. El concepto, se utiliza con frecuencia para nombrar al grupo de vecinos que viven en un mismo edificio.

En los negocios, un consorcio surge por la agrupación de varias personas o empresas con el objetivo de desarrollar una actividad que depare beneficios para todas. Estos acuerdos permiten concretar inversiones y llevar a cabo obras que, por separado, ninguno de sus integrantes podría ejecutar.

Es importante tener en cuenta que, en un consorcio, cada persona mantiene su autonomía e independencia. Aportan ventajas competitivas ya que los gastos y los costos son compartidos por sus participantes, facilitando el cumplimiento de los objetivos financieros.

Aplicado a la actividad de la construcción de un edificio, el consorcio propietario del terreno, es entendido como un condominio que se inicia con la adquisición de un terreno en copropiedad por los integrantes del mismo, decidiéndose en común la construcción al costo de una cierta cantidad de unidades, las que se afectarán al sistema de propiedad horizontal, adjudicándose entre aquéllos una vez concluidas, en una forma acorde con los aportes efectuados.

Así, según el Código Civil (1869), el condominio es el derecho real de propiedad que pertenece a varias personas, por una parte indivisa sobre una cosa mueble o inmueble (Senado y Cámara de Diputados de la Nación, ley 340).

Responsabilidad de los consorcistas

En el caso del condominio indiviso, las obras pueden paralizarse y los resultados ser afectados ante el fallecimiento, embargo o demanda de divorcio de cualquiera de los condóminos. Como todos poseen durante la construcción, una porción indivisa de los bienes, esta puede responder contra los acreedores del condómino, y en el caso extremo de que no se llegue a un acuerdo con los restantes condóminos, el acreedor podrá exigir el remate del bien para el cobro de su crédito.

Además, ante las deudas generadas por esa construcción, todos los propietarios responderán de forma solidaria e ilimitada, con su patrimonio personal, de forma similar que en una sociedad de hecho.

**2.6.3.2 La Sociedad Anónima**

A rasgos generales, la Sociedad Anónima puede ser definida como: *aquella sociedad en la que el capital se representa por acciones y los socios limitan su responsabilidad a la integración de las acciones suscriptas.*

Las sociedades anónimas en la República Argentina cuentan con las siguientes características principales:

Accionistas

Se requiere un mínimo de dos accionistas. La Ley de Sociedades Comerciales no establece montos máximos o mínimos de capital ni porcentajes que una persona debe aportar en una sociedad anónima para ser considerado un accionista. Sin embargo, el criterio actual de la Inspección General de Justicia es que un accionista no puede tener más del noventa y cinco por ciento (95%) del capital social. Los accionistas pueden ser

## ***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

tanto sociedades locales o extranjeras, como personas físicas de cualquier nacionalidad o lugar de residencia.

Los accionistas (socios) limitan su responsabilidad a la integración de las acciones suscriptas; es decir que solo responderán con el capital que se hayan obligado a portar a la sociedad (Sociedades Civiles y Comerciales, 2010).

### Acciones

El capital está representado por títulos libremente negociables que se denominan: acciones. Las acciones deben ser nominativas y no endosables, y pueden estar o no representadas por certificados.

### Capital

Es necesario contar con un capital mínimo de por lo menos \$12.000. Sin embargo, en virtud de lo previsto en la Resolución N° 9/2004 de la Inspección General de Justicia, el capital social debe ser el razonable para el desarrollo del objeto social.

### Asambleas de accionistas

Son el órgano de gobierno de la sociedad. A menos que las asambleas de accionistas sean unánimes, las mismas deberán ser notificadas por medio de publicaciones. Los accionistas pueden autorizar a un tercero para que actúe en su nombre en las asambleas a través de un poder, siempre que éste no sea un director, empleado o miembro de la comisión fiscalizadora.

### Directorio

El Directorio está a cargo de la administración de las actividades de la sociedad anónima. No existe requisito alguno sobre la cantidad mínima de directores. Como consecuencia, el Directorio puede ser unipersonal, excepto en el caso de algunas sociedades anónimas. No obstante, la mayoría absoluta de directores deben ser residentes en la República Argentina (Sociedades Civiles y Comerciales, 2010).

Síndico

El síndico es un miembro de la administración de la sociedad que tiene a su cargo la tarea de supervisar que los actos de la misma se ajusten a derecho, y a lo dispuesto en el estatuto de la misma. El mismo debe ser un abogado o un contador. La designación de un síndico no es obligatoria, excepto en el caso de algunas sociedades anónimas.

Clasificación:

Existen 2 clases de sociedades anónimas:

- **Sociedades Anónimas Cerradas:** son aquellas que poseen un número cerrado de accionistas. Suelen estar integradas por miembros de una familia, sin interés de incorporar nuevos socios (accionistas) a la sociedad.
- **Sociedades Anónimas Abiertas:** son aquellas que hacen oferta pública de sus acciones. Esta oferta pública se hace de dos formas diferentes: por cotización en bolsa, o por invitación para suscribir o adquirir acciones.

Constitución:

Las Sociedades Anónimas sólo pueden constituirse por “instrumento público” (comúnmente se utiliza la escritura pública); nunca por instrumento privado. La Ley prevee dos formas de constitución: por acto único o por suscripción pública (ésta última casi no se utiliza en la práctica).

Bienes aportables (formación del capital social):

Los accionistas de las S.A. sólo pueden realizar aportes que consistan en *prestaciones de dar*, ya sea dinero o bienes de ejecución forzada (artículo 39 de la Ley 19550). Esto es así, porque si estuviera permitido aportar prestaciones de hacer, los acreedores sociales no tendrían de donde cobrarse, ya que la responsabilidad de los accionistas está limitada al aporte que se hayan obligado a efectuar (Sociedades Civiles y Comerciales, 2010).

Responsabilidad por los actos realizados por los Directores:

Al respecto, en la República Argentina la normativa relacionada se encuentra en los arts. 59, 266, 269, 270 y 274 de la ley 19.550. Cabe señalar que las disposiciones de estos artículos guardan extrema similitud con las disposiciones existentes en el resto de los países de América Latina, conforme se pondrá de manifiesto.

Art. 59: *“los administradores y los representantes de la sociedad deben obrar con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios. Los que faltaren a sus obligaciones son responsables, ilimitada y solidariamente, por los daños y perjuicios que resultaren de su acción u omisión”*.

Sin pretender realizar un examen exhaustivo de la norma, el artículo citado establece como principio del derecho, la responsabilidad ilimitada y solidaria de los administradores de las sociedades (Justiniano, 2012).

En algunos fallos, la Jurisprudencia ha resuelto:

- *“el mal desempeño de la función por un director no solo puede verse configurado por la participación directa en hechos o actos positivos violatorios de la ley o los estatutos, sino también, y basta con ello para que haya responsabilidad, por haberse omitido la realización de las diligencias necesarias que exigían las circunstancias de tiempo, lugar y*

*modo para evitar o frustrar el incorrecto proceder de otros directores que no podían desconocer de haber aplicado la debida atención y preocupación por los asuntos sociales”(CCom, Sala A “Eledar S,A, c/ Serer, Jorge s/ sumario”, 8-10-9)7.*

- *"La responsabilidad del directorio de una sociedad anónima nace de la sola circunstancia de integrar el órgano de gobierno. Por tanto, es función de cualquier integrante del órgano de administración aún cuando no se la indique expresamente controlar la calidad de la gestión empresarial, función cuyo incumplimiento da lugar a una suerte de culpa in vigilando” (CNCom., Sala B, noviembre 6, 1996. - Jinkus, Gabriel A. c. Video Producciones Internacionales S. A. y otros).*

### **2.6.3.3 El Fideicomiso Inmobiliario**

El fideicomiso es un contrato cuyo contenido y valor dependerán de la calidad del negocio subyacente y del encargo de confianza que le haya realizado el Fiduciante, dueño de los bienes que se van a transmitir al Fiduciario, que será el propietario de dicho patrimonio durante la vigencia del contrato. Este lo administrará a su mejor saber y entender como un negocio jurídico específico, en función de los Beneficiarios designados contractualmente (Pertierra Canepa y Gomez, 2010), pero asumiendo que esa transferencia fue realizada en forma acotada y sujeta a un plazo y/o condición previamente establecida. Dada la importancia de la figura y su aplicación práctica, conviene resumir las principales características:

- Se crea un patrimonio distinto y separado del propio de Fiduciantes y Fiduciario



- No tiene personería jurídica; si tributaria y fiscal.
- Es un instrumento destinado a fomentar los negocios, a través de una persona distinta e idónea, que es el Fiduciario.
- Es un contrato bilateral, consensual y real que necesita de la transferencia de bienes.
- Se materializa y justifica en pos del Beneficiario.
- Tiene tres momentos relevantes: a) la transferencia de los bienes del Fiduciante al Fiduciario; b) el desempeño del Fiduciario como propietario en cumplimiento del encargo y c) la transferencia de los bienes de Fiduciario a Beneficiarios y Fideicomisario.
- La insuficiencia de los bienes permite la liquidación extrajudicial a cargo del Fiduciario, sin aplicar la ley de Concursos y Quiebras.
- El Fiduciario debe llevar una contabilidad independiente por cada Fideicomiso.
- La duración máxima es de 30 años, con excepción de los Fondos Forestales de Inversión Directa (ley 25.080) o que el Beneficiario sea un incapaz (Faure, Darío, 2008).

#### **2.6.4 Tratamiento impositivo**

Los aspectos tributarios tienen incidencia y efecto directo dentro del estudio organizacional y legal. De acuerdo al tipo de organización y figura legal que se escoja para llevar adelante el proyecto, pueden existir exigencias impositivas distintas para cada una de ellas (Sapag,N y Sapag, R, 2007).

A continuación, se presentan los aspectos impositivos más relevantes, según el tipo de organización se trate, ya sea un Consorcio, una Sociedad Anónima o un Fideicomiso Inmobiliario.

#### **2.6.4.1 Consorcio de propietarios**

Al analizar el tratamiento tributario a dispensar al consorcio constituido en condominio el Fisco señaló que: se trata de una mancomunidad de bienes -no de una asociación de personas- en la que sus componentes participan en calidad de copropietarios. Es un instituto "sui generis" en el que diversas personas adquieren un terreno en condominio con la intención de edificar sobre él un inmueble -al costo- en propiedad horizontal, abonando las sumas necesarias para ese fin y adjudicándose a la finalización de la obra las unidades construidas, de manera acorde con los aportes efectuados. La adjudicación mencionada, por lo tanto, no puede ser considerada como una "venta", dado que no implica transmisión de dominio alguno, puesto que el "consorcio" no poseía la titularidad del dominio del inmueble. La referida adjudicación constituye solamente un acuerdo de partes destinado a la asignación de las unidades construidas, ya que la propiedad de las mismas -dentro del régimen consorcial- perteneció siempre a los consorcistas, en proporción a los importes comprometidos con tal fin (Balán y Zilli, 2008).

Por su parte, el mismo criterio fue mantenido por el Fisco en los Dictámenes N° 47/83 (DATyJ) y N° 41/85 (DATyJ), al indicarse que en el consorcio organizado como condominio todo se resuelve dentro de las disposiciones del Código Civil –artículo 2695 - Por tanto, se agregó que: "...la adjudicación que se efectúa a la finalización de la obra por división del condominio no configura venta, atento a que el consorcio no poseía la titularidad del dominio del inmueble". "En efecto, la referida adjudicación

constituye solamente un acuerdo de partes destinado a la asignación de las unidades construidas, puesto que la propiedad de las mismas perteneció siempre a los consorcistas, en proporción a los importes comprometidos a tal fin” (Balán y Zilli, 2008).

Para el Fisco, los consorcios no son sujetos, sino que efectúan su inscripción ante el organismo recaudador, con el fin de recabar y acumular los créditos fiscales que se produzcan durante el transcurso de la obra, y simplificar de esta forma la operatoria. Los sujetos son los integrantes de ese consorcio, y en la medida que éstos adquieran el carácter de empresa constructora, es decir que existe un propósito de lucro, al momento de adjudicarse las respectivas unidades a los distintos consorcistas, se les transferiría los créditos fiscales correspondientes, siendo requisito indispensable la calidad de responsable inscripto en el IVA. En cambio, para aquellos integrantes del consorcio que no encuadren como empresas constructoras, al utilizar los inmuebles como casa habitación, el IVA pasa a ser un costo (Balán y Zilli, 2008).

#### **2.6.4.2 Sociedad Anónima**

Al adoptarse como figura la conformación de una sociedad anónima para la construcción y posterior venta de un edificio de departamentos, se está en presencia de la definición de “empresa constructora” establecida en la ley, toda vez que se pretenda obtener un beneficio de lucro con la ejecución de la obra, hecho que recién se configuraría con la venta de las unidades. En muchas oportunidades el propósito de lucro es de difícil medición en casos puntuales ya que se debe determinar cual fue la intención de quien construye (Balán y Zilli, 2008).

La sociedad anónima es una persona de existencia ideal, reconocida por ley y se constituye como un sujeto autónomo de impuestos. Al tratarse de una empresa de

carácter comercial, su actividad está alcanzada por todos los impuestos que rigen para las actividades que éstas desarrollen.

#### Impuesto al Valor Agregado

En este trabajo, al tratarse de un edificio de departamentos destinados a vivienda, la venta de los mismos está alcanzada en el IVA a una alícuota diferencial de 10,5 % sobre la parte atribuida a la obra, ya que la proporción correspondiente a la tierra, se encuentra exenta del tributo (Balán y Zilli, 2008).

#### Impuesto a las Ganancias

Al estar una sociedad anónima regida por normas que la obligan a tributar sobre las ganancias, se debe incorporar en todos los estudios de inversión el efecto de este impuesto que, según sea el caso que se evalúe, podrá aumentar o disminuir la rentabilidad del proyecto (Sapag, N y Sapag, R, 2007).

El cálculo básico de este impuesto se efectúa sobre la utilidad contable que resulta de comparar los ingresos con los egresos afectos a impuestos y los gastos contables que no constituyen egreso y que representan el desgaste de los activos por su uso. Como el fisco no puede revisar caso a caso el grado de desgaste de los activos, define un criterio estándar denominado depreciación o amortización. Para las sociedades comerciales, la alícuota establecida alcanza el 35% de las utilidades.

Todo proyecto que modifique las estructuras de ingresos y egresos de una empresa tendrá efectos tributarios. Una inversión que reduce costos de funcionamiento hará que aumente la utilidad contable y, en consecuencia, los impuestos a pagar. Un aumento de costos, por el contrario, hará que baje la utilidad y, en consecuencia, el impuesto total de la empresa (Sapag, N y Sapag, R, 2007).

#### **2.6.4.3 Fideicomiso Inmobiliario**

##### **Conceptos introductorios:**

Para comenzar el análisis impositivo del tratamiento del Fideicomiso en la Construcción se debe resolver antes si se está ante una transferencia onerosa, de fiducia o gratuita. Esto resulta clave para la configuración de los distintos hechos imponibles.

**La opinión de la AFIP:** el Fisco a través de los años fue emitiendo diferentes dictámenes acerca de su postura, la cual se verá que no fue siempre la misma.

- Dictamen 103/2001: se hace referencia a un fideicomiso de administración, por el cual la persona física transmite la propiedad de un bien inmueble a título imperfecto a otra persona física. Los beneficiarios que además son fideicomisarios son el propio fiduciante, su esposa, sus hijos y sus futuros herederos universales (Balán y Zilli, 2008).

“Atento a que la trasmisión fiduciaria de inmuebles no tiene carácter oneroso, y en razón de las disposiciones del Art. 7 de la Ley 23.905 se concluye que dicho traspaso de bienes no se encuentra sujeto al impuesto a la transferencia de inmuebles de personas físicas y sucesiones indivisas”.

- Dictamen 17/2002: en este caso, el objeto del fideicomiso es la administración e inversión de los bienes fideicomitidos y la constitución de garantías a favor de uno o más deudores que indique el fiduciante. La AFIP se pronuncia diciendo que “en principio no se produciría en el contrato de fideicomiso, una transmisión onerosa ni gratuita del bien en cuestión, sino que el mismo es transferido a título de confianza”, pero también se ha advertido que en cada caso en particular “se deben examinar las características del negocio subyacente al contrato, determinando las relaciones económicas existentes

entre el fiduciante, el fiduciario y el o los beneficiarios o fideicomisarios surgidas dentro del marco legal instrumentado o establecidas fuera de él”, es decir que “se deberá determinar si a la luz de la realidad económica se produce la transferencia definitiva de los bienes a un tercero a cambio de una contraprestación”.

- Dictamen 55/2005: Con este dictamen la AFIP abandonó el criterio sostenido durante los casi 10 años de la Ley 24441 que interpretaba que la transferencia fiduciaria de bienes era a sólo título de confianza y carente de contenido económico. La AFIP sostiene que la transferencia es onerosa por cuanto considera que la prestación futura a la que se obliga el fiduciario de entregarle al fiduciante la cantidad de unidades terminadas es una “contraprestación” en los términos del artículo 1139 del código civil (“contrato oneroso se da cuando las ventajas que procuran a una u otra de las partes no les es concedida sino por una prestación que ella le ha hecho, o que se obligue a hacer. Es a título gratuito cuando aseguran a una u otra de las partes alguna ventaja, independientemente de toda prestación por su parte”). Aunque continua manteniendo la idea del dictamen 17/2002 de que en principio es a título de fiducia y se debe analizar el negocio subyacente a cada contrato en particular para determinar la onerosidad.
- Dictamen 16/2006: Analiza la adjudicación de las unidades y concluye que es onerosa. Aunque siempre deben evaluarse cada caso en particular. En este caso la definición como oneroso se basa en que “toda vez que los fiduciantes - beneficiarios abonan cuotas en función de su participación se busca el lucro”. Además agrega “el incumplimiento de sus aportes de fondos que provoca un interés compensatorio y punitivo, existiendo la

facultad de resolver el contrato respecto del deudor moroso y reemplazar al fiduciante original por otro que suscriba el contrato de adhesión. Por otro lado, si la fiduciaria no obtiene un reemplazante podrá tomar financiación externa o sustituir a tal fiduciante por la totalidad de los fiduciantes quienes adquirirán en función de sus aportes los derechos sobre las unidades cuya adjudicación le correspondería al excluido”. Todo esto lleva a considerar que la operatoria tiene por objeto la construcción y comercialización de un inmueble lo cual evidencia el fin de lucro (Balán y Zilli, 2008).

- Dictamen 18/2006: Analiza la adjudicación al igual que el dictamen 06/2006. Concluye de la misma forma al decir que debe analizarse cada caso en particular y las diferentes relaciones jurídicas que nacen del contrato. Agrega: Adjudicación de las unidades funcionales construidas por parte del fideicomisario a los fiduciantes - beneficiarios: En IG el fiduciario deberá atribuir los resultados obtenidos de la actividad desarrollada a los fiduciantes - beneficiarios.

Actos realizados por los fideicomisarios con posterioridad a la adjudicación de las unidades funcionales: En IG, en caso de sujeto - empresa, están alcanzados por el impuesto. En caso de personas físicas se debe analizar que cumpla con los requisitos de periodicidad, permanencia y habilitación en la fuente. Se debe analizar el caso de edificación y enajenación en el régimen de propiedad horizontal. La persona física de no pagar IG deberá pagar ITI.

### **Tratamiento impositivo**

Para el tratamiento impositivo hay que diferenciar los fideicomisos financieros de los ordinarios.

En principio la utilización de este contrato como sustento jurídico del negocio económico no debería incidir en el tratamiento impositivo.

La actividad alcanzada no dejaría de estarlo ni viceversa. El fideicomiso no es una sociedad ya que no tiene personería jurídica, ni es sujeto de derecho.

Es un contrato entre fiduciante y fiduciario. No obstante, siguiendo la autonomía del derecho tributario, la ley asigna personería fiscal considerándolo sujeto impositivo. En cuanto se lo define como sujeto fiscal, estará gravado según la actividad que realice y gozará de los mismos beneficios que cualquier otro sujeto en cuanto a exenciones y demás (Balán y Zilli, 2008).

### **Impuesto a las Ganancias**

Diferentes partes:

#### **1 - Fideicomiso**

Es sujeto pasivo. La ley lo asimila a las sociedades de capital y están alcanzadas al 35% sus ganancias netas imponibles. La excepción esta dada cuando el fiduciante es a la vez beneficiario siguiendo el Art. 69 Inc. a) 6), en este caso la renta se atribuye al beneficiario y se acumula con sus demás ganancias como renta de 3ra categoría (inciso sin numero agregado a continuación del inciso d) del Art. 49 y 4to Art. sin numero agregado a continuación del Art. 70 DR).

No se aplica para casos en que el fiduciario - beneficiario sea del exterior ni para fideicomisos financieros (Balán y Zilli, 2008).

Cabe resaltar que esto es para el caso de los beneficios del fideicomiso que es diferente a la adjudicación de los bienes al fideicomisario. Entonces, si el fideicomiso



## ***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

construye y vende, adjudicará la ganancia a los fiduciantes - beneficiarios en función a su participación.

¿Cuál es el tratamiento para el fideicomiso en que coexisten fiduciante - beneficiario, fiduciante que no es beneficiario o siéndolo, están radicados en el exterior?

Corresponde al fiduciario liquidar y pagar el 35% de la ganancia neta sujeta a impuesto por la parte correspondiente a los beneficiarios no fiduciantes y a los beneficiarios del exterior. A su vez, debería atribuirle a los beneficiarios - fiduciantes la proporción de las ganancias correspondientes a ellos (Faure, Darío, 2008).

Los beneficiarios que no son fiduciantes reciben las ganancias después de haber tributado el impuesto por lo que la incorporación a su patrimonio como ingresos no computables (Faure, Darío, 2008).

Se trata de conceptos no computables para la determinación de la ganancia neta, por lo indicado y por expresa disposición de los Art. 46 y 64 de la ley.

### Adjudicación Vs. Venta:

Se debe analizar si el fideicomiso construye y vende las unidades, o si las asigna a los beneficiarios.

### Venta:

Si las construye y vende, pagará al 35% el fideicomiso o distribuirá la ganancia cuando corresponda. Pero es importante, valga la redundancia, que haya ganancia en la venta. Es lógico, que si diferentes personas se reúnen para unir fuerzas, construyen y luego venden lo van a hacer con fines de lucro (Faure, Darío, 2008).

### Adjudicación:

Diferente es el caso que el fideicomiso construya pero no venda sino que adjudique las unidades a los beneficiarios. Éste es el llamado “fideicomiso al costo”.

Como se expuso, a través de los diferentes dictámenes, se debe ver el negocio subyacente en cada contrato.

Es decir, las unidades para el fideicomiso tienen un valor que está dado por el Art. 55 de la Ley de Impuesto a las Ganancias que dice: “para el caso de inmuebles construidos, al valor del terreno (determinado por el valor de adquisición más los gastos necesarios para realizar la operación), se le adicionará el costo de construcción”. Por otro lado se tiene el valor de plaza de las unidades. Si hay una diferencia entre ambos valores se produce una ganancia que está sujeta a gravamen y será distribuida o la pagará el fideicomiso según corresponda (Faure, Darío, 2008).

La denominación de “fideicomiso al costo” se usa mucho para dar la idea de no onerosidad, ya que, como el nombre lo dice, se estaría adjudicando al costo sin ninguna ganancia. Pero esto no siempre es así y la realidad económica muestra que es sólo una forma de esconder el verdadero negocio del contrato.

## **2 - Fiduciante:**

Continuando con la línea de análisis, se debe diferenciar:

A) .Si es oneroso: hay que diferenciar entre persona física y jurídica

Fiduciante Persona física:

- Si el bien integra su empresa o explotación: gravado con IG (durante 2 años si hay cese del negocio según Art. 72 del DR de la Ley IG)

- Bienes adquiridos para cancelar créditos vinculados con su actividad profesional: está alcanzado según Art. 114 del DR de la Ley de Impuesto a las Ganancias. Para esto entre la fecha de adquisición y la de venta deben pasar menos de 2 años, sino debe pagar el impuesto a la transferencia de inmuebles pero no ganancias (Balán y Zilli, 2008).

- Si es persona física no habitualista: gravado en ITI.

Habitualidad: en un Fallo del Tribunal Fiscal se concluyó que corresponde el IG por el resultado obtenido por 2 contribuyentes por la venta de sendos inmuebles adquiridos al valor de costo. Al respecto, consideró probada la habitualidad, ya que en el caso se realizaron 4 y 8 operaciones durante el transcurso de 2 años. Además sostuvo que la actividad declarada (Directores de una SA dedicada a la construcción) está íntimamente relacionada con la edificación y enajenación de inmuebles, y por último que la ganancia obtenida por estas operaciones constituyó la principal fuente de ingresos (Spanier Alberto Gabriel y otro. TFN - Sala A - 11/12/2007) (Balán y Zilli, 2008).

- Si es monotributista: gravado en ITI según dictamen 45/2005

Fiduciante Persona Jurídica: Gravado con IG.

B). Si es a título de fiducia: No se genera hecho imponible por lo que no está gravado por el impuesto.

### **3 - Fiduciario:**

Los ingresos del fiduciario, en los contratos onerosos, están alcanzados por este impuesto, ya que se trata de una retribución por su función de administrador del fideicomiso, constituyendo ganancia de cuarta categoría (Art. 79 LIG) (Balán y Zilli, 2008).

El fiduciario puede ser monotributista en la medida que cumpla con las condiciones establecidas en el segundo párrafo del artículo segundo de la ley del tributo (Balán y Zilli, 2008).

#### **4 - Beneficiario:**

Es beneficiario aquel que recibe las rentas del fideicomiso. En el caso de ser fiduciante - beneficiario residente en el país y no tratarse de fideicomisos financieros, el fideicomiso asigna las utilidades que el beneficiario deberá incorporar a sus otras rentas y tributar el impuesto en cabeza propia, liquidando el impuesto según su condición ante el gravamen. En caso de no darse esta condición, tributa el fideicomiso y asigna las utilidades que el beneficiario toma como no computables similar a lo que ocurre con los dividendos.

Cesión de derechos de los beneficiarios:

- Si es sujeto empresa: Gravado en IG;
- Si es persona física: gravado en el caso de ser habitualista dentro de la 2da categoría.

#### **5 - Fideicomisario:**

Si bien al definir al sujeto “fideicomisario” se dice que es “aquel destinatario de los bienes fideicomitidos al finalizar el contrato, sin mediar contraprestación alguna”, como ya se trató en su momento, la postura del Fisco es de que se trata de un acto oneroso (Balán y Zilli, 2008).

¿Qué va a hacer el fideicomisario con los bienes recibidos?

A - Persona física:

- Venta de un inmueble bajo el régimen de propiedad horizontal: según Art. 49 Inc.

D) LIG y Art. 90 DR esta operación esta alcanzada.

Pero hay que analizar las diferentes posturas. Por un lado se considera que el sujeto fideicomisario es diferente al sujeto fideicomiso por lo que no se considera “edificación y venta” hecha por la misma persona y no estaría alcanzado por IG. Por

otro lado, algunos consideran una debilidad en la legislación y que se trata de algún modo del mismo sujeto que edifica y vende por lo que estaría alcanzado. El Fisco no mantiene una postura. Junto con este análisis, hay que tener en cuenta la habitualidad (Balán y Zilli, 2008).

- Venta de un inmueble que se utilizaba para alquiler comercial: no esta alcanzado por IG pero si por ITI. Es el caso de que el fideicomisario recibe un inmueble, lo alquila en forma comercial para luego venderlo (Balán y Zilli, 2008). .

- Venta de un inmueble utilizado como casa habitación: No alcanzado por IG. Corresponde ITI pero puede no pagarlo si utiliza la opción de venta y reemplazo (Balán y Zilli, 2008). .

B - Sujeto empresa: la venta del inmueble recibido va a estar alcanzada en IG en base a la “teoría del balance” (Balán y Zilli, 2008).

#### Ganancia Mínima Presunta:

##### **1 - Fideicomiso:**

Los fideicomisos constituidos en el país conforme a la ley 24441, salvo los financieros, son sujetos pasivos del impuesto según Art. 2)f) ley 25063 y debe tributar el gravamen a la tasa general del 1% sobre activo computable (Balán y Zilli, 2008).

Pago a cuenta: el impuesto a las ganancias es pago a cuenta de GMP. En cambio, si GMP excede, dicho excedente puede ser compensado contra el impuesto a las ganancias generado en el futuro dentro de los 10 años siguientes.

Para el presente trabajo, cabe mencionar la condición de no computable de aquellos montos erogados en concepto de inversiones en la construcción de nuevos

edificios, excluidos los que revistan el carácter de bienes de cambio, en el ejercicio en que se efectúen las inversiones y en el siguiente (Balán y Zilli, 2008).

¿A qué valor ingresan los bienes fideicomitidos para el cómputo de la base del impuesto?

La transmisión del dominio fiduciario de los bienes transferidos al fideicomiso no revisten carácter de oneroso, ni gratuito sino que es a título de confianza (Balán y Zilli, 2008).

Alternativas:

- Aplicar el valor fijado para el pago del impuesto inmobiliario. Ténganse en cuenta que en el contrato de fideicomiso y en la consecuente escritura o documentación de transmisión de dominio, cuando se trate de bienes registrables, no es necesario fijar valor económico.
- El valor que tenían tales bienes para el gravamen en la DDJJ de los fiduciantes. Algo similar a lo que ocurre con los bienes en herencia o donación.
- Las partes establezcan un valor para evitar discusiones.

## **2 - Fiduciante:**

Una vez transferidos los bienes el fiduciante no mantiene con ellos ninguna relación, dejan de pertenecerles jurídica y económicamente, sin posibilidad de reintegro, salvo revocatoria o extinción anticipada del fideicomiso. Los bienes fideicomitidos dejan de pertenecer al fiduciante, por lo que ya no integran su patrimonio, no existen en su activo al momento de determinar la base imponible para la liquidación del gravamen (Faure, Darío, 2008).

**3 - Fiduciario:**

Debe cumplir con la Ley de GMP normalmente por los bienes de su propio patrimonio que es diferente al patrimonio del fideicomiso.

**4 - Fideicomisario:**

Al igual que los beneficiarios, los bienes recibidos existentes al cierre del ejercicio fiscal, formarán parte del activo computable de los respectivos sujetos. Es materia imponible en el impuesto a la ganancia mínima presunta para sujeto empresa (Faure, Darío, 2008).

**5 - Beneficiario:**

Los beneficios recibidos existentes al cierre del ejercicio fiscal, formaran parte del activo computable de los respectivos sujetos. Son materia imponible en GMP en el caso que debiera, es decir, sujeto empresa (Faure, Darío, 2008).

**Impuesto al Valor Agregado**

En lo que respecta al tratamiento del impuesto al valor agregado, es importante focalizarse que el análisis del fideicomiso de la construcción debe darse considerando los negocios subyacentes que se realicen utilizando esta forma (realidad económica) y no analizando la forma jurídica elegida. Dado que, como ya se dijo en el análisis del impuesto a las ganancias, así lo expreso el fisco a través del dictamen 18/06 (Balán y Zilli, 2008).

En primer lugar es importante situar este contrato frente al impuesto. Para esto se debe responder cuando existe hecho imponible para la Ley del gravamen. El artículo 3 incisos a y b de la Ley del Impuesto al Valor Agregado menciona como hecho

imponible los trabajos en general sobre inmueble ajeno (realizados directamente o a través de terceros) y obras sobre inmueble propio efectuadas por empresas constructoras, cualquiera sea la forma jurídica que hayan adoptado. Cabe destacar que para que el sujeto sea considerado empresa constructora debe perseguir el ánimo de lucro (Balán y Zilli, 2008).

Por lo tanto el fideicomiso es sujeto de este gravamen en ocasión y en medida que realice actividades alcanzadas por el impuesto. El artículo 4 de la ley del gravamen establece que quedan incluidos como sujetos del impuesto cualquier ente individual o colectivo (aun sin personalidad jurídica) que lleve a cabo actividades gravadas.

Las ventajas que otorga este contrato en el impuesto al valor agregado originaron lo que llamaron “fideicomiso de construcción al costo”, que se difundieron rápidamente para realizar inversiones inmobiliarias. Si bien en este caso no existiría el ánimo de lucro, el fisco se pronunció en los dictámenes 16/06, 18/06, 27/07, 31/08, entre otros, en donde refleja un tratamiento opuesto al que se utilizaría partiendo de la ausencia del ánimo de lucro (Balán y Zilli, 2008). Los principales argumentos del organismo recaudador son:

- En el caso de la adjudicación de las unidades funcionales construidas por parte del fideicomiso a los fiduciantes - beneficiarios. El fideicomiso construye sobre inmueble propio y transmite a la finalización de las obras el derecho real de dominio de las unidades a los fiduciantes - beneficiarios o a los cesionarios, revistiendo ambos sujetos el carácter de terceros con respecto al mismo, y tal transferencia se efectuó a título oneroso - toda vez que los fiduciantes - beneficiarios abonen cuotas en función de su participación -; el hecho imponible previsto en el inciso b del artículo 3 de la ley se perfecciona en cabeza de aquel, resultando sujeto pasivo del gravamen tanto para el caso que transfiera las



unidades funcionales a los fiduciantes - beneficiarios como a los cesionarios ( Balán y Zilli, 2008) .

- Actos realizados por los fideicomisarios con posterioridad a la adjudicación de las unidades funcionales. El impuesto originado por las unidades funcionales revestirá el carácter de crédito fiscal, en tanto el inmueble se aplique a las prestaciones gravadas que generen débito fiscal. No corresponde tratar el interrogante referido a cual sería el mecanismo para que el fideicomiso traslade el crédito fiscal acumulado por la realización de la obra a los fiduciantes - beneficiarios, en el caso de que estos últimos realizaran con posterioridad la adjudicación de su unidad funcional, ya que el hecho imponible se perfeccionó respecto del fideicomiso ( Balán y Zilli, 2008) .

#### Impuesto sobre los Bienes Personales

Al leer el Art. 17 de la ley 23.966, surge claramente que dentro de los sujetos pasivos del impuesto sobre los bienes personales no se encuentra el contrato de fideicomiso por los bienes fideicomitidos. El fiduciario es titular de aquellos, pero sólo en propiedad fiduciaria.

El decreto 780/95 dispuso expresamente su gravabilidad, pero con el dictado de la Ley 25063, creando entre otros el Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta, la doctrina – casi unánimemente – interpreta que se deroga tácitamente esa disposición, quedando gravado únicamente por el nuevo impuesto. Así lo entiende la AFIP en sus dictámenes (DAT) 59/99 y 17/04 ( Balán y Zilli, 2008) .

¿Cómo recae este impuesto en cada uno de los participantes del contrato?

Fiduciantes: los bienes fideicomitidos son un patrimonio independiente, por lo que no formarán parte de la base de impuesto. Existe una postura que considera alcanzados por

el impuesto a aquellos bienes entregados en fiducia cuando el fiduciante es a la vez beneficiario. Sostienen que se trataría de un “derecho en expectativa” comparable a un crédito en expectativa de recibir una bien futuro.

- Fiduciario: no poseen el dominio pleno de los bienes. El patrimonio está alcanzado por el impuesto a la ganancia mínima presunta.
- Beneficiarios: tributarán este impuesto por los beneficios recibidos, que mantengan en su patrimonio al cierre de ejercicio fiscal.
- Fideicomisarios: deberán incluir en la base de este impuesto los bienes recibidos del contrato de fideicomiso. Sin embargo, existe un vacío impositivo en cuanto a su valuación ( Balán y Zilli, 2008) .

#### Inversionistas de un Fideicomiso vs inversionistas de un Sociedad Anónima

Las acciones sí se encuentran alcanzadas por este impuesto, por lo que los socios están obligados a tributar por su participación en el negocio. En contraposición, los fiduciantes no pagarían por los bienes entregados al fideicomiso (Balán y Zilli, 2008).

## **2.7 Estudio Económico – Financiero**

### **Conceptos de Finanzas**

#### **2.7.1 Principios Financieros Fundamentales:**

*Un peso hoy vale más que un peso mañana*, debido a que un peso hoy puede invertirse para comenzar a generar intereses inmediatamente (Westerfield y Jordan, 2001).

Así, el valor actual de un cobro futuro puede hallarse multiplicando el cobro por un factor de descuento que es menor que uno. Este factor de descuento se expresa como la inversa de 1 más la tasa de rentabilidad.

$$VA = FD * C$$

$$FD = 1 / (1 + r)$$

Para calcular el valor actual, se descuentan los cobros futuros esperados a la tasa de rentabilidad ofrecida por alternativas de inversión comparables. Esta tasa de rentabilidad suele ser conocida como Tasa de Descuento o coste de oportunidad del capital o tasa de corte. Se le llama coste de oportunidad porque es la rentabilidad a la que se renuncia por invertir en el proyecto en lugar de invertir en títulos por ejemplo (Westerfield y Jordan, 2001).

*Un peso seguro vale más que uno con riesgo*. La tasa de descuento de un proyecto se determina por la tasa de rentabilidad de inversiones alternativas de riesgo comparable (Westerfield y Jordan, 2001).

No todas las inversiones presentan igual riesgo. Por ejemplo, si se estima que el proyecto es tan arriesgado como la inversión en el mercado de acciones que ofrece una rentabilidad del 12 %, entonces el 12 % se convierte en el adecuado coste de oportunidad del capital. Esta es la rentabilidad a la que se renuncia por no invertir en títulos comparables. En proyectos inmobiliarios de riesgo acotado es usual tomar tasas de descuento del orden del 15 al 20 %.

### **2.7.2 Principales Indicadores Económicos:**

#### **2.7.2.1 Flujo de Caja Proyectado:**

La proyección del flujo de caja constituye uno de los elementos más importantes del estudio de un proyecto, ya que la evaluación del mismo se efectuará sobre los resultados que se determinen en ella (Sapag, N y Sapag, R, 2007).

El flujo de caja es un documento o informe financiero que muestra los flujos de ingresos y egresos de efectivo que ha tenido una empresa durante un periodo de tiempo determinado. Posee cuatro elementos básicos: 1) los egresos iniciales de fondos (inversión momento cero), 2) los ingresos y egresos de operación, 3) el momento en que ocurren estos ingresos y egresos y 4) el valor residual o de desecho del proyecto (Sapag, N y Sapag, R, 2007).

La diferencia entre los ingresos y los egresos de efectivo se conoce como saldo, el cual puede ser favorable (cuando los ingresos son mayores que los egresos) o desfavorable (cuando los egresos son mayores que los ingresos).

A diferencia del estado de resultados, el flujo de caja muestra lo que realmente ingresa o sale de “caja”; por ejemplo, registra el pago de una compra, pero no la depreciación de un activo, que implica un gasto, pero no una salida de efectivo.

Además de mostrar las entradas y salidas de efectivo, el flujo de caja permite saber si la empresa tiene un déficit o un excedente de efectivo, y así, por ejemplo:

- determinar cuánto se puede adquirir de materiales.
- determinar si es posible comprar al contado o es necesario o preferible solicitar crédito.
- determinar si es necesario o preferible cobrar al contado o es posible otorgar créditos.
- determinar si es posible pagar deudas a su fecha de vencimiento o es necesario pedir un refinanciamiento o un nuevo financiamiento (Sapag, N y Sapag, R, 2007).

En este trabajo, al tratarse de un proyecto nuevo y no de una empresa en marcha, se va a elaborar un flujo de caja proyectado (también conocido como presupuesto de efectivo), para lo cual se necesitan las proyecciones de los futuros ingresos y egresos de efectivo del emprendimiento para un período de tiempo determinado. En este caso se tomará un período de tres años.

El flujo de caja proyectado o presupuesto de efectivo permite:

- anticipar a un futuro déficit (o falta) de efectivo, y así, por ejemplo, poder tomar la decisión de buscar financiamiento oportunamente.
- prever un excedente de efectivo, y así, por ejemplo, poder tomar la decisión de invertirlo en la adquisición de materiales o instalaciones.
- establecer una base sólida para sustentar el requerimiento de créditos, por ejemplo, al presentar el flujo de caja proyectado dentro de un plan de negocios.

A partir del resultado que arroje el Flujo de Caja Proyectado, se realizarán los cálculos de indicadores económicos como: rendimiento de inversión, VAN, TIR,

recupero de inversión, que servirán como base para analizar la viabilidad del proyecto y arribar a las conclusiones finales.

### **2.7.2.2 Valor Actual Neto (VAN):**

*VPN (Valor Presente Neto) o VAN (Valor Actual Neto):* es la diferencia entre el valor de mercado de una inversión y su costo (Ross, S., Westerfield R. y Jordan B, 2006).

Una inversión debería ser aceptada si su VPN o VAN es positivo y ser rechazada en caso de ser negativo.

Es el método mas conocido, mejor y mas generalmente aceptado por los evaluadores de proyectos. Mide la rentabilidad del proyecto en valores monetarios que exceden a la rentabilidad deseada después de recuperar toda la inversión. Calcula el valor actual de todos los flujos futuros de caja proyectados a partir del primer período de operación y le resta la inversión total expresada en el momento cero (Sapag, N y Sapag, R, 2007).

Es la suma, a valores de hoy, de los componentes del flujo de fondos.

$$VAN = \sum FFi / (1+d)^i$$

La variable “d” es la tasa de descuento y representa el costo de oportunidad del capital, siendo la tasa de rentabilidad de una inversión alternativa de riesgo equivalente a la que el inversor renuncia por inmovilizar su dinero en el proyecto. Algunos utilizan la Tasa Marginal o Tasa de Corte, que es la tasa de rentabilidad del proyecto más desfavorable que se estaría dispuesto a encarar.

La tasa de descuento a emplear debe tener en cuenta todos los riesgos que pueden influir en la variabilidad del flujo de fondos proyectado.

El criterio para aceptar un proyecto es que el mismo arroje un VAN positivo. Un VAN positivo implica que el inversor obtiene un plus por sobre la inversión alternativa de riesgo equivalente a la que renunció por invertir en el proyecto.

Las características fundamentales del VAN son:

El VAN reconoce el valor del dinero en el tiempo.

El VAN depende exclusivamente del flujo de fondos proyectado y de la tasa de descuento elegida.

Posee la propiedad aditiva:  $VAN (A+B) = VAN (A) + VAN (B)$

Cuanto más lejano (i) y más riesgoso (d) sea un ingreso, menor valor tendrá hoy para un inversor.

Si dos proyectos tienen igual VAN se debe elegir el de menor riesgo: a igual tasa de descuento se debe elegir el que represente menor tiempo de desarrollo y a igual tiempo de desarrollo se debe elegir el de menor tasa de descuento (Sapag, N y Sapag, R, 2007).

### **2.7.2.3 Cálculo de la Tasa de Costo de Capital o Descuento**

El cálculo de esta tasa de costo de capital, que resulta ser la base con la que se determina la conveniencia o no de desarrollar el emprendimiento, resulta ser complejo, dada la sensibilidad que esta variable tiene en los indicadores. Un mínimo error en la determinación de esta tasa puede volver proyectos rentables en no rentables y viceversa.

El costo de capital representa la tasa de retorno exigida a la inversión realizada en un proyecto, para compensar el costo de oportunidad de los recursos propios destinados a ella, la variabilidad del riesgo y el costo financiero de los recursos

obtenidos en préstamos, si se recurriera a esa fuente de financiamiento (Sapag,N y Sapag, R, 1989).

De alguna manera, esta tasa debe considerar el riesgo sistemático de introducirse en el mercado y el riesgo no sistemático que se encuentra asociado al proyecto específico (Sapag,N y Sapag, R, 2007). La mayor complejidad para su cálculo, reside en la información que hay que tener en cuenta para su determinación. En la Argentina es muy difícil contar con información de riesgo asociado a un proyecto constructivo, o sector específico.

Existen diferentes metodologías para su cálculo, y diversos estudios han determinado que la gran mayoría de analistas utilizan modelos lineales basados en CAPM, seguido de cerca por utilizar tasas de descuentos basadas en el “olfato” o la “intuición” (Sapag,N y Sapag, R, 2007).

#### **2.7.2.4 El modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model).**

El Modelo de Valoración del Precio de los Activos Financieros o Capital Asset Pricing Model (conocido como modelo CAPM) es una de las herramientas más utilizadas en el área financiera para determinar la tasa de retorno requerida para un cierto activo. Este modelo señala que la tasa de rentabilidad debe componerse por una tasa de libre riesgo más una prima de riesgo por enfrentarse a determinado mercado.

El modelo CAPM ofrece de manera amena e intuitiva una forma sencilla para predecir el riesgo de un activo separándolos en riesgo sistemático y riesgo no sistemático (Ross S. Westerfield R. y Jordan B., 2006).

$$E(k_i) = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$



Referencias:

$k$  = Tasa de costo del capital esperada para el activo  $i$ .

$R_f$  = Tasa de rentabilidad de libre riesgo. Es el rendimiento que otorgan determinados activos financieros como los títulos públicos del Gobierno Estadounidense los cuales cuentan con un riesgo muy bajo o prácticamente nulo.

$\beta$  = Riesgo Sistemático. Es el riesgo propio e inherente del sector en el cual se encuentra el proyecto.

$R_m$  = Rentabilidad esperada del mercado.

Esta fórmula indica que la rentabilidad esperada está sujeta por una tasa de libre riesgo más beta veces el riesgo de mercado en cuestión.

Para la construcción del Modelo CAPM se asumen los siguientes supuestos:

- los inversionistas son personas aversas al riesgo
- los inversionistas cuidan el equilibrio entre el retorno esperado y la variabilidad asociada para conformar sus portafolio
- No existen fricciones o fallas en el mercado
- Existe una tasa libre de riesgo a las cuales los inversionistas pueden endeudarse o colocar fondos
- No existe asimetría de la información y los inversionistas son racionales, lo cual no implica que todos los inversionistas tienen las mismas conclusiones acerca de los retornos esperados y de las desviaciones estándar de los portafolios factibles.

Si bien este modelo ha recibido numerosas críticas por la rigidez de los supuestos a tener en cuenta, su utilización es creciente en virtud de la sencillez de los cálculos.

#### **2.7.2.5 TIR (Tasa Interna de Retorno):**

La TIR de una inversión es el rendimiento requerido que da como resultado un VPN o VAN de cero cuando se usa como tasa de descuento (Ross S. Westerfield R. y Jordan B., 2006).

Regla de la TIR: una inversión es aceptable si la TIR es superior al rendimiento requerido. Caso contrario debería ser rechazado.

A veces se confunde la TIR con el costo de oportunidad del capital, debido a que ambos aparecen como tipos de descuento en la fórmula del VAN. La TIR es una medida de rentabilidad que depende únicamente de la cuantía y duración de los flujos de tesorería del proyecto. El coste de oportunidad del capital es un estándar de rentabilidad para el proyecto que se utiliza para ver cuanto vale el proyecto a valores de hoy. El coste de oportunidad del capital es la tasa esperada de rentabilidad ofrecida por otros activos de riesgo equivalente al proyecto que está siendo evaluado (Ross S. Westerfield R. y Jordan B., 2006).

#### **2.7.2.6 Período de Recuperación:**

Período que se requiere para que una inversión genere flujos de efectivo suficientes para recuperar su costo inicial (Ross S. Westerfield R. y Jordan B., 2006).

Regla del Período de Recuperación: una inversión puede ser aceptada si el período calculado es inferior al número de años previamente especificado.

Las empresas desean frecuentemente que la inversión realizada en un determinado proyecto sea recuperada dentro de un cierto período máximo. El plazo o

período de recuperación de un proyecto se determina contando el número de años/meses que han de transcurrir para que la acumulación de los flujos de tesorería previstos iguale a la inversión inicial, es decir aquel momento en el que el flujo de caja acumulado se hace igual a cero. Representa el plazo máximo durante el cual se tienen deudas.

Este criterio de elección tiene algunas falencias, porque da la misma ponderación a todos los flujos de tesorería generados antes de la fecha correspondiente al período de recuperación y una ponderación nula a todos los flujos posteriores, o sea que no reconoce el valor del dinero en el tiempo (Sapag, N y Sapag, R, 2007).

#### **2.7.2.7 Rentabilidad sobre el capital invertido:**

La rentabilidad sobre el capital invertido es simplemente el beneficio como una proporción del desembolso inicial:

$$\text{Rentabilidad} = \frac{\text{Beneficio}}{\text{Inversión}}$$

El criterio de la tasa de rentabilidad: Aceptar las inversiones que ofrecen tasas de rentabilidad que superen al coste de oportunidad del capital (Sapag, N y Sapag, R, 2007).

## **2.8 Análisis FODA**

La Matriz FODA es un marco conceptual para un análisis que facilita la compatibilización de amenazas y oportunidades externas con las fortalezas y debilidades internas de una organización (Koontz H y Weihrich H, 2007).

Es una de las herramientas esenciales que provee de los insumos necesarios al proceso de planeación estratégica, proporcionando la información necesaria para la implantación de acciones y medidas correctivas y la generación de nuevos o mejores proyectos de mejora continua.

En el proceso de análisis de las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas, Análisis FODA, se consideran los factores económicos, políticos, sociales y culturales que representan las influencias del ámbito externo, que inciden sobre su quehacer interno, ya que potencialmente pueden favorecer o poner en riesgo el cumplimiento de los Objetivos del proyecto.

Consta de dos partes: una externa y otra interna. El sector externo responde a las oportunidades y amenazas, y su previsión, posibilita la construcción de escenarios anticipados que permitan reorientar el rumbo de una organización.

*Oportunidades:* Son aquellos factores externos que resultan positivos, favorables, explotables, que se deben descubrir en el entorno en el que actúa el proyecto, y que permiten obtener ventajas competitivas (Goncalves, 2000).

*Amenazas:* Son aquellas situaciones que provienen del entorno y que pueden llegar a atentar incluso contra la permanencia o desarrollo del proyecto (Goncalves, 2000).

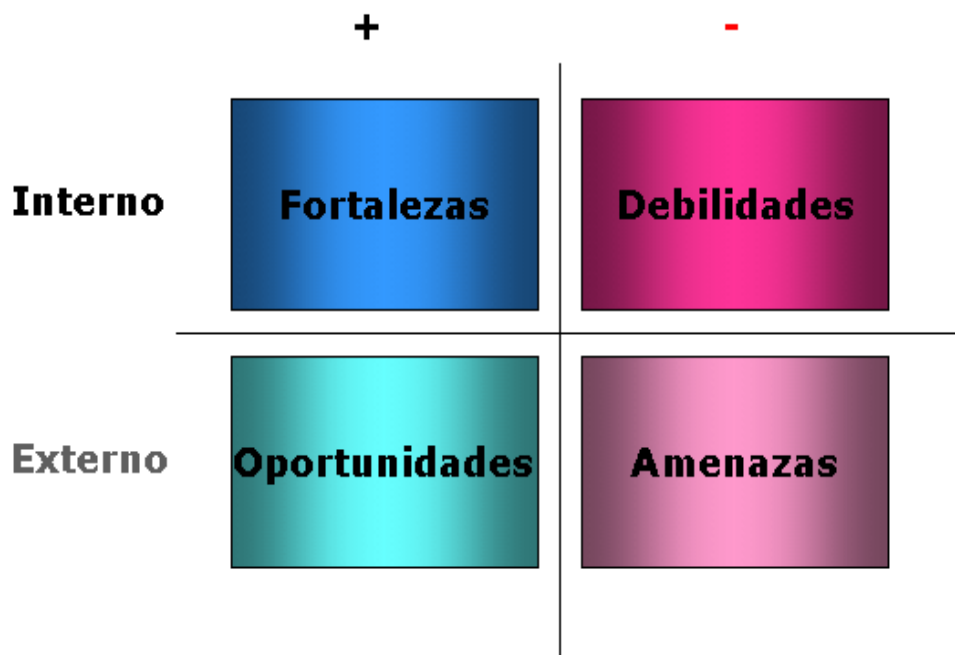
Las fortalezas y debilidades corresponden al ámbito interno de la organización y dentro del proceso de planeación estratégica, se debe realizar el análisis de cuales son

esas fortalezas con las que cuenta y cuales las debilidades que obstaculizan o impiden el cumplimiento de sus objetivos organizacionales. Aquí existe un grado de control por parte de la organización.

*Fortalezas:* Son las capacidades especiales con que cuenta el proyecto, y por los que cuenta con una posición privilegiada. Recursos que se controlan, capacidades y habilidades que se poseen, actividades que se desarrollan positivamente (Goncalves, 2000)

*Debilidades:* Son aquellos factores internos que provocan una posición desfavorable, recursos de los que se carece, habilidades que no se poseen, actividades que no se desarrollan positivamente (Goncalves, 2000)

*Cuadro FODA*



Al tener bien claro que es lo más relevante en el esquema el análisis FODA, se procede a enumerar todas las FODA en un primer plano. Esto permite determinar los principales elementos de fortalezas, oportunidades, amenazas y debilidades, lo que

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

implica ahora hacer un ejercicio de mayor concentración en donde se determine, teniendo como referencias a la Misión y la Visión de la organización, cómo afecta cada uno de los elementos de FODA. Después de obtener una relación lo más exhaustiva posible, se ponderan y ordenan por importancia cada uno de los FODA a efecto de obtener los que revisten mayor importancia para la organización.

# **Capítulo 3**

## **Metodología**

### **3.1 Relevamiento y caracterización del Mercado**

En esta primera etapa se determina el perfil de público para implementar el proyecto, la posición actual y futura de los competidores, sus estrategias de precios y políticas de comercialización. Se proyecta la demanda potencial que podrá tener el emprendimiento, el precio que se deberá efectivizar para lograr la rentabilidad del proyecto, las debilidades y amenazas que pueden perjudicar la estabilidad del negocio, como así también las fortalezas y oportunidades que permitirán la inserción y posicionamiento dentro del mercado inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca. Se diseñan además, las estrategias de marketing que permitirán captar los segmentos seleccionados.

El conocimiento del público, los competidores, precios y sus políticas de comercialización, se obtendrá a través de información existente y con cierto grado de elaboración través en fuentes secundarias. Aquí se recopilarán datos existentes en la Cámara que agrupa a las inmobiliarias de la ciudad de Bahía Blanca, se practicarán entrevistas informales con empresarios reconocidos y especialistas del sector de la construcción y también a propietarios de inmobiliarias que comercialicen emprendimientos similares.

De estas fuentes también se buscará caracterizar el tipo de producto que hoy forma parte de la oferta en cuanto a tamaño, calidad constructiva, servicios y amenities. En el municipio de la ciudad de Bahía Blanca, se buscará información sobre las obras similares que se encuentran en etapa de construcción, como así también los proyectos que se encuentren presentados para su aprobación. Aquí se podrá tener una idea de la oferta existente en la actualidad.



Se pretende con este relevamiento, aportar elementos de juicio cualitativos sobre la demanda, por ejemplo: cualidades del bien que los consumidores más aprecian, usos y destinos que le dan a estos bienes (inversión especulativa, renta fija, seguridad, cobertura para sus ahorros).

Al proyectar la demanda potencial del proyecto, se intenta determinar las cantidades de unidades funcionales que se pueden vender por períodos y a qué precio. En este tipo de emprendimiento, la oferta total de producto va a ser conocida de antemano, es decir luego del estudio técnico y su dimensionamiento físico, ya se tendrá el número final de departamentos que se pueden obtener.

- La proyección al futuro de las cantidades demandadas a un proyecto puede enfocarse desde dos hipótesis de trabajo diferentes: realizar proyecciones de carácter probabilístico, o realizar proyecciones de carácter normativo (Solanet, M, Cozzetti, A, Rapetti, O, 1984).

En este trabajo se enfocará desde el punto de vista probabilístico, es decir, se hará un pronóstico o predicción de la demanda de unidades en un horizonte temporal de tres años a partir de su puesta en marcha.

### **3.1 Estudio Técnico**

En esta segunda etapa se realizan análisis de diferentes variables a fin de determinar cuál es la localización apropiada, el tamaño, las dimensiones y el diseño que requiere un proyecto de esta envergadura.

El análisis de la ingeniería del proyecto en el estudio técnico brinda la información necesaria para determinar la cuantía requerida en inversiones.

Al estar predeterminada la localización del proyecto, no se evaluarán aquellos criterios que estipulan la ubicación mas rentable. Sin embargo resulta interesante y se pondrán a consideración aquellos aspectos que influyen en la selección de un determinado sitio. Se expondrán variables tales como: la proximidad a los clientes, el ambiente comercial, el riesgo político, normas municipales de urbanización, su macro-localización a nivel ciudad y su micro-localización dentro de la misma.

Dimensiones del proyecto: en base a los datos recopilados en la etapa anterior, se hará el diseño que mejor se adapte al público que se dirigirá la propuesta. El tamaño de la obra encuentra su limitación en las reglamentaciones del Código de Construcción del municipio de Bahía Blanca. Con un estudio pormenorizado de las normas, se enfocará el proyecto a obtener el máximo de unidades funcionales y metros cuadrados posibles a construir, de manera que la incidencia del costo del terreno en cada departamento, se encuentre en su mínima expresión.

Determinación de la inversión inicial: En este estudio se determina el listado de todas aquellas inversiones necesarias que se deben realizar en el proyecto, y de esta forma permita cuantificar la inversión real fija del proyecto.

Dentro de estas inversiones reales, se presupuestan inicialmente el costo del recurso natural “tierra” y sus gastos asociados de comisiones y escrituración, costos de

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

los estudios y proyectos arquitectónicos, incluyendo los gastos de impuestos, tasas de presentación y derechos de construcción estipulados por la comuna, costos de las obras civiles, instalaciones y equipos, costos de ingeniería y supervisión durante la construcción, como así también aquellos costos de organización y puesta en marcha.

Gran parte de estos costos, especialmente los costos de la obra civil, como primer medida se va a calcular las cantidades de cada ítem para la presupuestación siendo las medidas métricas su base. A partir de allí se asignan los precios unitarios y como resultado de operaciones matemáticas de multiplicación y suma de totales, se arribará al monto total de inversión en la obra.

### **3.3 Estudio Organizacional y Legal**

Se expondrá las características de distintas estructuras organizativas que se pueden adaptar a un emprendimiento de esta naturaleza, como: Sociedades Anónimas, Consorcio de Propietarios al Costo, Fideicomisos Inmobiliarios. Se van a analizar a nivel de: tiempos y costos constitución, exigencias legales de administración, responsabilidad de los socios, aspectos impositivos y liquidación.

El estudio legal es el análisis del ordenamiento jurídico vigente que puede llegar a afectar el flujo de caja, de acuerdo con las restricciones o beneficios impuestos a proyectos de estas características.

Con esta tarea, se va a proponer la forma más adecuada que a criterio del evaluador se puede utilizar para el proyecto.

Una vez definida la figura legal para desarrollar el emprendimiento, se va a realizar un estudio organizacional. El principal objetivo es la determinación de la estructura organizativa, es decir, los recursos humanos necesarios para el correcto funcionamiento del proyecto, los roles y funciones que cada integrante de la organización va a desempeñar a lo largo del proyecto, los cuales se traducen en datos económicos a incorporar a los costos.

### **3.4 Estudio Financiero**

Los objetivos de este estudio son ordenar y sistematizar la información de carácter monetario proporcionada por los estudios anteriores y elaborar cuadros analíticos y datos adicionales que sirvan como base para la evaluación financiera del proyecto.

Este estudio tiene como fin demostrar que se cuenta con: los recursos necesarios para llevar adelante el proyecto de inversión como así también un beneficio.

El estudio financiero contará con información estructurada en las siguientes partes:

#### **El presupuesto de los recursos financieros necesarios para el desarrollo del proyecto**

Este punto se llevará a cabo a partir de toda la información recolectada anteriormente y los costos estimados. Con base en los datos recabados en la etapa de Estudio Técnico, se elaborará un presupuesto que contenga todos los rubros que integran el emprendimiento.

#### **La determinación y evaluación de los flujos de efectivo presupuestados con base en los indicadores de rentabilidad del proyecto: Valor Actual Neto (VAN), Tasa Interna de Retorno (TIR) y Periodo de Recupero de la Inversión**

Se construirá un flujo de caja con cuatro columnas. La primera para explicitar los ítems de ingresos y costos que se cuantificarán en la proyección. Las tres columnas siguientes servirán para anotar los movimientos de caja proyectados para cada uno de los tres primeros años.

## ***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

Una vez obtenido el flujo de caja para cada período (tres años) se procederá a calcular los indicadores de rentabilidad: tanto el VPN o VAN y como la TIR.

### **El plan de financiamiento más conveniente para la realización del proyecto.**

Esto a partir del análisis de todas las posibilidades existentes para financiar la parte del proyecto no cubierta con fondos propios. En el particular contexto económico que atraviesa el país, con una ausencia de líneas de crédito que puedan fomentar o tomarse para este tipo de inversiones, y permita analizar el costo de la deuda, el estudio sobre la financiación para la construcción del edificio, se va a centrar en una estrategia de preventa de unidades que resulte atractivo para los inversores desde el pozo.

Lo que aquí se va a estimar, en base a los desembolsos necesarios para la etapa de la construcción, es la cantidad mínima necesaria de unidades a comercializar en la primer etapa, esto teniendo en cuenta que se debe ofrecer a los inversores, un precio atractivo, que va en desmedro de la rentabilidad final del proyecto

### **El análisis de sensibilidad del proyecto**

Con este análisis, se mostrará el efecto que tienen las variaciones sobre la rentabilidad en los pronósticos de las variables relevantes. Nuestras variables sensibilizadas serán: *precio y cantidad de unidades*.

# **Capítulo 4**

## **Diagnóstico**

## **4.1 Estudio de Mercado y del Sector de la Construcción e Inmobiliario**

### **4.1.1 Reseña histórica de la ciudad de Bahía Blanca**

Con una población actual de alrededor de 302.000 habitantes, Bahía Blanca es cabecera del partido, y posee un importante puerto de aguas profundas. Fue Hernando de Magallanes en el 1520, quien avistó y descubrió la bahía que por sus riberas salitrosas reflejadas de blanco llamaron Bahía Blanca. En 1925 la bautizaron como “Baxos de arenas blancas” y con el tiempo se la rebautizó con su actual nombre de Bahía Blanca y su puerto actual Ing. White fue llamado al principio “Nueva Buenos Aires”.

En 1822 el Capitán Morel determina y documenta la extensión de la bahía y en 1923 el gobernador designa a Don José Valentín García para realizar un reconocimiento de la zona con los datos aportados. El informe que envía en 1824 sirve de base para determinar la instalación de Fortines y la fundación de un fuerte y población para hacer efectiva la lucha según el pensamiento y proyecto Rivadaviano. Cuatro años después el Coronel Manuel Dorrego resuelve designar a Don Juan Manuel de Rosas, que al momento era Comandante de Frontera Sur, para organizar la expedición y concretar la idea rivadaviana, que incluía pasar por la costa del Salado, Fuerte Independencia (hoy Tandil) y arribar a la Bahía Blanca (Interpatagonia, 2012).

Es así como, luego de varias alternativas, el 22 de marzo de 1828 sale un expedición de Fuerte Independencia (Tandil) a cargo de Ramón Estomba llegando a la bahía el 9 de abril, eligiendo el lugar adecuado para levantar la fortaleza que llamarían “Protectora Argentina” comenzando su construcción el 11 de abril fecha que se conmemora la fundación.



## ***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

La población se forma así, alrededor de la fortaleza, que soportó reiterados malones y diversas vicisitudes de aprovisionamiento y escasez. Fue declarada ciudad el 22 de octubre de 1895 eligiéndose intendente Municipal el Sr. Teófilo Bordeau, para luego elegirse el primer intendente nativo que fue Don Luis C. Caronti dándole vigor al crecimiento del pueblo.

En 1.884 arriba el primer ferrocarril a la ciudad, con lo cual la producción agropecuaria de la zona puede salir en busca de otros puertos y destinos, este hecho provoca una transformación en la infraestructura de la incipiente población, destacándose las barracas, depósitos, vías, puertos, barrios, hasta el mismo muelle de hierro, que hacía posible el intercambio comercial de lo producido.

Hoy la ciudad nuclea importantes industrias y sigue siendo centro comercial de toda la zona sur de la provincia de Buenos Aires, a la vez que punto ineludible para el tránsito del turismo hacia la Patagonia (Interpatagonia, 2012).

### **4.1.2 Arquitectura de la ciudad**

El alcance físico del llamado Centro Histórico esta dado fundamentalmente por la plaza fundacional y sus manzanas aledañas. El sector se haya fuertemente representado por la presencia de la plaza con su importante vegetación, marco de una importante cantidad de edificaciones de orden público, cuyas fechas de construcción pueden situarse entre fines del siglo XIX y la década del '30 del siglo pasado.

El perfil urbano de este centro, se encuentra dado por edificios no mayores de cuatro niveles, encontrando la mayor altura en el edificio de Tribunales con 5 niveles sumando 33 m de altura total. No obstante el paso del tiempo ha hecho que varias construcciones posteriores a 1960 se realizaran sobre estos solares desestructurando el perfil antiguo (Wikipedia, 2012).

#### **4.1.3 Características demográficas generales de Bahía Blanca**

Según estimaciones recientes de la Encuesta Permanente de Hogares la población del aglomerado de Bahía Blanca asciende a 290.055 habitantes. Si se compara con el número de habitantes de las principales ciudades del país, podría considerarse a Bahía Blanca como una ciudad mediana. Sin embargo, al tener en cuenta sus funciones, resulta posible incluirla dentro de la categoría metrópoli regional, ya que constituye un nudo de comunicaciones y centro de dirección administrativa, comercial, de servicios y cultural (Rianet, 2012).

De acuerdo con el Censo Nacional de Población y Vivienda de 2010 la población del Partido de Bahía Blanca alcanzaba 301.501 habitantes; presentando esta jurisdicción un crecimiento demográfico moderado, con tasas de crecimiento demográfico, del orden del 5,5% respecto del último Censo practicado en el año 2001. La densidad poblacional, es de aproximadamente 131 habitantes por kilómetro cuadrado. El distrito tiene un total de 2300 km<sup>2</sup> (INDEC, 2012).

Se elaboraron los Anexos 1 y 2 con los datos de dimensión y jerarquía de la ciudad

#### **4.1.4 Aporte del sector inmobiliario al PBI de Bahía Blanca**

##### **Indicadores Inmobiliarios**

En la ciudad de Bahía Blanca, la actividad de las inmobiliarias ha experimentado un fuerte crecimiento en los últimos años, aspecto puesto de manifiesto en el notable incremento de la cantidad de operadores y empresas del rubro en la ciudad. Actualmente, más de un centenar de inmobiliarias se desempeña en el ámbito local,

canalizando la mayor parte de las compraventas de bienes raíces que se llevan a cabo, además de brindar servicios adicionales como administraciones, gestión de contratos de alquiler, remates y tasaciones (CREEBBA, 2012).

A los fines de la estimación del valor agregado por los servicios inmobiliarios locales, el interés se concentrará en la actividad de compraventa, que es, de las mencionadas, la más importante en términos cuantitativos y la que puede valorarse con exactitud por involucrar bienes y operaciones registrables que, en consecuencia, se consolidan en la información centralizada e informada por organismos oficiales.

El indicador por excelencia de la operatoria de compraventa es el referido a cantidad de escrituras inscriptas en el Registro de la Propiedad Inmueble de la Provincia de Buenos Aires, información sistematizada e informada por el Colegio de Escribanos de la Provincia. La misma se halla desagregada por partido y agrupada según monto de las operaciones, discriminándose también las hipotecas efectuadas. En particular, la información local es proporcionada por la Delegación Bahía Blanca del Colegio de Escribanos y, a partir de ésta, pueden reconstruirse tendencias de actividad, efectuarse proyecciones y derivar útiles datos de contexto.

Tomando las estadísticas mensuales para Bahía Blanca entre enero 2010 y junio 2011, se estima un promedio cercano a los 270 actos de compraventa por mes en la ciudad. De dicho total, alrededor del 70% corresponde a operaciones cuyos montos no exceden los 100 mil pesos, un 28% se explica por transacciones inmobiliarias cuyos valores se encuentran entre los 100 mil y los 500 mil pesos y el 2% se refiere a operatorias por más de 500 mil pesos.

El Anexo 3 ilustra los datos comentados en el párrafo anterior. Como puede observarse, el nivel de actividad se presenta estable hasta diciembre 2010, cuando se produce un pico de actividad para luego caer bruscamente en enero 2011 y finalmente estabilizarse en niveles similares a los predominantes durante el año pasado e incluso experimentar un leve crecimiento. Este comportamiento atípico encuentra su explicación en el fuerte revalúo fiscal aplicado en la provincia de Buenos Aires, que entró en vigencia el 1º de enero último y en virtud del cual se aceleraron muchas operaciones previstas, a fin de que las mismas se inscribieran con fecha 2010, de manera de evitar los mayores costos, impuestos y honorarios basados en una mayor valuación fiscal. En efecto, la Ley Impositiva de la Provincia de Buenos Aires N° 14.200 para el ejercicio 2011, en su artículo 47, establece en 2,56 el coeficiente corrector para los inmuebles pertenecientes a la planta urbana, rural y subrural de la provincia. Sin dudas, se trata de un ajuste muy significativo que incidió sobre las decisiones de los particulares, quienes procuraron concentrar la mayor parte de las transacciones antes de enero del año 2011, en un intento por minimizar las cargas aplicables. Esto se suma a la normal suba de actividad de fin de año y a la habitual desaceleración durante el primer bimestre, asociados al comportamiento estacional por el cierre de operaciones antes del comienzo de la período de feria, en el primer caso, y por la inactividad propia del receso de verano en el segundo. En otras palabras, las previsiones que a fines de 2010 se relacionaron con la inminente aplicación del coeficiente corrector de valuaciones inmobiliarias reforzaron las tendencias estacionales propias del sector, motivo por el cual, hubo un fuerte pico y valle que interrumpieron la suave trayectoria del nivel de actividad sectorial (CREEBBA, 2012).

**4.1.5 Situación actual del Mercado inmobiliario de Bahía Blanca**

Durante el bimestre julio-agosto de 2012 empeoró la situación del sector inmobiliario bahiense. El segmento de compra-venta mostró un comportamiento regular a diferencia del bimestre anterior que a pesar de haber mostrado una tendencia negativa había resultado normal. El segmento de alquiler también exhibió una tendencia negativa respecto a mayo y junio y se encontró dentro de la franja de situación definida como normal. El indicador de expectativas de los agentes inmobiliarios locales con respecto a la evolución de la situación económica reflejó que el 44% de los operadores consultados opina que las condiciones generales se mantendrán iguales mientras que un 44% cree que empeorarán y el 12% considera que serán mucho peores.

El factor fundamental que continúa incidiendo en la paralización de la actividad inmobiliaria es el referido a las restricciones en la compra de dólares y el traspaso de las operaciones a pesos. Según los operadores inmobiliarios, la pesificación del mercado, al ser una medida forzada, resulta muy difícil de llevar a cabo ya que la gente se resiste a vender su propiedad en pesos y los que acceden están pidiendo un valor más alto para cubrirse de la devaluación. Sumado a esto, la escasez de crédito y la escasa capacidad de endeudamiento de los particulares frente a las cotizaciones en plaza, contribuyen a profundizar las dificultades del sector. En el análisis desagregado del mercado de compraventa local, todos los rubros impulsaron la caída sectorial mostrando en todos los casos el saldo de demanda de normal a regular.

Las perspectivas de los operadores respecto al desenvolvimiento próximo del segmento de alquileres son algo más alentadoras que las expresadas para el caso de la compra-venta ya que al menos un 11% de los consultados respondió que espera alguna

mejora mientras que un 56% supone que se mantendrán las mismas condiciones, un 22% cree que será peor la demanda y un 11% que será mucho peor (CREEBBA, 2012)

En base a las encuestas permanentes e indicadores elaborados por el Centro de Estudios Económicos Bahía Blanca Argentina - CREEBBA –, organización dependiente de la Fundación Bolsa de Comercio Bahía Blanca, se confeccionaron los Anexos 4, 5 y 6 con gráficos representativos de las expectativas de los principales operadores inmobiliarios de la ciudad, en cuanto a las actividades de compraventa de inmuebles, alquileres y valores de inmuebles expresados en dólares (ver Anexos 4, 5 y 6).

Respecto a los precios del mercado de Bahía Blanca, se presenta un anexo elaborado en base a datos extraídos del Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción – IERIC -. El mismo muestra la evolución de los precios promedio del mercado en los años 2005 – 2012. Como se puede apreciar, los precios han venido aumentando paulatinamente y expresados siempre en valor Dólar. Por un lado, este fenómeno brinda una pauta del retraso cambiario que se ha producido en el país. Estos cambios, particularmente se producen por el aumento en los costos de materiales producto de la inflación, como así también los aumentos constantes, por el mismo efecto, de la mano de obra, siendo ésta una de las principales variables que conforman el costo de la construcción (ver Anexo 7)

## **4.2 Sector de la industria de la Construcción**

### **4.2.1 Principales indicadores de Actividad**

Durante el año 2011 hubo más obras de construcción en la ciudad, si bien la superficie unitaria promedio de los proyectos descendió. Las inversiones sectoriales dieron impulso al mercado de bienes raíces, cuyo valor en dólares se apreció en todos los rubros. La cantidad de escrituraciones y los montos operados avanzaron en términos interanuales, aunque el volumen de hipotecas se redujo, lo que indica el estancamiento del nivel de créditos. Si bien el desempeño del sector puede calificarse como bueno en términos históricos, hay señales de desaceleración y factores que introducen cautela en lo sucesivo, como las restricciones en el mercado cambiario impuestas por el gobierno, el encarecimiento del crédito, la inflación y la escalada de los costos de construcción que prácticamente han duplicado la inflación minorista general acumulada desde la devaluación.

La mayor parte de los proyectos está explicada por los departamentos, con un peso del 46% sobre el total de permisos. Le siguen en importancia las viviendas, con una participación del 28% y los locales con el 26%. En comparación con el año 2010, aumentaron un 10% su participación los departamentos y la redujeron en igual magnitud los locales comerciales. Este comportamiento puede apreciarse con una simple inspección visual en la ciudad, en donde queda de manifiesto la proliferación de obras de edificios de departamentos en una amplia zona que incluso excede el centro y macrocentro de la ciudad (CREEBBA, 2011).

El análisis en términos de superficie destaca que, en los ocho primeros meses de 2011, se expidieron permisos por casi 195 mil metros cuadrados. En igual período de 2010 se habían autorizado poco más de 198 mil metros cuadrados, de modo que se

advierde una leve baja de la superficie cubierta proyectada, inferior al 2%. Estas observaciones resultan interesantes porque, en términos interanuales, se registra un considerable incremento en la cantidad de obras y una pequeña disminución en metros cuadrados, lo que sugiere una ligera caída en la superficie unitaria promedio de las construcciones. En efecto, la superficie unitaria promedio entre enero y agosto de 2010 fue de 114 metros cuadrados y, en igual período de 2011, de 101 metros cuadrados, lo que supone un retroceso del orden del 11% en el tamaño promedio de los proyectos. Varios son los factores que están tendiendo a favorecer la reducción de la superficie de las nuevas construcciones, en especial en los rubros locales y departamentos: el aumento constante de los costos de construcción, el mayor rendimiento de las operaciones inmobiliarias que involucran a unidades habitacionales de pocos ambientes y menor superficie, la escasez de terrenos disponibles y la proliferación de proyectos que incorporan en una primera fase una estructura básica con vistas a ampliaciones posteriores, entre otros.

En anexos, se exponen los indicadores que representan la cantidad de permisos de construcción autorizados, la superficie afectada y la superficie autorizada por el Municipio de Bahía Blanca y su comparación con el resto del país. (Ver Anexos 8, 9 y 10).

La participación de los diferentes tipos de obras en la superficie total, siempre haciéndose referencia al período enero-agosto 2012, se distribuye del siguiente modo: 36% corresponde a viviendas, 35% a departamentos y 29% a locales. Es interesante observar que, durante las últimas dos décadas, las viviendas explicaban en promedio más del 40% de la nueva superficie proyectada y los departamentos, algo más del 20%. Esta estructura se ha ido modificando a lo largo del tiempo, adquiriendo mayor protagonismo los departamentos. Este comportamiento se ha acentuado en los últimos



***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

años, cuando esta categoría de obra pesó a representar alrededor de un tercio de la nueva construcción en términos de superficie.

En base a los datos aportados por la Municipalidad de Bahía Blanca a través de su Departamento de Contralor de Obras Particulares, se elaboró un anexo que representa gráficamente la tendencia entre la participación de las Viviendas vs Departamentos en las últimas dos décadas (ver Anexo 11).

### **4.3 La Empresa, Mercado proveedor, competidor, consumidor directo**

#### **e inversor**

##### **4.3.1 La Empresa**

Este proyecto, es impulsado y desarrollado por un grupo económico que a través de distintas empresas que le pertenecen, se dedican a la actividad de la construcción. Existe una firma creada como Sociedad Anónima, que exclusivamente se dedica a la administración, cuando algún proyecto en particular se realiza bajo la figura de un Fideicomiso y actúa como Fiduciaria. Asimismo y siempre bajo la forma jurídica de S.A., existe:

- una firma dedicada a la construcción de obras civiles y públicas, que nuclea el personal de obra, máquinas y herramientas, y se encarga habitualmente de la ejecución directa de las obras con personal propio.
- una firma fabricante de Aberturas de Aluminio de alta prestación con perfiles de extrusión marca Arcemac.
- una firma, que fabrica aberturas en PVC de alta prestación, con tecnología europea y perfiles de fabricación nacional marca Tecnocon. En esta misma empresa, también se fabrican aberturas de aluminio con perfiles Roller Star, y es fabricante de vidrios DVH (vidrios dobles con cámaras de aire) y distribuidora para el sur argentino de los vidrios VASA.
- Una firma, que presta servicios con maquinaria pesada, en el polo petroquímico de Bahía Blanca, que posee herramientas para efectuar los movimientos de suelo.

#### **4.3.2 Mercado Proveedor**

Vista esta situación, el *mercado de proveedores* se analiza desde el punto de vista de la provisión de materiales necesarios para la obra. Sea cual fuere el tipo societario que se elija, situación que se verá más adelante, las operaciones comerciales de aprovisionamiento de materiales será efectuado por los representantes directos del proyecto, fiduciario en caso de Fideicomiso, Directorio en caso de S.A. o Administrador en caso de un Consorcio de Propietarios.

Dado la vasta experiencia y poder de compra que posee el grupo económico que emprende el proyecto, se trabaja, en muchos casos, con compras directas a fábricas, o con los principales proveedores de la ciudad de materiales para la construcción. De todas maneras, y por tratarse de la creación de una nueva empresa que tendrá participación de terceros inversores, siempre existirá para cada una de las transacciones, una presupuestación y cotización de materiales a los principales proveedores de cada rubro, y los representantes del emprendimiento, tomarán las decisiones de compra de materiales y contratación de servicios. De esta manera, al poder trasladarse las ventajas competitivas que los emprendedores poseen, se brinda un marco que contribuye a la reducción de costos y transparencia de las operaciones, que aporta beneficios a los inversores.

Una modalidad generalizada respecto a la provisión de servicios o materiales para la construcción, es la que se puede denominar “Canje”. Consiste en una operatoria que por lo general se desarrolla en la etapa inicial, o durante el transcurso de los primeros meses de la obra, en la cual se pacta con proveedores de materiales o servicios necesarios, un Canje de estos productos o servicios por la entrega, al final del ciclo, de unidades funcionales. De esta forma, estudiando muy bien los precios y condiciones ofrecidos por el proveedor, se logra un beneficio financiero, que en algunos casos es

muy importante, ya que permite “fijar” algunos valores que pueden ser muy sensibles a la inflación, que de otra manera, hubiera disminuido la liquidez del proyecto, o haber necesitado mayor aporte de los inversores. Si el precio de la unidad funcional a entregar, responde a valores normales de operaciones en dinero según su etapa de negociación, y los valores fijados para los materiales son los habituales, a priori se muestra como una excelente alternativa. Constituye un tipo de financiación por parte de los proveedores, que viene a paliar la falta de crédito existente para estos emprendimientos por parte de los bancos.

#### **4.3.3 Mercado Competidor**

Respecto al *mercado competidor*, en la ciudad de Bahía Blanca, existe una numerosa cantidad de empresas que se dedican a la construcción de edificios, como así también grupos de profesionales como contadores, administradores de empresas, escribanos, que sin ser especialistas en el rubro, se dedican a la administración y desarrollan emprendimientos similares captando inversores entre sus clientes.

Así, los principales competidores, serán Fideicomisos que venden o atraen inversores iniciales y empresas constructoras que realizan emprendimientos propios, todos compitiendo por la captación de los inversionistas-clientes del proyecto.

En la ciudad de Bahía Blanca, si bien es una localidad importante a nivel demográfico, cada grupo empresario, empresa, nuevo fideicomiso que se inicie, tiene, por lo general, inversores cautivos, es decir, personas o firmas que ya han trabajado en emprendimientos similares, o los une alguna relación comercial como puede ser Proveedor-Cliente. La imagen de los desarrolladores, la confianza, y sobre todas las cosas, la experiencia y el resultado que han tenido en emprendimientos de similares

características, son los motores, que movilizan a los inversores a destinar sus recursos para el desarrollo de los proyectos.

La creciente competencia sumada a una demanda cada vez más selectiva y exigente conllevan a la necesidad de pensar muy bien los emprendimientos, los que deberán contar con características diferenciales que respondan estrictamente a las necesidades del comprador (calidad de amenities, expensas acotadas, importante desarrollo arquitectónico). Es importante señalar que los emprendimientos innovadores sirven para generar nuevas necesidades hasta ese momento impensadas por parte de los compradores (por ejemplo, las primeras torres con servicios).

En el mundo competitivo de hoy hay que visualizar un negocio como una forma de satisfacer las necesidades insatisfechas del nicho de segmento encontrado mejor que la competencia. Hay que tomar conciencia de que con el producto se está comprando el dinero de los clientes.

Para ello, se debe establecer diferencias de la competencia actual y futura con un producto adecuadamente diseñado en todas sus facetas técnicas, de ubicación, económicas, comerciales y legales.

#### **4.3.4 Consumidor directo e inversor**

##### **4.3.4.1 Análisis de la Demanda:**

Un Emprendedor enfrenta dos tipos de demanda, por un lado inversores que compran una rentabilidad futura y por otro lado consumidores finales que compran la satisfacción de una necesidad básica u objetiva (vivienda) o secundaria sustentada en el deseo (confort, status).

Es de vital importancia entender las necesidades de estos dos tipos de clientes y sus motivos de compra para definir en forma adecuada el producto inmobiliario.

#### **4.3.4.2 Perfil del inversor:**

Se debe conocer el lenguaje adecuado para comunicarse con los potenciales inversores, resultando fundamental para ello conocer los motivos que los llevan a invertir en ladrillos y los principales indicadores en que se basan para tomar la decisión de inversión. La caída de las tasas de interés, el aumento del riesgo de los bonos de los países emergentes y en desarrollo, la falta de opciones “seguras” de inversión sumados a la respuesta brindada por los ladrillos en la crisis reciente, hacen que haya cada vez mas inversores que se vuelcan al mercado inmobiliario a la búsqueda de mejores rentabilidades con menores márgenes de riesgo.

Hay inversores que buscan obtener rentabilidad por la diferencia entre el costo y el precio de venta del emprendimiento mientras que otros buscan emprendimientos con capacidad de generar una renta a la vez de engrosar su patrimonio. Otros apuntan a las llamadas inversiones de revalorización o especulativas en las que se genera valor mediante la venta de inmuebles en épocas alcistas que fueran adquiridos en momentos más desfavorables del mercado.

A los potenciales inversores les interesa conocer la capacidad del emprendimiento para generar los ingresos supuestos, la razonabilidad de los costos proyectados y del precio de venta asumido, la espalda del negocio para absorber imprevistos, el nivel de riesgo dado por el comportamiento del flujo de fondos ante cambios en las principales variables, consistencia del estudio de factibilidad y la razonabilidad del diseño físico y ubicación del emprendimiento para el segmento seleccionado.

**4.3.4.3 perfil del consumidor directo-final de un inmueble**

Los motivos que impulsan la demanda son muy distintos en los diversos estratos socioeconómicos, al igual que sus preferencias y necesidades. Una primera idea acerca de la segmentación del mercado se puede ver en el Índice de Nivel Socio Económico (INSE) elaborado por la Asociación Argentina de Marketing en las principales ciudades del país. Este índice es resultado de la calificación de los distintos hogares en función de la educación y ocupación del principal sostén del hogar y al patrimonio en bienes y servicios.

Así, para Capital Federal y el Gran Buenos Aires se tiene:

<b>NSE</b>	
<b>ABC1</b>	<b>11%</b>
<b>C2</b>	<b>12%</b>
<b>C3</b>	<b>23%</b>
<b>D1</b>	<b>25%</b>
<b>D2</b>	<b>26%</b>
<b>E</b>	<b>3%</b>

Por lo irrelevante que resulta la oferta agregada de nuevas viviendas que aporta un emprendimiento inmobiliario de estas características frente a la demanda potencial, es mucho más importante el conocimiento cualitativo de las necesidades insatisfechas del segmento elegido junto a un adecuado marketing estratégico que la siempre difícil cuantificación de esta última. Es decir que ante una buena oferta, a la medida del segmento seleccionado, siempre hay demanda.

#### **4.4 Precio y Estrategia Comercial**

La idea central de este proyecto es: ocho inversores actuarán en calidad de “socios”, luego se analizará la forma jurídica a implementar, harán aportes que no necesariamente serán iguales, y les dará el derecho proporcional a los rendimientos que se produzcan. Por otro lado, serán a su vez “consumidores finales” de unidades funcionales, es decir que se adjudicarán departamentos a su valor de costo en base a la inversión practicada.

Dado la envergadura del emprendimiento, que ronda los 4.500 m<sup>2</sup> de construcción, y corresponden a aproximadamente 50 departamentos de 1 y 2 dormitorios, 30 cocheras y bauleras, es necesario establecer una estrategia comercial de pre-venta de unidades que posibilite una parte del financiamiento de los costos de la obra.

Teniendo en cuenta la variable inflación y su incidencia en los materiales, en principio se buscarán “fijar” los precios de los productos más sensibles, ya sea con los aportes directos efectuados por los inversores o a través de la operatoria de “Canje” a proveedores, descripta anteriormente.

La pre-venta, ante la indisposición del producto final que se encuentra atado a los plazos naturales de la obra, siempre debe ofrecer una ventaja atractiva para el consumidor final-inversor, que hará disminuir la rentabilidad. Se pronostica, iniciar esta etapa de pre-venta una vez que la obra haya alcanzado la etapa final de su estructura de hormigón. Es en este punto, cuando el edificio ya tiene forma, y no se trata de una inversión en el “pozo”, que ni siquiera en muchos casos, se efectuó la demolición en el terreno elegido. Aquí, los valores de venta pueden ser bien defendidos en el mercado.



En la actualidad, con las restricciones que impuso el gobierno para la compra de moneda extranjera, la comercialización se debe efectuar en su mayor parte en pesos. Hay que ser extremadamente cautelosos al estipular las condiciones de precio y financiación. Ante unas primeras consultas efectuadas a potenciales consumidores finales e inversores, la idea de poder pagar en pesos un departamento nuevo, fue vista con mucho agrado. Las personas, ante estas situaciones económicas, y donde ven que el valor del poder adquisitivo de sus ahorros se les diluye con la inflación, busca aplicarlos de forma inmediata en una inversión. Es aquí donde “los ladrillos” se constituyen en una de las formas más elegidas para canalizar ahorros en pesos.

Una forma para poder realizar las operaciones en pesos, y no quedar expuestos a los vaivenes de la economía, será la de ajustar los saldos adeudados en pesos, al Indicador de Variación del Costo de un Edificio Tipo publicado mensualmente por la Cámara Argentina de la Construcción. Aquí se exponen los rubros de Materiales y Mano de Obra, de acuerdo a su peso relativo en el Costo de la Construcción. De esta manera, se ofrece una variable de referencia que es pública, hecha por especialistas, y agrega un manto de transparencia para los consumidores y cobertura a las diferencias en los costos para el grupo inversor. Se elaboró un anexo con los índices publicados durante el año 2012 (ver Anexo 12).

En cuanto al análisis de los precios que en la actualidad se ofrecen en la localidad de Bahía Blanca, se practicó una tarea de campo, que consistió en visitar los principales operadores inmobiliarios u otros desarrolladores de emprendimientos inmobiliarios, con el fin de determinar los precios que hoy se ofrecen las propiedades.

En todos los casos, las variables fueron: buscar edificios de similares características en cuanto a tamaño, calidad constructiva, zona y que corresponda a una preventa en la etapa constructiva, con un plazo de entrega no inferior a los 18 meses. A

**Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”**

---

partir de allí, se elaboró una tabla con la información obtenida, y promediando el valor final, que se expresa como Pesos por Metro Cuadrado de Construcción.

**Tabla 1: Precio de departamentos en etapa de preventa**

<b>Cantidad de dormitorios</b>	<b>Superficie (m2)</b>	<b>Precio por m2 en Pesos</b>
<b>1 dormitorio</b>	38	\$ 10.200
<b>1 dormitorio</b>	43	\$ 9.500
<b>1 dormitorio</b>	50	\$ 9.700
<b>1 dormitorio</b>	47	\$ 8.900
<b>2 dormitorios</b>	73	\$ 9.100
<b>2 dormitorios</b>	81	\$ 9.700
<b>2 dormitorios</b>	90	\$ 9.400
<b>Promedio</b>		<b>\$ 9.500</b>

*Fuente: Elaboración Propia*

En base a la tendencia que marca el valor de las propiedades expuesta en el Anexo 7, y ante situaciones normales, se proyecta el valor de realización para los próximos tres años:

**Tabla 2: Proyección del Valor del Metro Cuadrado**

<b>Año</b>	<b>Tendencia</b>
2012	\$ 9.500
2013	\$ 10735
2014	\$ 12.130
2015	\$ 13.707

*Fuente: Elaboración Propia*

No se debe pasar por alto, que en la comercialización de las propiedades, por lo general, se debe adicionar un 6% de gastos en concepto de Comisión de los operadores inmobiliarios. En este caso un 3 % es soportado por el vendedor, y el restante 3% es con cargo al comprador.

#### **4.5 Conclusión Viabilidad de Mercado**

Si bien la situación del país no es ajena a rubro de la construcción, la cantidad de permisos, y superficies proyectadas ha ido en paulatino aumento, de igual forma, los actores en el sector también se van incrementando, lo que muestra que la industria de la construcción se encuentra en crecimiento. Ante los cambios en precios y los costos asociados a los proyectos, se observa que los emprendimientos se adaptan a estas situaciones, por ejemplo, en este último tiempo, se han reducido los tamaños de las propiedades, para no perder rentabilidad y ofrecer un producto dentro de los parámetros que puede satisfacer las necesidades de los inversores y consumidores directos.

En la región de Bahía Blanca, la industria de la construcción en los últimos años ha sido impulsora permanente de la actividad, y no hay indicadores que indiquen lo contrario, por lo cual se estimulan las inversiones para los próximos años.

Una mención especial, merece la situación actual del país por las restricciones impuestas por el gobierno a la compra de moneda extranjera. En este contexto, los ahorristas al no poder acceder al dólar, considerado en este país el primer activo para ahorro de una persona media y la constante pérdida del poder adquisitivo del peso producto de la inflación, han colocado a la inversión inmobiliaria dentro de sus prioridades de inversión con el fin de mantener el valor de su patrimonio.

En conclusión, la situación en que se encuentra el mercado actual bajo los supuestos de este trabajo de investigación, es favorable para el desarrollo de un proyecto para la construcción de un edificio de departamentos. El rubro se encuentra en crecimiento, los ahorristas confían sus recursos y las perspectivas son propicias.

#### **4.6 Estudio de viabilidad Legal**

En este apartado, se hará una descripción de tres tipos societarios o formas jurídicas que se pueden adaptar para el desarrollo del proyecto, que han sido los más utilizados en el país durante los últimos años, marcando sus características principales, ventajas, desventajas. Puntualmente, se van a tratar: Consorcio de Propietarios, la Sociedad Anónima y el contrato de Fideicomiso Inmobiliario.

Por otro lado, una vez que se propone la alternativa más conveniente para el presente proyecto, se tratarán los aspectos de organización y tributarios más importantes a tener en cuenta, los cuales inciden directamente en el rendimiento final.

##### **4.6.1 Consorcio de Propietarios**

En la década del 90, con la reactivación económica que se produjo en la Argentina, a partir de la estabilidad de los precios, la construcción, fue uno de los impulsores de la economía durante esos años. Los emprendedores y empresas constructoras han utilizado a la figura del “consorcio de propietarios” para llevar a cabo emprendimientos bajo la Ley de propiedad horizontal.

El “boom publicitario” siempre era: “Consorcio de Construcción al Costo” con el fin de captar consumidores finales e inversores para llevar a cado las obras.

Por lo general, una empresa constructora es la encargada de impulsar el proyecto y administrar los fondos del mismo. La forma, es adquirir una parte indivisa de un terreno, en forma de condominio, y luego ir aportando los fondos necesarios para concretar la obra de acuerdo a la participación de cada integrante, hasta que se inscriba el Reglamento de copropiedad horizontal, en el cual se establece la proporción definitiva.

El instrumento formal, es un contrato de adhesión, suscripto entre el futuro consorcista y los administradores del consorcio, representado por los desarrolladores del proyecto. Ahí, se establecen cláusulas como:

- Identificación del lote objeto de la obra
- Asignación de la unidad correspondiente
- Porcentaje atribuido
- Estimación del costo de la unidad
- Forma de ingreso y vencimiento de los aportes
- Sanciones por incumplimiento
- Facultades a la administración para rescindir contratos por incumplimiento y forma de reintegrar los aportes
- Plazo estimado de obra

Si bien, es una forma que fue muy utilizada durante algunos años, en la actualidad es poco difundida y reemplazada por otras figuras, atento a las dificultades jurídicas que trajo aparejada y han llevado a la paralización de proyectos con importantísimas pérdidas económicas.

Una de las principales desventajas, es que al existir un derecho real por parte de cada consorcista sobre el terreno hasta que se inscriba en forma definitiva el reglamento de copropiedad y se realice la subdivisión de unidades, las situaciones que pudieran ocurrirle a cada integrante en forma personal afecta a la totalidad de los condóminos. Es decir, el fallecimiento, una demanda por divorcio, una quiebra, o deudas personales deja al descubierto la posibilidad de accionar a los acreedores por la totalidad de los bienes del consorcio.

Por otro lado, cada integrante es ilimitada y solidariamente responsable con su patrimonio personal, por las deudas y hechos producidos por el consorcio y que puedan surgir durante el tiempo que demande la ejecución de la obra.

Se acompaña en anexo 13 un modelo tipo de contrato de adhesión a un consorcio para la construcción de un edificio.

#### **4.6.2 La Sociedad Anónima**

Este tipo, sociedad anónima, puede ser empleado de dos maneras diferentes. Por una parte como asociación permanente de un grupo de personas que desea dedicarse a la construcción y venta de departamentos en propiedad horizontal. Por otra para reunir capitales a efectos de realizar un determinado edificio, después de la cual finaliza la asociación.

Utilizando esta figura societaria, los emprendimientos inmobiliarios se concretan a través de la creación de sociedades anónimas conformadas específicamente para llevar adelante proyectos puntuales. Es de uso denominar a la nueva sociedad con el nombre de la calle donde se ubicaba la obra o en menor medida, con las iniciales de los socios fundadores. El nombre de la sociedad debe ser fácilmente identificable por terceros con el edificio. En este esquema los inversores simplemente aportan dinero a cambio de acciones y con esos fondos, se adquiere el lote y se afrontan las erogaciones de la obra, naturalmente al costo.

Se opta por la sociedad anónima porque al ser una sociedad hay sujeto de derecho, persona jurídica diferenciada de los socios, que puede ser titular del suelo y posteriormente de sus mejoras que es el edificio. Esta clase de sociedad es buscada por los inversores porque limita la responsabilidad a los aportes que se realizan acotando los riesgos, a los que la propia empresa demanda.

La estructuración se puede realizar, ya sea formulando un estatuto en el que intervengan todos los socios que van a aportar el dinero para la compra del terreno y la construcción del edificio, o bien formulando un contrato en el cual intervengan los socios promotores del negocio que después cederán parte de sus acciones a medida que vayan obteniendo inversores.

Atento a las regulaciones existentes para el aumento del capital social, la incorporación del dinero necesario para la realización del edificio debe sustentarse en un sistema ágil para proseguir la construcción y realizar los pagos en el momento que se requiera. No es fácil imaginar que para pagar el material que se adquiera para la obra, se convoque a una asamblea para realizar un aumento de capital, ni tampoco que los socios aporten todo el dinero necesario para levantar el edificio y quede en la “caja” de la sociedad a la espera del pago de la construcción cuando las necesidades son escalonadas. Este es uno de los motivos que inclinan muchas veces la balanza para adoptar otra estructura.

#### **4.6.3 El Fideicomiso dentro de la actividad de la Construcción**

A partir de la promulgación de la ley 24.441 y especialmente en los años posteriores a la crisis económica de 2001, la industria adoptó mayoritariamente el fideicomiso convirtiéndolo en la herramienta jurídica más utilizada para inversiones del rubro inmobiliario/construcción. Cada vez son más los edificios, complejos comerciales, viviendas, barrios cerrados, urbanizaciones y loteos que se desarrollan sobre la base de esta no tan novedosa pero recientemente descubierta figura legal, por sus importantes ventajas respecto de otras estructuras contractuales tradicionalmente utilizadas para canalizar este tipo de negocios.



Dado el escenario de restricciones que generó la crisis económica aludida y durante los años posteriores donde sus consecuencias tuvieron influencia, la rigidez de las alternativas jurídicas de organización societaria tradicional, no lograban reunir y estimular la participación de diferentes inversores para financiar emprendimientos inmobiliarios, por lo cual este contexto negativo actuó como palanca para la instalación de nuevas herramientas.

Hoy es una realidad indiscutible que el sector utiliza masivamente la figura y así lo promociona y publicita, clasificando de manera arbitraria y sui generis a estos fideicomisos, como si hubiera diferentes clases técnicas. La primera explicación de este impredecible éxito se fundamenta en el marco legal y técnico del fideicomiso que presenta ventajas diferenciales y de alto valor para el sector, entre las que se pueden destacar (Faure, Darío, 2008):

- Se establece una relación contractual sin establecer una vinculación societaria.
- Es temporal y específico, por lo que la relación finaliza con la conclusión de la obra.
- Disminuye significativamente el riesgo del inversor en cuanto a cambios potenciales y grado de cumplimiento de lo proyectado, dado que en el contrato quedan establecidas aspectos como la individualización del inmueble; las condiciones de compra; las características del emprendimiento a desarrollar; los plazos de la obra; los costos estimados; los derechos y obligaciones de las partes intervinientes; el destino del patrimonio fiduciario; la forma en que debe administrarse; la forma de sustitución de los inversores morosos o del fiduciario; y la independencia del nuevo patrimonio de los patrimonios propios de

fiduciario y fiduciantes, por lo cual este es un patrimonio autónomo pleno.

- Tiene ventajas impositivas frente a otras alternativas dado que su tratamiento fiscal es diferente en el caso de fideicomisos financieros y los denominados fiduciante - beneficiario.
- Los bienes fideicomitidos no pueden ser embargados ni alcanzados jurídicamente por problemas ajenos al negocio ni cuestiones particulares de los participantes.
- El inversor fundamenta su confianza en que el patrimonio será administrado por un tercero idóneo y ajeno a los interesados en el negocio (fiduciario) quien además debe controlar al desarrollador y otros operadores por ser el responsable máximo ante incumplimientos.
- Es un instrumento versátil y flexible pactado libremente entre las partes. Permite la transferencia de derechos del beneficiario, se liquida mucho más rápido que una sociedad, y permite incluso, la sustitución del fiduciario.

Siendo el fideicomiso inmobiliario una de las aplicaciones más utilizadas en los negocios de la economía real en toda la República Argentina y analizando el mercado comercial actual, se observa frecuentemente la promoción de desarrollos inmobiliarios con fines de vivienda en medios de comunicación masiva, clasificados arbitrariamente en algunas categorías denominadas:

- A) Fideicomiso al costo
- B) Fideicomiso a precio fijo

Como resultado del relevamiento realizado tanto en medios gráficos que publicitan emprendimientos inmobiliarios como en forma directa en la vía pública

donde los carteles comerciales promocionan las obras en desarrollo, se observa un denominador común que es el hecho de ofrecer al fideicomiso como estructura legal del proyecto pero con el agregado de calificativos respecto de su condición de pago y aportes. En más de un 95 % de las veces el término fideicomiso está precedido por “al costo” o “a precio fijo”.

Con el objeto de comprender cada una de estas denominaciones y en función de echar luz específicamente sobre el costo y precio, se desarrolla cada uno de los conceptos. En estos proyectos los inversores por la naturaleza del fideicomiso participan en forma conjunta de un proyecto de riesgo sin estar relacionados por los derechos y obligaciones inherentes a los tipos societarios contemplados en la ley de sociedades; pero en el caso del fideicomiso inmobiliario conviene definir las características de sus participantes:

- **DESARROLLADOR:** en general es quien tiene la capacidad y conocimientos para planificar y diseñar el proyecto de riesgo. En algunos casos puede aportar el capital semilla para la primera etapa de estudio. En general es contratado por los inversores fundadores interesados en el sector o por algún particular en su condición de propietario de un terreno. Su rol es articular y liderar todos los aspectos del negocio. En el mercado se observa un amplio rango de autodenominados desarrolladores, con idoneidad y experiencia muy diversa (Faure, Darío, 2008).

- **FIDUCIANTES FUNDADORES o RESERVANTES:** son los primeros interesados en participar del fideicomiso, que reservan su lugar con un compromiso y una vez que se consigue la totalidad de los participantes, suscriben el contrato en carácter de fiduciantes y beneficiarios. Se encuentran casos donde algunos de estos, participan en las mejoras al diseño del proyecto (Faure, Darío, 2008).

- **FIDUCIANTE / BENEFICIARIO:** son los inversores, quienes se obligan a aportar la totalidad de los fondos necesarios para comprar el inmueble y para hacer frente a todos los costos que demande la obra de construcción. Cada uno de ellos asume este compromiso en la proporción que le corresponde conforme la unidad o unidades que elija. Si el contrato lo permite pueden ceder sus derechos a favor de un tercero ajeno (Faure, Darío, 2008).

- **FIDUCIARIO:** es quien se hace propietario legal del total del patrimonio fiduciario para concretar el emprendimiento inmobiliario conforme las pautas fijadas en el contrato y del negocio, basado en el anteproyecto y la memoria técnica descriptiva. Una vez finalizada, transmitirá en escritura a los beneficiarios el dominio de las unidades que a cada uno le corresponda. Su retribución debe quedar establecida antes de la firma del contrato sin poder participar de los resultados. Tiene obligación legal de informar regularmente a los fiduciantes acerca de la marcha de su gestión y rendir cuentas, al menos una vez al año. Pese a la importancia que toma el rol del desarrollador u operador en este tipo de fideicomisos, el fiduciario es el responsable final por las inversiones efectuadas aunque pueda actuar a través de delegados o mandatarios suyos, pero sin perder su responsabilidad (Faure, Darío, 2008).

- **FIDUCIANTES - ADHERENTES:** si estuviera contemplado, son los que ingresan una vez lanzado el proyecto y durante su ejecución, adhiriendo al contrato de fideicomiso preexistente. Pueden ingresar si se trata de un proyecto donde no está cerrado el total de la inversión, o adquirir los derechos de un fiduciante - beneficiario que desea desvincularse del negocio (Faure, Darío, 2008).

- **PATRIMONIO FIDUCIARIO:** Está integrado por el total de los bienes que se transfieren al fiduciario y se generan durante el negocio. Regularmente se forma con el terreno, estructura o construcción y con fondos monetarios; en algunos casos también

se incorpora trabajo profesional a través de honorarios puestos a riesgo. Por el artículo 14 de la ley 24.441 se constituye este patrimonio de afectación como individual y separado de los patrimonios de las partes intervinientes y en ese carácter, se encuentra exento de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario y de los fiduciantes (Faure, Darío, 2008).

- **AUDITORES:** son todos aquellos técnicos idóneos en la especialidad que se requiera y que actúen como garantía de independencia y transparencia, como es el caso de arquitectos, ingenieros, contadores, planificadores de negocios, especialistas en medio ambiente, entre otros (Faure, Darío, 2008).

A) Fideicomiso de construcción al costo

Esta inconsistente denominación instalada en el mercado, probablemente se origina en una errónea combinación de los conceptos del fideicomiso y del consorcio al costo. Este tipo de fideicomiso se constituye con el fin de construir una casa o edificio residencial, en condiciones previamente pactadas, con aportes de los inversores dados por un anticipo en efectivo y cuotas planificadas que le permiten una reserva con opción de compra, para que una vez finalizada la obra le transfirieran la unidad funcional en su calidad de beneficiario.

La característica que presenta este tipo de fideicomiso en la práctica es que los fiduciantes – inversores ingresan sin saber con rigurosidad técnica el costo final del proyecto, y en la mayoría de los casos sin el respaldo de idóneos que realicen auditorías como la de costos de construcción, responsabilidad clave especialmente en contextos inflacionarios como el actual. Los inversores deben afrontar el costo total de la obra, lo que puede inducir a la falta de motivación para administrar eficientemente los recursos por parte del desarrollador.

B) Fideicomiso a precio fijo

Es similar al fideicomiso al costo pero con la particularidad que el inversor - fiduciante aporta un valor prefijado, calculado sobre valores de mercado, por el derecho a que le escrituren una unidad funcional. En este caso el anticipo para ingresar generalmente es mayor, dado que el desarrollador debe considerar un mayor margen para hacer frente a los gastos y compras de material sin arriesgarse excesivamente a tener pérdidas, que luego habrá que afrontar. Bajo esta modalidad el inversor tiene mayor certeza sobre el monto de la inversión a realizar, que tiende a ser mayor que en el caso de los mencionados fideicomisos al costo, con la diferencia del mayor incentivo para el desarrollador para realizar esfuerzo por reducir costos y generar ahorros para obtener la mejor ecuación costo / beneficio, ya que esto impacta en su resultado final.

Es necesario entender que tanto en el caso de fideicomisos al costo como fijo, lo que el inversor obtiene con su aporte e ingreso al proyecto es un derecho a que el fiduciario le entregue lo planificado y prometido acorde al Plan de Negocios que se haya elaborado. El problema que surge en ambos casos es que el inversor considera, probablemente porque nadie lo informa correctamente ni él se ha preocupado por entender la figura, que lo que adquiere no es el bien terminado tal como le muestran en los prospectos comerciales sino que es solamente un derecho personal a recibir ese bien, derecho que en el supuesto de incumplimiento, podrá ejercer (Faure, Darío, 2008).

#### **4.6.4 Propuesta y conclusiones Viabilidad Legal**

Muchos son los tipos societarios que se pueden utilizar para un proyecto de este tipo, en un primer análisis, fueron descartados las sociedades de personas (Sociedad de Hecho, Sociedades Colectivas) .La desventaja que estas figuras tienen, es la responsabilidad de los integrantes y del patrimonio que se afecta al negocio. Cualquier contingencia que ocurra con sus integrantes (fallecimiento, divorcio, quiebra, concurso de acreedores, mora en los aportes) afecta directamente al proyecto. A partir de ahí, el análisis se centró en la constitución de un Consorcio de Propietarios, una Sociedad Anónima y el Contrato de Fideicomiso Inmobiliario.

Luego de haber transcripto las características salientes de los Consorcios de Construcción, las Sociedades Anónimas y los Fideicomisos Inmobiliarios, que a priori fueron consideradas como las figuras que más se adaptan para el presente proyecto, se concluye que el Fideicomiso Inmobiliario es la mejor alternativa para recomendar a los desarrolladores del emprendimiento objeto de esta investigación.

A continuación se exponen las conclusiones y ventajas que se tuvieron en cuenta para la elección:

#### **4.6.5 Por que un Fideicomiso Inmobiliario?**

La diferencia principal es que los fideicomisos brindan mayor agilidad y flexibilidad para la concreción de un negocio en la industria de la construcción:

- Los fideicomisos permiten el pago de utilidades a los largo del proyecto sin necesidad de que exista un balance aprobado con utilidades líquidas y realizadas.

- Los inversores en un fideicomiso, más allá de la cuantía de su inversión, tienen la certeza y la seguridad de que la utilización y disponibilidad de los bienes fideicomitados será únicamente para la concreción de la inversión objeto del contrato. Es en éste donde los inversores establecen de común acuerdo el objetivo del negocio. En una sociedad anónima, los accionistas tienen facultades de administración y dirección en proporción a su inversión (acciones que dan poder de voto en las asambleas), por lo que los inversores más pequeños se encuentran vulnerables a lo que puedan decidir aquellos con mayor participación. En la industria de la construcción los inversores generalmente no se conocen, son personas con intereses individuales reunidas por un proyecto común, por lo que para estos casos un contrato de fideicomiso brinda más seguridad y confianza.
- Permite la creación de órganos de control del fiduciario o un comité al que deba consultar frente a determinados temas. En cambio, en el caso de sociedades anónimas sólo se pueden utilizar los órganos societarios previstos en la Ley de Sociedades sin admitir su modificación sustancial. En el fideicomiso existe el encargo fiduciario, en el que los fiduciantes determinan las facultades del fiduciario. El presidente del Directorio en caso de una S.A. tendrá la obligación de actuar como “buen hombre de negocios”, sin embargo su libertad no se verá acotada por el acta de constitución de la sociedad, generando mayores riesgos en la inversión.
- Los procedimientos de constitución y liquidación de una sociedad son más rígidos y costosos.
- En una S.A. no se permite el aporte de servicios, aquellos no dinerarios deben integrarse totalmente en el acto de constitución, y los dinerarios tienen un plazo



máximo de dos años para ser integrados con la prohibición de aportar un importe menor al 25% suscripto.

Es importante destacar que ambos institutos ofrecen protección al patrimonio personal de los inversores frente a contingencias ocasionadas por la sociedad o el fideicomiso. Pero el contrato de fideicomiso brinda aún más seguridad ya que los bienes fideicomitidos se encuentran exentos de las acciones de los acreedores tanto del fiduciante como del fiduciario. En las sociedades anónimas, los socios poseen acciones que no son más que títulos de propiedad de una fracción del patrimonio societario, que sí se encuentran vulnerables ante contingencias propias del inversor por formar parte de su patrimonio personal. En este punto, es donde el Consorcio de Propietarios tiene su principal desventaja y ha llevado a su casi nula utilización en el la actualidad para este tipo de proyectos, ya que los integrantes del consorcio son ilimitada y solidariamente responsables con su patrimonio por la actividad del consorcio, y se ven afectados todos los integrantes por las dificultades que pueden atravesar los consorcistas en forma personal.

En conclusión, para proyectos de inversión de corto y mediano plazo como la construcción de un edificio o de unidades en propiedad horizontal, donde los participantes no pretenden permanencia, la mejor herramienta es el contrato de fideicomiso. Por su parte, una sociedad que limite la responsabilidad de sus socios es el vehículo legal perfecto en los casos en que exista “*affectio societatis*” para realizar una actividad a largo plazo con intención de perdurabilidad.

#### **4.7 Estudio de los Aspectos Organizacionales y Tributarios**

A continuación, con la elección del Fideicomiso Inmobiliario como la mejor forma jurídica de emprender el proyecto objeto de este trabajo de investigación, se elabora un resumen de los aspectos organizacionales y tributarios que inciden sobre el mismo.

##### **4.7.1 Aspectos Organizacionales**

En cuanto a la estructura organizativa de un fideicomiso inmobiliario, resulta simple y no ofrece mayores complejidades. La actividad primordial es la planificación y organización de los recursos de los inversores y la afectación a la construcción de un edificio bajo el régimen de propiedad horizontal.

Las principales actividades se pueden resumir en:

- Constitución de contratos e inscripciones ante los organismos de recaudación
- Adquisición de materiales
- Contratación de empresas encargadas de la ejecución de las obras
- Rendición de cuentas a los inversores
- Planificación de los requerimientos económicos
- Adjudicación de unidades
- Pago a proveedores
- Cumplimientos tributarios

Para llevar adelante estas tareas y cualquier otra que tenga origen en el rubro administrativo, contable y legal, en el presente proyecto estará a cargo de la administradora fiduciaria del fideicomiso, que es una sociedad anónima, dedicada exclusivamente a la administración de fideicomisos inmobiliarios.

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

El fideicomiso no contará en ningún momento con personal propio de ninguna índole, ya sea en su faz administrativa o en la ejecución de las obras. A tal fin, se contratará una empresa constructora que cotice la totalidad de la mano de obra en todos los rubros hasta la entrega “llave en mano” del edificio. La administradora será la encargada de la provisión de los materiales necesarios.

El impacto económico de la estructura organizacional, se basa en la retribución que se debe abonar a la sociedad que representa la administración fiduciaria y se presupuesta en una tasa porcentual del 2% sobre el total de las inversiones a efectuarse durante el transcurso de la obra.

**4.7.2 Aspectos tributarios**

**Tabla 3: Resumen de los aspectos tributarios que afectan al Fideicomiso**

<b>Impuesto</b>	<b>Base</b>	<b>Fideicomiso no financiero</b>
Ganancias	Resultado	Es sujeto y tributa 35%: Si fiduciante no es beneficiario. El fideicomiso asigna el resultado y tributa el fiduciante-beneficiario: si se da la condición de fiduciante-beneficiario
Ganancia Mínima Presunta	Activos	Es sujeto (impuesto determinado es pago a cuenta del impuesto a las ganancias)
Bienes Personales	Activos	No está alcanzado. (así, también, lo interpreta la AFIP, a partir de la creación de IGMP)
Impuesto al Valor Agregado	Ingresos	Es sujeto si realiza operaciones gravadas
Transacciones Financieras	Créditos y Débitos bancarios	Es sujeto gravado a la alícuota general del impuesto: 0,6 % s/débitos y créditos. Es computable como pago a cuenta de IG y GMP, el 34% del imp. s/créditos o el 17% el impuesto s/ integrado
Ingresos Brutos	Ingresos	Es sujeto si realiza operaciones gravadas
Sellos	según jurisdicción	El contrato: gravado en casi todas.

*Fuente: Colección Práctica de Impuestos de Errepar*

**4.7.3 Conclusión viabilidad de Aspectos Organizativos y Tributarios**

Toda estructura organizativa en cualquier empresa genera un costo, y en algunos casos, se requiere de un inmueble para desarrollar las actividades operativas. Aquí, este proyecto presenta una ventaja dada la escasa estructura necesaria y que las tareas serán desarrolladas por una empresa externa, evitando de este modo mayores inversiones.

A través de esta organización el proyecto se presenta viable, ya que su estructura representa y abarca todas las actividades necesarias para su ejecución.

Desde el punto de vista tributario, la utilización del contrato fiduciario como sustento jurídico del negocio subyacente, que en este caso se trata de la construcción de un edificio de departamentos, no debería incidir en el tratamiento impositivo del mismo. La actividad alcanzada no dejará de estarlo ni la no alcanzada pasará a serlo, porque se la instrumente mediante un fideicomiso. No debieran generarse nuevos hechos imposables ni evitar imposición alguna.

A partir de lo visto en materia impositiva, se puede decir que: el contrato de fideicomiso es una herramienta muy interesante para potenciar los más diversos negocios, como el que se desarrolla en este trabajo. El negocio subyacente es primordial. En materia impositiva, todavía persisten algunas dudas en diversos ítems. Hay que analizar caso por caso, es decir, cual es la verdadera sustancia del negocio y los elementos de hecho y prueba que pueden acreditarlo.

Cada fideicomiso puede ser diferente, es decir que un dictamen en el cual el Fisco opina de un caso concreto, no se pueden extrapolar conclusiones generales a todos los supuestos.

Se concluye que desde el aspecto impositivo, el proyecto es viable ser tratado como un Fideicomiso Inmobiliario. No obstante, se desalienta de inicio tanto las expectativas de importantes beneficios impositivos, como el temor de agravantes. Sí,

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

se hace hincapié, que habrá que ser cuidadoso en el tratamiento impositivo para evitar pagos indebidos y/o superposiciones innecesarias.

#### **4.8 Viabilidad Ambiental**

Previamente a realizar la evaluación económica y financiera del proyecto, es necesario identificar cuál puede ser el impacto que genere el proyecto dentro del ambiente en el que se instalará.

##### **4.8.1 Requisitos de Aspectos Ambientales para la obra**

En este aspecto es importante tener en cuenta que existen requisitos para el proyecto que deberán ser cumplidos a fin de obtener el certificado final de obra. Debido a las características del proyecto (construcción de un edificio cuyo destino es el de multiviviendas de más de cuatro unidades), las normas determinan la necesidad de presentar informes de las direcciones de Tránsito, Medio Ambiente, además de contar con la habilitación de bomberos y la habilitación de los ascensores.

Como se puede ver, los entes reguladores buscan verificar que el impacto del proyecto en su ambiente no signifique consecuencias indeseadas para el mismo.

En el caso del informe ambiental, se deberá presentar una declaración jurada sobre los materiales y técnicas constructivas que se utilizarán, los procesos que intervendrán y los residuos que generará el proyecto. Este informe lo deberá presentar el encargado de la Dirección Técnica de la obra, es decir los arquitectos o ingenieros que tienen la conducción del proyecto.

Se requiere habilitación de bomberos, la cual se obtiene mediante el cumplimiento de ciertos requisitos a saber: existencia de un plan de evacuación, salidas de emergencia debidamente señalizadas, que no existan elementos causantes de incendios, matafuegos aprobados, y todo aquellos elementos que a juicio del personal evaluador sean necesarios para la ejecución de la obra.

#### **4.8.2 Seguridad en la obra**

Es requisito fundamental el cumplimiento de las normas de seguridad establecidas, durante todo el transcurso de la obra, con el fin de evitar accidentes y eventos que puedan afectar al personal de obra, a los vecinos o cualquier transeúnte que puedan circular por el lugar. El municipio de Bahía Blanca, en forma permanente fiscaliza las obras de este tipo de emprendimientos, siendo muy rigurosos en la aplicación de estas normas.

Algunos ejemplos de normas de seguridad en la obra son:

- **Vallas Provisorias y letreros de obra:** La valla se construirá con maderas o chapas de metal en buen estado de conservación que impida la salida de materiales. El cerco provisorio tendrá 2,00 mts. de alto como mínimo, se colocará a 0,75 mts. de la línea de edificación cuando la vereda no exceda de 1,50 mts. y podrá ocupar la mitad de la vereda cuando el ancho de ésta sea mayor de 1,50 mts. En cualquier caso, deberá dejarse un paso libre de 0,70 mts. de ancho entre valla y filo del cordón del pavimento de la calzada, o entre valla y árboles de la acera.
- **Andamios sobre la vía pública:** Un andamio sobre la vía pública se colocará dentro de los límites del recinto autorizado para la valla provisoria, cuidando de no ocultar las chapas de nomenclatura, señalización, focos de alumbrado y bocas de incendio que se protegerán para su perfecta conservación y uso.
- **Torres para grúas, guinches y montacargas:** los utilizados para elevar materiales en las obras, deben construirse con materiales resistentes de suficiente capacidad y solidez.
- **Bandeja Fija:** de 2,50 metros de ancho mínimo y una inclinación de 45° y 0,60 metros de altura. El material y su construcción debe ser lo suficientemente resistente par soportar los materiales que pusieran caer y garantizar la integridad



física de las personas. Deben colocarse hacia patios vecinos, veredas, pasillos, entre otros.

- **Bandeja móvil:** se instala sobre toda la periferia y al borde de la losa. Como máximo, debe estar colocada a una distancia que no supere los 6 metros debajo del último nivel de mayor trabajo. De igual forma que la bandeja fija, su construcción debe ser con materiales resistentes.

Todos estos requisitos son establecidos por la Municipalidad de Bahía Blanca, y se encuentran dentro del Código de Edificación de Bahía Blanca, y su fiscalización está a cargo del Departamento de Contralor de Obras Particulares. Esta norma contiene todos los aspectos relativos a obras civiles desde la presentación de planos y proyectos, hasta la obtención del certificado final de obra.

#### **4.8.3 Suministro de Servicios Públicos**

En este tipo de emprendimientos edilicios, se deben adecuar las obras e instalaciones de acuerdo a las disposiciones de cada uno de los entes reguladores, según el servicio que se trate (agua, electricidad, gas). Aquí hay exigencia para las instalaciones de tipo ambiental y técnicas. En la mayoría de los casos, como ocurre con el servicio de energía eléctrica, la empresa proveedora del servicio, exige el desarrollo de obras (colocación de transformadores subterráneos), que exceden los requerimientos técnicos del proyecto, y deben contribuir a la infraestructura de la zona en la cual se emplaza la obra.

Con las cloacas, también se debe hacer un estudio de los posibles residuos que se pueden generar y su tratamiento.

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

En todos los casos, las obras tienen como requisito esencial, la presentación para su aprobación de los planos correspondientes, y la ejecución de las obras deben ser ejecutadas por profesionales matriculados. Por lo general, se deben solicitar la realización de inspecciones por parte de las empresas encargadas de la provisión de servicios públicos, quienes deben aprobar las instalaciones durante las distintas etapas de su ejecución.

#### **4.8.4 Conclusión de Viabilidad Ambiental**

Desde los procesos iniciales de planeación y selección del sitio, el diseño de la arquitectura e ingenierías y hasta la construcción y operación del proyecto, es muy importante considerar las características naturales de los predios y de la región e identificar las regulaciones y restricciones ambientales y de uso de suelo, factores que pueden influir en la selección del sitio y en las características del proyecto.

De esta manera, el conocimiento de las características ecológicas de un determinado predio, y de los ordenamientos, normas y regulaciones ambientales y de uso de suelo vigentes en una zona, deben ser tomados en cuenta para determinar la conveniencia y las características de un nuevo proyecto de desarrollo.

Estos estudios permiten determinar si el proyecto que se pretende desarrollar es factible o no, si requiere modificaciones o adecuaciones o si definitivamente no puede llevarse a cabo en el sitio.

Al tratarse de un proyecto para la construcción de un edificio, está sujeto desde la concepción misma del proyecto edilicio, a una innumerable cantidad de normas, regulaciones, exigencias, por parte de todos los organismos y actores sociales que mediante su aprobación o habilitación, contribuyen a que el proyecto sea viable desde el punto de vista ambiental. De otra forma, existen imposibilidades legales para su consecución. Si bien, el logro de estas habilitaciones, es una tarea compleja para los desarrolladores, se brinda de esta forma una tranquilidad y seguridad jurídica, que bajo estos requisitos no se afectan derechos de terceros.

#### **4.9 Análisis FODA**

Este proyecto se analiza a partir de una nueva empresa, constituyendo a tal fin un contrato de Fideicomiso Inmobiliario que tendrá una vida estimada de tres años, hasta tanto se finalice con la construcción del edificio, se practiquen las subdivisiones e inscripciones de ley, y sean asignadas las unidades funcionales a sus beneficiarios, momento en el cual se extingue el contrato.

Utilizando la herramienta FODA, a partir de las oportunidades que ofrece el mercado externo inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca, y considerando las amenazas del sector, se estudia el presente proyecto de inversión.

Al momento de analizar las fortalezas y debilidades, que hacen al interior de la empresa, se expone el contrato de fideicomiso como herramienta para su ejecución y se tuvo en cuenta al grupo económico emprendedor del mismo, que se encuentra ligado a la actividad de construcción de edificios, y es el generador de la idea, reuniendo un grupo de inversores iniciales.

#### **Fortalezas**

- Procedimiento simple de constitución y liquidación
- Protección del patrimonio personal de los inversores
- Aíslan los activos involucrados (embargos, concursos o quiebras de sus integrantes no los afectan)
- Se adapta al negocio específico que se pretende realizar
- Brinda certeza en la aplicación de los fondos
- Vasta experiencia en la construcción de viviendas
- Reconocimiento por parte de las instituciones bancarias

- Relación con proveedores de materiales
- Maquinaria propia
- Personal permanente propio
- Fidelidad de los clientes
- Conocen los motivos por los cuales sus clientes compran sus productos
- Capacidad de cumplimientos de plazos
- Sus obras son consideradas por los clientes como productos de buena calidad

### **Debilidades**

- Nuevo instituto que carece de jurisprudencia
- No soluciona problemas de confianza
- Falta de publicidad de los proyectos
- Demasiada dependencia de los intermediarios inmobiliarios
- Falta de capacitación al personal
- Falta de control de calidad a tiempo, ante la diversidad de obras

### **Oportunidades**

- Demanda creciente de inmuebles
- Tendencia en la búsqueda de departamentos con servicios adicionales
- La restricción en la compra de dólares enfocó a los ahorristas en estos proyectos
- Cambios sociales que tienden a la elección de las propiedades horizontales

### **Amenazas**

- Situación económica general del país, posibilidad de recesión
- Tipo de cambio
- Proceso inflacionario
- Ingreso de nuevos competidores
- Escasez de buenos terrenos o aumentos en sus precios

#### **4.9.1 Definición de estrategias**

En función del diagnóstico realizado se eligen las estrategias a seguir para trabajar a partir de las fortalezas y aprovechar las oportunidades, superar las debilidades para convertirlas en fortalezas y neutralizar las amenazas, para enfocarse en las oportunidades.

##### **4.9.1.1 Estrategias de cobertura de Mercado**

La estrategia elegida para la cobertura del mercado es la que varios autores han denominado “*Estrategia Concentrada*”. La misma implica abarcar una proporción de un sector de mercado específico. Se fundamenta en el hecho que el tipo de producto que se va a ofrecer, como son las propiedades inmobiliarias nuevas, no es posible abarcar todo el mercado, ni siquiera una gran proporción, ya que este emprendimiento tiene una vida útil acotada, y definida por la cantidad de unidades funcionales a edificar. La estrategia se concentrará en los segmentos caracterizados como ABC1 y C2, donde se cree que este proyecto puede obtener ventajas competitivas y aprovechar las oportunidades que ofrece el entorno.

#### **4.9.1.2 Estrategias Competitivas**

En esta estrategia, siguiendo a Michel Porter, quien analiza las estrategias genéricas o enfoques de la competencia, bajo tres formas diferentes:

- Líder Total en Costos.
- Líder en diferencia de productos o servicios.
- Enfoque o segmentación en un blanco de mercado.

La estrategia aplicable para el presente proyecto que minimice la amenaza de nuevos actores de competencia, se basa en un mix de “Líder Total en Costos” y la “Estrategia de Diferenciación de Productos o Servicios”.

Haciendo un buen aprovechamiento del poder de negociación que el grupo desarrollador tiene con los proveedores y la vasta experiencia en técnicas de construcción y diseño, se desarrollará un producto cuyo costo no afecte la utilidad y que se diferencie de la competencia, el cual será percibido por el cliente como distinto o único.

#### **4.9.1.3 Estrategia de Promoción**

Para abarcar el mercado objetivo, las estrategias promocionales deben estar eficientemente planificadas. Para ello no solo es necesario el desarrollo de estrategias que inciten a la acción, sino que es fundamental conocer el comportamiento de los potenciales clientes, de manera de actuar en el lugar donde se encuentran.

Entre otras, se pueden distinguir cuatro herramientas promocionales que se establecen para superar debilidades y aprovechar las oportunidades:

***Publicidad:***

Hace referencia a las distintas campañas publicitarias en diferentes medios (diarios, revistas, televisión, correo electrónico). Se creará una página web en donde se detallará el emprendimiento, con su memoria descriptiva y aspectos relevantes del edificio. Se incorporará un recorrido virtual del proyecto arquitectónico. Se pondrá un cartel sobre la misma obra, con imágenes del emprendimiento e información de contacto.

***Promoción en ventas:***

Es el conjunto de bonificaciones, descuentos. Se harán incentivos sobre unas pocas unidades a corto plazo para alentar las ventas. Paralelamente se trabajará con las publicaciones especializadas del sector inmobiliario y se elegirán promotores inmobiliarios para la comercialización.

***Relaciones públicas:***

Tienden a cumplir los objetivos del proyecto, el cual mediante la interacción de intermediarios, se intenta generar buenas relaciones con los potenciales inversores o consumidores directos y la creación de una buena “Imagen de Producto”.

***Venta Personal:***

En este tipo de bienes, el contacto personal es clave, ya que el potencial cliente, ante la naturaleza de emprendimientos, busca y necesita información detallada y precisa. Aquí, se buscará a una persona dentro del personal de la empresa que se capacite y conozca todos los detalles del proyecto, y pueda brindar un servicio personalizado. En la medida que la obra lo permita, según su etapa de ejecución, se



***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

prevé que el cliente potencial, pueda visitar la obra. Ni bien los tiempos naturales de obra transcurran, se acondicionará un departamento con mobiliario a modo de “showroom” para promoción y ventas.

# **Capítulo 5**

## **Desarrollo**

### **5.1 Estudio Técnico**

Son todos aquellos recursos que se tomarán en cuenta para poder llevar a cabo la producción del bien o servicio.

En este estudio, se describe que proceso se va a usar, y cuanto costará todo lo que se necesita para la construcción del edificio. Consiste en diseñar la función óptima, que mejor utilice los recursos disponibles para la obtención del producto final.

#### **5.1.1 Objetivos del Estudio Técnico**

- Verificar la posibilidad técnica para la construcción de una torre de departamentos que se pretende crear.
- Analizar y determinar el tamaño óptimo, su localización óptima, los materiales, maquinarias y las instalaciones requeridas para su construcción

#### **5.1.2 Elementos del Estudio Técnico**

1. Descripción del producto
2. Descripción del proceso de construcción elegido.
3. Determinación del tamaño.
4. Localización del proyecto.
5. Disponibilidad de materiales de obra.
6. Requerimientos de mano de obra.
7. Estimación del costo de inversión.

### **5.1.3 Tamaño óptimo.**

Es aquel que asegure la más alta rentabilidad y beneficios al proyecto. En general, en un proceso productivo, se refiere a la capacidad de planta instalada y se expresa en unidades de producción por año.

En la práctica, determinar el tamaño de una nueva unidad de producción es una tarea limitada por las relaciones recíprocas que existen entre el tamaño y la demanda, la disponibilidad de materias primas, tecnologías y equipos. Estos factores contribuyen a simplificar el proceso y determinar las alternativas de tamaño a escoger, por un proceso de reducción en base a los factores condicionantes.

Respecto a la demanda, en este tipo de proyectos, y según el relevamiento de mercado realizado, se estima que la misma es superior al tamaño máximo que se puede establecer.

El tamaño óptimo se refiere, a la cantidad de unidades funcionales o departamentos que se pueden construir, o mejor dicho, la cantidad de metros cuadrados, que asegure rentabilidad al emprendimiento, de manera que la incidencia del valor del terreno sobre cada metro construido sea mínima.

Los principales factores que condicionan el tamaño de un edificio son de tipo normativos o legales. Estos lineamientos son establecidos por normas de construcción y planeamiento urbano de cada jurisdicción.

Para construir viviendas, cocheras u cualquier tipo de obra, existe una superficie máxima o un “techo” habilitado a tal fin, no pudiéndose sobrepasar esos topes.

En el municipio de Bahía Blanca, las principales normas que regulan la actividad de la construcción son:

- Código de Planeamiento Urbano

- Código de Edificación
- Reglamento para la ejecución de instalaciones eléctricas
- Normativa para ascensores

El Código de Planeamiento Urbano, es la pieza legal necesaria para la puesta en práctica de los objetivos fijados en el Plan Director de la Ciudad y referidos al uso y ocupación del suelo. A partir de él, se estableció el resto de la normativa que rige en las obras.

De su objetivo se puede destacar: “El objetivo es imponer racionalidad y orden con miras al bienestar general. Su meta no debe ser, en absoluto, la de restringir o limitar actividades, sino la de proveer para cada una de ellas mejores condiciones de desenvolvimiento y estabilidad futuras. Bajo este punto de vista las normas contenidas en un Código se despojan de su sentido restrictivo para adquirir un carácter positivo y constructivo que merezca la adhesión de todos los interesados” (Código de Planeamiento Urbano, 2012).

“Solamente el desenvolvimiento futuro podrá avalar o negar la certeza de esta concepción ordenadora. A quienes la apliquen les cabe la responsabilidad de compenetrarse en sus objetivos a efectos de mantener la flexibilidad de interpretación necesaria para no lesionar inútilmente los intereses particulares” (Código de Planeamiento Urbano, 2012)

En el proyecto arquitectónico, se optimizó el diseño del edificio en base a los parámetros que marcan el FOT (factor de ocupación del terreno) y el FOS (factor de ocupación del suelo).

Del balance de superficies del edificio surge:

- Superficie Cubierta Total (13 pisos de viviendas, bauleras y planta baja) : 3.506,12 m<sup>2</sup>
- Superficie Cubierta Total (no computa para FOT): 939,54 m<sup>2</sup>

La torre está compuesta por un subsuelo con cocheras, Planta Baja y 13 pisos de departamentos de 1 y 2 dormitorios, con una altura total aproximada a los 47 metros.

La cantidad prevista de unidades funcionales es:

- Departamentos de 1 dormitorio: 16 unidades.
- Departamentos de 2 dormitorios: 34 unidades.
- Cocheras: 30 unidades.

#### **5.1.4 Macro-localización**

El sitio elegido para la puesta en marcha de este proyecto inmobiliario, es la ciudad de Bahía Blanca. La misma es cabecera del partido que lleva su nombre. En la región, su presencia se ha convertido en un importante centro asistencial, comercial y educacional. Sus aspectos demográficos fueron detallados en el *Capítulo 4, Estudio de Mercado, punto 4.1.3*. Ver Anexos 14 y 15 con la ubicación de la ciudad en la provincia de Buenos Aires, sus accesos y caminos de circunvalación.

### **5.1.5 Micro-localización**

El emplazamiento elegido para la construcción del Edificio Ría Plaza es la calle Moreno N° 599 esquina Tucumán, en el macrocentro de la ciudad de Bahía Blanca.

La elección del lugar, principalmente se debió a las importantes dimensiones que el lote tiene, que ofrece la posibilidad de construir un edificio tipo “torre”, es decir, liberado en sus cuatro caras de medianeras, a muy pocas cuadras del microcentro de la ciudad.

El terreno, se ubica frente a la Plaza Pellegrini, que brinda un importante pulmón a la ciudad y una vista despojada de construcciones. En los alrededores inmediatos se encuentran todos los comercios necesarios para el desarrollo de las actividades cotidianas de sus habitantes: supermercado, cerrajería, Cyber café, tintorería, farmacia, kioscos, panadería, rotisería, estación de servicio. Por otro lado, en el radio de tres cuadras se cuenta con: centro de atención médica, jardines de infantes, escuelas, centros de estudios terciarios y la Universidad Salesiana.

En Anexo 16 se presenta una ilustración con la ubicación del lugar donde se llevará a cabo el emprendimiento.

### **5.1.6 Presentación del proyecto**

Se presenta en Anexo 17, los planos de fachada, plantas, balances de superficies provistos por el estudio de arquitectura Grippo y asociados.

### **5.1.7 Diseño**

#### **La Torre**

- Estructura de hormigón armado de acuerdo a cálculos y estudios de suelo provistos por los profesionales especialistas.
- Paredes exteriores: mampostería de ladrillos huecos.
- Revoques exteriores: completos con capa de aislación hidrófuga y terminación texturada impermeable tipo Revear o Quimtex.
- Escalera de incendio de hormigón armado con terminación alisada rodillada y narices de perfilería ángulo de acero.
- Tanque de reserva e incendio de hormigón elaborado.
- Instalaciones eléctricas y de gas: buzones de conexión y nichos para la instalación de medidores individuales, todo realizado con planos aprobados de acuerdo a las disposiciones de las empresas proveedoras, y sus estudios de factibilidad y potencias necesarias
- Ingresos jerarquizados con pisos de porcelanato e Iluminación ambiental en cielorrasos de palieres.
- Portero eléctrico
- Ascensores automáticos de acero inoxidable con espejo y piso de granito.
- Carpinterías internas, en MDF terminación satinado. Exteriores en aluminio color.
- Iluminación en espacios comunes con encendido automático.
- Cocheras individuales en subsuelo y planta baja.



**Los Departamentos**

- Balcones con barandas de aluminio y vidrio tonalizado.
- Aberturas de aluminio anodizado gris de alta prestación, con doble vidrio DVH.
- Pisos y revestimientos de madera, cerámicos y/o porcellanato.
- Muros interiores con terminación de yeso con guardacantos.
- Fachadas con revoque grueso texturado con terminación de pintura látex para exteriores.
- Muebles bajo y sobre mesada.
- Granito en mesada de cocinas.
- Artefacto de cocina.
- Carpinterías internas, con marcos y hojas en MDF terminación satinado, exteriores en aluminio color.
- Artefactos de baño, grifería y accesorios de 1ra calidad.
- Caldera Dual.
- Radiadores de calefacción en todos los ambientes.
- Instalación para splits frío /calor.
- Instalación para teléfono y TV.

**5.1.8 Distribución de los costos de materiales y mano de obra**

Se van a analizar los costos necesarios para la construcción del edificio. En principio, y a partir de datos obtenidos en el INDEC, se elaboró la tabla 4 que refleja el peso relativo de los aspectos principales de toda construcción, como lo son: mano de obra y materiales. Luego, con mayor grado de apertura, se confeccionó la tabla 5 donde se hace un detalle de los principales rubros que componen una obra de construcción

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

para un edificio en altura de las mismas características edilicias que tiene el proyecto objeto de este trabajo. Los datos fueron extraídos de la información obrante en la publicación del mes de octubre de 2012 de la revista especializada Vivienda. Cabe destacar que en esta estimación, se contempla el beneficio normal de la empresa constructora y se excluyen los costos relativos a la compra del terreno, honorarios del proyecto, impuestos y derechos municipales de construcción.

Este modelo es un elemento de juicio, quizá una herramienta para juzgar con rapidez no solo el costo de cada ítem, sino también para determinar el programa total de inversiones y las necesidades financieras de cada etapa de la construcción (Vivienda, 2012).

La evolución desigual de los costos parciales hace que la estructura de participación porcentual cambie mes a mes.

***Tabla 4: Estructura de ponderaciones por capítulo***

Materiales	46%
Mano de obra	45.6%
Gastos generales	8.4%
<b>Nivel General</b>	100%

*Fuente: INDEC*

**Tabla 5: Estructura de ponderaciones por ítem de obra**

Obrador y Trabajos preliminares	0,0944
Movimiento de tierra	1,4105
Estructura resistente de H° A°	17,3338
Mampostería y aislaciones	12,2909
Conductos de ventilación	0,5267
Revoques	14,2198
Cielorrasos	3,6237
Contrapisos	2,0660
Pisos y Zócalos	8,6017
Techado de Azotea	0,1200
Revestimientos y Mármoles	1,8021
Carpintería, vidrios y herrería	5,8938
Ascensores	5,6297
Instalación sanitaria	7,9264
Instalación eléctrica, porteros y teléfonos	8,7513
Instalación de gas	4,9900
Pintura	4,0967
Matafuegos	0,1350
Amoblamientos de cocina	0,4875
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>

*Fuente: publicación Vivienda (oct-12)*

Prácticamente son iguales la ponderación de mano de obra y materiales para este tipo de construcciones. La variable mano de obra, indefectiblemente se va desagregando durante todo el transcurso de la obra, y su costo depende exclusivamente de los Convenios laborales vigentes. Es una variable que no se puede congelar, es decir, no se puede comprar de antemano esta fuerza laboral, por lo tanto, se deben programar las tareas de forma tal de optimizar este recurso.

Respecto de los materiales, la situación cambia, y aquí se debe prestar especial atención a aquellos rubros que tienen mayor variabilidad y son más sensibles a la

inflación. Ver Anexo 18 con aquellos rubros que han sufrido el mayor porcentual de variación anual en sus precios.

Al hacer un análisis de esta situación en forma conjunta con aquellos rubros que tienen mayor peso en la obra, como son la estructura, carpintería metálica, pinturas, instalaciones eléctricas y sanitarias, es donde la administración debe centrar sus esfuerzos en adquirir estos materiales de forma eficiente, reduciendo los costos totales.

En Anexo 19 se presenta la programación de la obra distribuida en el tiempo y las principales etapas de ejecución. El horizonte proyectado es de 24 meses.

En este esquema, se presenta un programa inicial de los tiempos en que se incurrirá en la obra, distribuido por rubros. Se observa la simultaneidad de tareas que se proyectan, que deberá planificarse cuidadosamente para que no se superpongan físicamente el personal afectado a cada una de ellas, con el fin que no se produzcan retrasos o inconvenientes que conlleven a rehacer tareas.

Si bien estos tiempos, son los adecuados y proyectados por los profesionales, hay que tener en cuenta que en el rubro de la construcción, los tiempos de ejecución muy fácilmente pueden sufrir retrasos, que en este trabajo se puede estimar de hasta seis meses.

#### **5.1.9 Cuantificación del costo de la obra**

Para establecer la magnitud de inversión necesaria para el desarrollo de este tipo de emprendimientos, en general se utiliza como unidad de medida, al metro cuadrado de obra construida (m<sup>2</sup>). El cálculo de los costos tiene un alto grado de complejidad dado la cantidad de ítem de materiales con sus respectivos cómputos de cantidades, acompañado cada uno de ellos del componente de mano de obra para su ejecución. No siendo éste el propósito del presente trabajo de investigación, el costo

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

unitario del m<sup>2</sup> de construcción, se determina con la compulsa de los valores aportados a través de entrevistas por especialistas del sector, los datos que se pueden obtener del INDEC, y la consulta de publicaciones especializadas de la construcción, en las que muchos de los profesionales apoyan sus presupuestos.

***Tabla 6: valores del m<sup>2</sup> de construcción a Octubre 2012***

<b>Origen</b>	<b>Valor en \$</b>
Entrevista especialista	\$ 4.650
INDEC	\$ 3137
Publicación Revista Vivienda	\$4.946

*Fuente: elaboración propia*

De estos valores, con base en la opinión del estudio de arquitectura y los impulsores del emprendimiento con vasta experiencia en el rubro de la construcción, se elige para la cuantificación de la inversión del proyecto el valor de \$ 4.946 por m<sup>2</sup>, con criterio de prudencia y el alto grado de apertura en las mediciones que ofrece esta publicación de Vivienda en el estudio de costos. Como se adelantó, este análisis no contiene los costos de adquisición del terreno ni gastos de proyecto, dirección y derechos municipales de construcción, los cuales se estiman en un 8 % del valor de la obra

**Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”**

---

El edificio tiene una superficie total proyectada de 4446 mt<sup>2</sup>, por lo tanto, el costo estimado de obra es de:

<b>Costo Obra = 4.446 m<sup>2</sup> x \$ 4946 = \$ 21.989.916</b>
---

El valor de adquisición del terreno con gastos incluidos es de \$ 1.150.000 y el cálculo de gastos de Proyecto y Dirección de obra, con los derechos municipales de construcción es de \$ 1.759.193. Los gastos de organización, administración, profesionales contables y escribanía están a cargo de la empresa designada como fiduciaria, correspondiendo por todo concepto, el 2% del costo de la obra, correspondiendo un importe de \$ 439.798

**Tabla 7: Monto total de Inversión**

CONCEPTO	IMPORTE
Costo de obra	\$ 21.989.916
Adquisición de terreno + gastos	\$ 1.150.000
Gastos Dirección, Proyecto y derechos municipales	\$ 1.759.193
Gastos de administración (honorarios profesionales y fiduciario)	\$ 439.798
<b>TOTAL DE INVERSION</b>	<b>\$ 25.338.907</b>

*Fuente: elaboración propia*

**Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”**

---

Con este monto, sobre la base de 4.446 mt<sup>2</sup> a construir, el valor de costo total estimado por m<sup>2</sup> asciende a \$ 5.699 (\$ 25.338.907 / 4446 m<sup>2</sup>).

De acuerdo a la estructura de ponderaciones por ítems de obra, se expone en tabla 8, la inversión necesaria en cada una de las etapas, detrayendo para su cálculo, el valor del terreno:

**Tabla 8: Inversión por etapas de obra**

<b>CONCEPTO</b>	<b>%</b>	<b>IMPORTE</b>
Obrador y Trabajos preliminares	0,0944	\$ 22.834
Movimiento de tierra	1,4105	\$ 341.185
Estructura resistente de H° A°	17,3338	\$ 4.192.857
Mampostería y aislaciones	12,2909	\$ 2.973.034
Conductos de ventilación	0,5267	\$ 127.403
Revoques	14,2198	\$ 3.439.614
Cielorrasos	3,6237	\$ 876.533
Contrapisos	2,0660	\$ 499.743
Pisos y Zócalos	8,6017	\$ 2.080.657
Techado de Azotea	0,1200	\$ 29.027
Revestimientos y Mármoles	1,8021	\$ 435.908
Carpintería, vidrios y herrería	5,8938	\$ 1.425.646
Ascensores	5,6297	\$ 1.361.763
Instalación sanitaria	7,9264	\$ 1.917.310
Instalación eléctrica, porteros y teléfonos	8,7513	\$ 2.116.844
Instalación de gas	4,9900	\$ 1.207.026
Pintura	4,0967	\$ 990.947
Matafuegos	0,1350	\$ 32.655
Amoblamientos de cocina	0,4875	\$ 117.921
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>\$ 24.188.907</b>

*Fuente: Elaboración propia*

Con esta base de apropiación por etapas y el diagrama de tiempos Gantt para la ejecución de cada una de ellas, se elaborará el flujo de fondos requeridos para llevar a cabo el emprendimiento y establecer de manera precisa los tiempos para efectuar los

desembolsos. De esta manera, los inversores pueden proyectar sus aportes o elaborar estrategias de obtención de fondos.

#### **5.1.10 Proceso constructivo y adquisición de materiales**

La construcción del edificio estará a cargo de una empresa constructora que es propiedad de una parte de los inversores e impulsores del proyecto. La administración es por cuenta del Fideicomiso, así como también la adquisición de materiales. De esta manera, se puede elegir los proveedores y momentos oportunos para efectuar las compras. Es la administradora fiduciaria, la encargada del manejo, cuidado y control de los recursos.

En la figura del Fideicomiso, el fiduciario es el responsable ante los fiduciantes y debe efectuar rendiciones de cuentas de los ingresos y egresos de fondos. En la compra de materiales, se deberán solicitar al menos tres presupuestos a proveedores reconocidos en los rubros de importancia. Asimismo cada inversor-fiduciante estará facultado a acercar aquellas propuestas de adquisición de bienes y servicios que sean de su conocimiento.

En este proyecto, dado la vasta experiencia y trayectoria en el segmento de la construcción que tienen algunos de los inversores, el poder de negociación de compra de materiales es uno de los pilares esenciales, junto al manejo de la ejecución de la obra. En virtud de la coyuntura económica que atraviesa el país, se hará hincapié en congelar los precios de aquellos productos que tienen mayor sensibilidad a la inflación, resguardando el capital de los inversores.



**5.1.11 Conclusión Viabilidad Técnica**

En este capítulo, se ha desarrollado, desde el punto de vista técnico, aquellos aspectos que hacen a la elección del terreno, su macro y micro localización, el tamaño del edificio, su presentación con planos de plantas, diseño, distribución de costos de materiales y mano de obra, el programa temporal de la obra, la cuantificación del costo e inversiones y la forma del proceso de obra y compra de materiales.

Respecto a la ubicación y elección del terreno, se puede destacar que se emplaza a muy pocas cuadras del microcentro de la ciudad de Bahía Blanca, y su importante tamaño, que alcanza los 1000 m<sup>2</sup> sobre una esquina con 60 metros de frente total. Con esta base, se determina el tamaño óptimo del edificio, atendiendo a los lineamientos del Código de Planeamiento Urbano, aprovechando toda la capacidad de obra posible. Su diseño es tipo Torre y posee detalles destacados que aportan aspectos diferenciales, valorados por inversores y consumidores finales.

En base a métodos estadísticos, se estimaron los costos totales de la obra y los requerimientos de inversión, que será la base para proyectar los aportes de los inversores, junto al diagrama de tiempos de construcción. Se describió la forma adoptada para el proceso de construcción y la compra de materiales, correspondiendo la administración, al responsable fiduciario del Fideicomiso.

El proyecto se presenta viable bajo este estudio técnico efectuado, sin observar inconvenientes de importancia para su logro.

## **5.2 Estudio Económico-Financiero**

En este apartado, se desarrollará un análisis económico y financiero con base en la información detallada en todo el documento. Tiene por finalidad demostrar la existencia de recursos y fondos suficientes para llevar a cabo el emprendimiento y se obtendrá un beneficio. Permitirá determinar su viabilidad económica y financiera y estimar los resultados y rentabilidades del proyecto.

En primera instancia, se debe determinar el alcance de este estudio. El presente proyecto de inversión, tiene una vida útil limitada, ya que se trata de la construcción de un edificio de departamentos con destino a venta, o en su defecto se transfiere el dominio de la propiedad en cabeza de aquellos beneficiarios que así lo deseen, es decir que en el patrimonio del Fideicomiso, no quedarán activos residuales susceptibles de valor económico.

El horizonte elegido para el estudio, es de tres años, teniendo en cuenta los plazos establecidos para la obra, la comercialización de las unidades, entregas y adjudicación a los beneficiarios.

### **5.2.1 Requerimientos de fondos y períodos de desembolso**

La construcción del edificio tiene fecha estimada de comienzo en el mes de junio de 2013. Se utilizarán las proyecciones de costos efectuadas en el estudio técnico, junto al programa temporal de la obra, para determinar el flujo de inversiones necesarias.

Para el desarrollo del flujo de fondos, se tienen en cuenta los siguientes aspectos:

- El costo total de la obra está compuesto por: compra del terreno, compra de materiales y erogaciones de mano de obra, gastos de dirección,

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

Proyecto y derechos municipales y gastos de organización y administración representados por la fiduciaria.

- Este costo total, se ponderó de acuerdo al peso relativo que tiene cada ítem, sin tener en cuenta el valor de adquisición del terreno, que se debe erogar en el momento inicial.
- Se hizo un análisis del diagrama de tiempos de la obra y el peso relativo en el costo de cada una de esas etapas, y se concluye que para el cálculo de fondos, el 60 % del costo se incurrirá durante los primeros doce meses de obra. Se prorrateará en forma mensual estos valores.
- Al momento cero, se aportará el valor del terreno.
- No existen depreciaciones, por no existir bienes de uso capaces de ser depreciados.
- No existen valores residuales de activos, debido a que las unidades funcionales a construir, constituyen bienes de cambio que serán comercializadas durante y antes de la finalización del proyecto.
- Se estima que la venta de los departamentos se realizará durante los períodos 2014 y 2015 a un precio estimado en el Estudio Comercial de \$ 9.500 el m<sup>2</sup>.
- Para el año 2, se proyecta una venta del 40% de la obra, estimada en 1.778 m<sup>2</sup> a \$ 9.500, calculada sobre el total de m<sup>2</sup> de obra proyectada de 4.446 m<sup>2</sup>.
- Para el año 3, se proyecta la venta del 60% restante, es decir 2.668 m<sup>2</sup>.
- Se calcula el costo de comercialización en el 3%.
- Teniendo en cuenta que tanto los costos de la construcción, al igual que el valor de venta de la propiedad, ambos siguen el mismo

**Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”**

---

reacomodamiento de valores, a los fines del presente trabajo, se exponen valores homogéneos obtenidos en el mes de octubre de 2012.

Se exponen en tabla 9 los costos de construcción del proyecto, separados por año de erogación, calculados de acuerdo a las premisas expuestas.

**Tabla 9: Apertura de costos de construcción**

<b>Rubros</b>	<b>Año 1</b>	<b>Año 2</b>	<b>TOTAL</b>
Terreno	\$ 1.150.000	-	\$ 1.150.000
Construcción Obra Física (MO + M)	\$ 13.193.950	\$ 8.795.966	\$ 21.989.916
Proyecto, Dirección y Derechos municipales	\$ 1.055.516	\$ 703.677	\$ 1.759.193
Gastos Administración	\$ 263.879	\$ 175.919	\$ 439.798
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 15.663.345</b>	<b>\$ 9.675.562</b>	<b>\$ 25.338.907</b>

*Fuente: Elaboración propia*

A partir de estos datos, y de los valores recabados en el estudio de mercado sobre el valor estimado para la venta, se confecciona el flujo de caja proyectado con el horizonte de tres años, el cual determina la finalización y culminación del proyecto.

**Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”**

---

**Tabla 10: Flujo de Caja Proyectado**

<b>Rubros</b>	<b>Año 1</b>	<b>Año 2</b>	<b>Año 3</b>
Ingresos por ventas		\$ 16.891.000	\$ 25.346.000
<b>TOTAL DE INGRESOS</b>		<b>\$ 16.891.000</b>	<b>\$ 25.346.000</b>
Compra terreno	-\$ 1.150.000		
Costo de Obra física	-\$ 13.193.950	-\$ 8.795.966	
Gastos Proyecto Dirección y Derechos	-\$ 1.055.516	-\$ 703.677	
Gastos de Administración	-\$ 263.879	-\$ 175.919	
Gastos de Comercialización		-\$ 506.730	-\$ 760.380
Depreciaciones	\$ 0	\$ 0	
<b>TOTAL DE EGRESOS</b>	<b>-\$ 15.663.345</b>	<b>-\$ 10.182.292</b>	<b>-\$ 760.380</b>
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>-\$ 15.663.345</b>	<b>\$ 6.708.708</b>	<b>\$ 24.585.620</b>
Impuesto a las Ganancias			
<b>Utilidad Neta</b>	<b>-\$ 15.663.345</b>	<b>\$ 6.708.708</b>	<b>\$ 24.585.620</b>
<b>Flujo de Caja</b>	<b>-\$ 15.663.345</b>	<b>\$ 6.708.708</b>	<b>\$ 24.585.620</b>

*Fuente: Elaboración Propia*

Como se puede observar, en el primer año de vida del proyecto, el saldo de flujo de caja es negativo. Esto tiene su explicación, dado que comienza la construcción del edificio, y por estrategia comercial, no se efectuarán preventas de unidades durante este primer período, con el fin de no resignar utilidades al tener vender a un precio inferior que compense la demora de la entrega.

Se elabora la tabla 11 con los flujos mensuales requeridos para la ejecución de las obras durante esta etapa inicial. Para su determinación, dado la homogeneidad de las etapas, se efectuó un prorateo mensual en partes iguales, con la salvedad que el monto destinado al pago del terreno, se incorpora en el primer mes.

**Tabla 11: Desembolsos requeridos el primer año**

<b>AÑO 1</b>	<b>Importe</b>
<b>mes 1 (incluye compra terreno)</b>	<b>\$ 2.359.445</b>
<b>mes 2</b>	<b>\$ 1.209.445</b>
<b>mes 3</b>	<b>\$ 1.209.445</b>
<b>mes 4</b>	<b>\$ 1.209.445</b>
<b>mes 5</b>	<b>\$ 1.209.445</b>
<b>mes 6</b>	<b>\$ 1.209.445</b>
<b>mes 7</b>	<b>\$ 1.209.445</b>
<b>mes 8</b>	<b>\$ 1.209.445</b>
<b>mes 9</b>	<b>\$ 1.209.445</b>
<b>mes 10</b>	<b>\$ 1.209.445</b>
<b>mes 11</b>	<b>\$ 1.209.445</b>
<b>mes 12</b>	<b>\$ 1.209.445</b>
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 15.663.345</b>

*Fuente: Elaboración propia*

### **5.2.2 Distribución de la Inversión**

En este apartado, es importante remarcar la idea central de los emprendedores del proyecto, la cual gira en ocho inversores iniciales que adoptarán la figura de fiduciantes iniciales, y serán los encargados de proveer los recursos de fondos necesarios durante la primer etapa, hasta que se comience la venta de unidades.

El grupo de inversores, está compuesto por tres integrantes de la firma constructora que es la desarrolladora de la idea, quienes participan en forma personal, dos comerciantes personas físicas y tres profesionales: un arquitecto, un escribano y un contador público.

De acuerdo al relevamiento de mercado, y a la experiencia de los desarrolladores del proyecto, se considera oportuno el comienzo de la venta cuando la estructura del edificio y gran parte de la mampostería se encuentra construida. Este momento se produce al inicio del segundo año, y es aquí, donde los valores prácticamente son iguales a los precios de las unidades terminadas.

**Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”**

---

La inversión será en partes iguales y se presupuesta en \$ 2.000.000 para cada inversor, totalizando un importe de \$ 16.000.000 con el cual se pueda absorber el flujo de caja requerido durante el primer año de la construcción.

A partir del segundo año, el proyecto con el producido de la venta de unidades, genera un saldo positivo de caja que no hace necesario aportes adicionales, de acuerdo a lo presupuestado.

En el inicio, y de acuerdo a los desembolsos requeridos para el primer año, se distribuye los aportes de cada inversor, de la siguiente forma:

**Tabla 12: Distribución de la inversión por inversor**

	<b>Inversión Total</b>	<b>cuota inicial momento cero</b>	<b>Promedio cuotas mensuales (11 meses)</b>
<b>Inversor 1</b>	\$ 2.000.000	\$ 300.000	\$ 154.545
<b>Inversor 2</b>	\$ 2.000.000	\$ 300.000	\$ 154.545
<b>Inversor 3</b>	\$ 2.000.000	\$ 300.000	\$ 154.545
<b>Inversor 4</b>	\$ 2.000.000	\$ 300.000	\$ 154.545
<b>Inversor 5</b>	\$ 2.000.000	\$ 300.000	\$ 154.545
<b>Inversor 6</b>	\$ 2.000.000	\$ 300.000	\$ 154.545
<b>Inversor 7</b>	\$ 2.000.000	\$ 300.000	\$ 154.545
<b>Inversor 8</b>	\$ 2.000.000	\$ 300.000	\$ 154.545
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 16.000.000</b>	<b>\$ 2.400.000</b>	<b>\$ 1.236.360</b>

*Fuente: Elaboración propia*

**Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”**

---

**5.2.3 Rentabilidad del Proyecto**

Para poder analizar y visualizar la rentabilidad del proyecto se hará un Estado de Resultados proyectado en forma global para los tres años, y poder observar la Utilidad Neta Total que se estima.

**Tabla 13: Estado de Resultados proyectado del proyecto**

<b>Rubros</b>	<b>Total</b>	<b>%</b>
Ingresos por ventas	\$ 42.237.000	100,00%
<b><u>TOTAL DE INGRESOS</u></b>	<b>\$ 42.237.000</b>	100,00%
Compra terreno	-\$ 1.150.000	2,72%
Costo de Obra física	-\$ 21.989.916	52,06%
Gastos Proyecto Dirección y Derechos	-\$ 1.759.193	4,17%
Gastos de Administración	-\$ 439.798	1,04%
Gastos de Comercialización	-\$ 1.267.110	3,00%
Depreciaciones	\$ 0	
<b><u>TOTAL DE EGRESOS</u></b>	<b>-\$ 26.606.017</b>	62,99%
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>\$ 15.630.983</b>	37,01%
Impuesto a las Ganancias	\$ 0	
<b><u>Utilidad Neta</u></b>	<b>\$ 15.630.983</b>	37,01%
<b><u>RENTABILIDAD PROYECTO</u></b>	<b>58,75%</b>	

*Fuente: Elaboración propia*

La rentabilidad del proyecto arroja un 58,75% calculado en base a la Utilidad Neta / Total de Egresos en los tres años de duración del proyecto.



**5.2.4 Valor Actual Neto (VAN) y Tasa Interna de Retorno (TIR)**

Para evaluar con mayor grado de análisis la oportunidad de llevar adelante el emprendimiento, es necesario practicar, además de los cálculos ya expuestos de Utilidad Neta y rentabilidad del proyecto, aquellos indicadores representados por el VAN (Valor Actual Neto) y la TIR (Tasa Interna de Retorno).

Estos indicadores se encuentran desarrollados en el Capítulo 2 del presente trabajo de investigación. El VPN (*Valor Presente Neto*) o VAN (*Valor Actual Neto*): es la diferencia entre el valor de mercado de una inversión y su costo (Ross, Westerfield, & Jordan, 2006).

El criterio de aceptación, será si su valor es positivo. Este indicador, reconoce el valor del dinero en el tiempo, expresado por una tasa de descuento que representa el costo de oportunidad para los inversores, al inmovilizar su capital. El proyecto inmobiliario tiene un riesgo de inversión que se considera muy bajo, y por tal motivo, se utilizará una tasa de descuento equivalente a la que se podrá obtener en plazo fijo a 365 días en bancos locales, ya que no existen para los inversores proyectos alternativos de inversión. Se utilizará una tasa del 20%, que se podría obtener en plazos fijos a largo plazo (más de 365 días) teniendo en cuenta el monto de cada inversor (\$ 2.000.000).

La TIR de una inversión es el rendimiento requerido que da como resultado un VPN o VAN de cero cuando se usa como tasa de descuento (Ross, Westerfield, & Jordan, 2006).

Regla de la TIR: una inversión es aceptable si la TIR es superior al rendimiento requerido. Caso contrario debería ser rechazado.

Para calcular el VAN, se partirá del Flujo de Caja proyectado para los tres años, descontando estos valores a la tasa requerida por los inversores. Con los mismos valores, se buscará la TIR que indique una tasa de descuento que haga “cero” el VAN.

*Tabla 14: Indicadores financieros VAN y TIR*

	<b>Año 1</b>	<b>Año 2</b>	<b>Año 3</b>
<b>Flujo de Caja</b>	-\$ 15.663.345	\$ 6.708.708	\$ 24.585.620
<b>Flujos Descontados (d=20%)</b>	-\$ 13.052.788	\$ 4.658.825	\$ 14.227.789
<b>VAN</b>	<b>\$ 5.833.827</b>		
<b>TASA INTERNA DE RETORNO (TIR)</b>	<b>49%</b>		

*Fuente: Elaboración propia*

El VAN arroja un resultado positivo, que indica que los inversores obtendrán un plus por sobre la inversión alternativa de riesgo equivalente a la que renunció por invertir en el proyecto. El cálculo de la TIR dio como resultado el 49%, superando con un buen margen la tasa utilizada para la evaluación del 20%.

Ambos indicadores muestran que los flujos de caja proyectados positivos son mayores a los negativos de inversión. Bajo estos preceptos, el proyecto es viable.

### **5.2.5 Rentabilidad de la inversión**

Este indicador, representa la tasa de rentabilidad obtenida sobre la inversión efectivamente desembolsada desde el punto de vista de los inversores. Su cálculo se obtiene del cociente Utilidad Neta / Inversión

$$\text{R Inv} = 15.630.983 / 16.000.000 = 97.69\%$$

Para el período de tres años del proyecto se estima que la rentabilidad que obtienen los inversores sobre su capital invertido, alcanza el 97,69 %.

### **5.2.6 Análisis de Sensibilidad y Riesgo**

Siempre se cuenta con el elemento de incertidumbre al hacer un estudio económico proyectado a futuro. Con el objeto de facilitar la toma de decisiones y poder observar de manera inmediata las ventajas y desventajas del proyecto, se complementa este estudio con un análisis de sensibilidad y riesgo.

Para este análisis, se van a plantear tres tipos de escenarios posibles:

- **Probable:** es el cual se ha estado trabajando y proyectado los cálculos.
- **Pesimista:** se modifican las variables en forma negativa.
- **Optimista:** se modifican las variables en forma positiva.

En este proyecto de inversión, las variables principales que condicionan el flujo de caja proyectado, están dadas por el aumento posible de costos y nivel de actividad económica reflejado en las ventas. Aquí se va a determinar que grado de sensibilidad tiene la Tasa Interna de Retorno (TIR) y el Valor Actual Neto (VAN) ante cambios proyectados en las variables.

En el escenario probable, se utiliza los valores proyectados.

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

En el escenario pesimista, se proyecta por un lado un aumento en los costos de un 15 %, incrementando los flujos negativos, de acuerdo al índice de Variación de precios de la Cámara Argentina de la Construcción junto a un estancamiento de la actividad, en base a las expectativas negativas reflejadas por los operadores inmobiliarios en las encuestas del CREEBBA, con una disminución del 10% del valor de venta por m<sup>2</sup>, repercutiendo directamente en menores flujos positivos.

Para el escenario optimista, y con base en las expectativas positivas de los especialistas del sector inmobiliario en Bahía Blanca, que se observan en los estudios del CREEBBA, se trabajará en la posibilidad de un aumento de la actividad económica que incida en el precio, incrementando el valor de venta en un 10 %, incidiendo en aumentos de los flujos positivos. Aquí los costos no sufren cambios.

***Tabla 15: Análisis de sensibilidad***

	<b>Año 1</b>	<b>Año 2</b>	<b>Año 3</b>
<b>Escenario Probable</b>	-\$ 15.663.345	\$ 6.708.708	\$ 24.585.620
<b>VAN (20%)</b>	<b>\$ 5.833.827</b>		
<b>TIR</b>	<b>49%</b>		
<b>Escenario Pesimista</b>	-\$ 17.229.680	\$ 3.618.947	\$ 22.127.058
<b>VAN (20 %)</b>	<b>\$ 307.462</b>		
<b>TIR</b>	<b>21%</b>		
<b>Escenario Optimista</b>	-\$ 15.663.345	\$ 8.347.135	\$ 26.232.857
<b>VAN (20%)</b>	<b>\$ 7.924.885</b>		
<b>TIR</b>	<b>59%</b>		

*Fuente: Elaboración propia*

Haciendo un análisis de esta tabla, se observa que el proyecto es viable en todos los escenarios, si bien en el pesimista la TIR, casi iguala la tasa requerida por los inversores. En el ámbito probable y optimista, los indicadores superan con amplitud el costo de oportunidad del 20% de la inversión.

Aquí se muestra el comportamiento que tiene el proyecto ante diferentes cambios en las variables que inciden en los flujos del proyecto, utilizando una variable de riesgo por invertir del 20%, la cual se considera elevada, aportando estos resultados mayor seguridad para los inversores.

#### **5.2.7 Conclusión estudio económico financiero**

En este estudio, se ha utilizado en forma sistematizada, la información recabada a lo largo de todo el documento, y representa el principal análisis de la evaluación del negocio. En definitiva, es la exposición de los beneficios que el proyecto ofrece a futuro.

En la evaluación se determinó en primer lugar el horizonte del proyecto, que por las características propias se estableció en tres años, se proyectaron los requerimientos de fondos necesarios y sus períodos de desembolso, cuyos egresos se prevén un 60% el primer año y 40% el segundo año de obra.

A partir de allí y con el relevamiento de mercado practicado, se estableció el precio de venta de las unidades utilizando como unidad de medida el m<sup>2</sup>, y ya con estos datos se confeccionó el Flujo de Caja Proyectado total para los tres años. El primer período arroja saldo negativo, por tratarse de las inversiones iniciales, y establecer una estrategia de no comercializar unidades hasta el segundo año. A partir del segundo y tercer año, estos saldos de caja son positivos.

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

Se practicó la distribución de la inversión para los inversores, que determina una cuota inicial de \$ 300.000 y once cuotas mensuales promedio de \$154.545.

Con toda la información, se elaboró el Estado de Resultados Total del proyecto, que arroja una Utilidad Neta de \$ 15.630.983 y una Rentabilidad de 58,75%.

Se evaluaron distintos indicadores financieros para evaluar la viabilidad del proyecto. El Valor Actual Neto (VAN) tiene signo positivo y es de \$ 5.833.827 calculado a una tasa de descuento de 20%. La Tasa Interna de Retorno (TIR) se representa en el 49%, es decir, 29 puntos por encima de la tasa requerida por los inversores.

La rentabilidad calculada en base a la inversión es de 97,69% para los tres años.

Para finalizar, se efectuó un análisis de sensibilidad en distintos escenarios: probable, pesimista y optimista. En el escenario pesimista, el VAN es de \$ 307.462 y la TIR de 21%, siendo esta cercana a la tasa de descuento, en el escenario optimista, el VAN es de \$ 7.924.885 y una TIR de 59 %, ubicada 39 puntos por sobre la tasa de descuento.

Los valores estimados en esta evaluación, se hayan dentro de las reglas de aceptación de proyectos, concluyendo el presente trabajo de investigación y determinando la viabilidad del proyecto de inversión para la construcción de un edificio de departamentos en la ciudad de Bahía Blanca.

# **Capítulo 6**

*Conclusiones finales y*

*Recomendaciones*

## **6. Conclusiones finales y Recomendaciones**

### **6.1 Conclusiones Finales**

En este estudio, se realizó una evaluación de prefactibilidad de un proyecto de inversión consistente en la construcción de un edificio de departamentos en el macrocentro de la ciudad de Bahía Blanca. Se analizaron las etapas de estudio y relevamiento de mercado, viabilidad legal, aspectos tributarios, viabilidad ambiental, estudio técnico y estudio económico financiero. Las conclusiones son las siguientes:

- En el estudio de mercado, se pudo determinar que el proyecto de inversión es factible. Si bien la situación del país no es ajena al rubro de la construcción, se analizó que la cantidad de permisos y superficies proyectadas ha ido en paulatino aumento.

En la región de Bahía Blanca, la industria de la construcción ha sido impulsora permanente de la economía. Una mención especial, merece las restricciones impuestas por el gobierno nacional a la compra de moneda extranjera. Los ahorristas, al no poder acceder al dólar, y la constante pérdida del poder adquisitivo del peso, han colocado a la inversión inmobiliaria dentro de sus prioridades de inversión con el fin de mantener y valorizar su patrimonio.

En conclusión, la situación en que se encuentra el mercado actual bajo los supuestos de este trabajo, es favorable para el desarrollo del proyecto.

- En el estudio de viabilidad legal, se estudió la forma que puede adoptar la figura jurídica para llevar adelante el emprendimiento. De un primer análisis fueron descartadas las sociedades de personas, por la desventaja de la responsabilidad de los integrantes y la afectación del patrimonio. Se centró el estudio en la composición de una Sociedad Anónima, un Consorcio de Propietarios o de un



Fideicomiso Inmobiliario, y se concluye que el Fideicomiso Inmobiliario es la mejor alternativa para realizar este proyecto. Los aspectos salientes de esta elección del Fideicomiso son: los procedimientos de constitución y liquidación son mucho más ágiles y tienen menor costo, se permite el pago de utilidades a lo largo del proyecto, sin necesidad de balance aprobado con utilidades líquidas y realizadas, se tiene la certeza y seguridad que los aportes realizados solo serán utilizados para la concreción de la inversión objeto del contrato. Y quizá una de los conceptos más importantes, es que los bienes fideicomitidos se encuentran exentos de acciones de los acreedores tanto del fiduciante como del fiduciario. En conclusión, para proyectos de inversión de corto y mediano plazo, donde los participantes no pretenden permanencia, la mejor herramienta es el Fideicomiso.

- Desde el punto de vista tributario, la figura del Fideicomiso Inmobiliario, no debe generar grandes expectativas de aspectos impositivos, siempre hay que tener muy en cuenta y ser cuidadosos en el negocio subyacente que se emprende para no generar superposiciones de cargas ni omisiones. Es sujeto del Impuesto a las ganancias si los fiduciantes no son los beneficiarios y en el caso que los fiduciantes sean los beneficiarios, éstos serán los responsables del impuesto a las ganancias o impuesto a la transferencia de inmuebles, según la calidad del sujeto.
- Desde el punto de vista organizacional, el proyecto no ofrece ninguna dificultad, debido a la participación de una sociedad anónima encargada de la administración fiduciaria de los recursos, y encargada de la totalidad de la administración y contratación de servicios.

- En el estudio ambiental, al tratarse de un proyecto para la construcción de un edificio, está sujeto desde la concepción misma del proyecto edilicio, a una innumerable cantidad de normas, regulaciones, exigencias, por parte de todos los organismos y actores sociales que mediante su habilitación o aprobación, contribuyen a que el proyecto sea viable desde el punto de vista ambiental. Se brinda de esta forma tranquilidad y seguridad jurídica, que bajo estos requisitos, no se lesionan derechos de terceros.
- En el estudio técnico, el estudio se presenta viable, sin observar inconvenientes para su logro. Aquí se analizó la localización del proyecto, el tamaño óptimo del edificio, su diseño, cuantificación de los costos y un programa temporal de ejecución de obra. Con métodos estadísticos, se estimaron los costos totales de la obra y los requerimientos de inversión, lo cual fortalece y brinda el sostén para la proyección de los flujos de fondos.
- En la evaluación económica financiera, este estudio muestra indicadores y flujos muy atractivos para los inversores, siempre teniendo en cuenta la inversión a realizar y el riesgo que los inversores están dispuestos a asumir. En el escenario probable se estima un VAN de \$5.833.827. La TIR se representa en un 49%. La tasa de descuento utilizada para representar el costo de oportunidad de los inversores, es del 20%. Aún en el escenario pesimista, estimando subas en los costos y disminución en el valor de ventas, el proyecto se presenta viable con una TIR del 21% y un VAN de \$ 307.462.

La rentabilidad calculada en base a la inversión es de 97,69% para los tres años.

**6.2 Recomendaciones**

- Se recomienda llevar a cabo la realización del proyecto de inversión para la construcción de un edificio de departamentos “Edificio Ría Plaza” en el macrocentro de la ciudad de Bahía Blanca, bajo los supuestos del presente estudio de investigación.
- Se recomienda para su implementación, la constitución de un Fideicomiso Inmobiliario, en el cual los fiduciantes adquieran el carácter de beneficiarios, que llevará a un ahorro de aspectos impositivos.
- Se recomienda el uso de técnicas de mercadeo y publicidad para atraer a potenciales inversores o consumidores finales.

En base a los estudios realizados en el presente trabajo y bajo las hipótesis analizadas se puede afirmar que el proyecto es viable y presenta una excelente oportunidad de inversión, rentable y de bajo riesgo.

**Bibliografía**

- Argentinaturismo (2012), recuperado de <http://argentinaturismo.com.ar>
- CREEBBA (Centro Regional Estudios Económicos Bahía Blanca Argentina), (2012), recuperado de: <http://www.creebba.org.ar/>
- El Justiniano (2012), recuperado de:  
[http://www.justiniano.com/revista\\_doctrina/directores.htm](http://www.justiniano.com/revista_doctrina/directores.htm)
- FAURE, D. (2008). Fideicomisos: Aspectos generales, impositivos y contables. Argentina: Aplicación Tributaria S.A.
- Fayol, H. (1916). Administration Industrielle et Générale; prévoyance, organisation, commandement, coordination, controle. París: Dunod.
- Fontaine E.R. (2005). Evaluación social de proyectos. Chile: Editorial Alfaomega.
- Goncalves, A (2000). Fundamentos del clima organizacional. Sociedad Latinoamericana para la calidad.
- Gosur (2012). Recuperado el 8 de octubre de 2012:  
<http://www.gosur.com/es/argentina/buenos-aires-mapa/>
- IERIC (2012). Informe de la coyuntura de la construcción.
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, recuperado el 8 de octubre de 2012 de: [www.Indec.gov.ar](http://www.Indec.gov.ar)
- Interpatagonia (2012), recuperado el 8 de octubre de 2012 de:  
[www.interpatagonia.com/bahiablanca/historia.html](http://www.interpatagonia.com/bahiablanca/historia.html)
- Koontz H y Wehrich, H. (2007). Elementos de Administración. México. McGraw-Hill.

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

- Municipalidad de Bahía Blanca (2012), recuperado de:  
<http://bahia blanca.gov.ar>
- Pertierra Cánepa, Francisco M. y Gómez de la Lastra, Manuel. (2010). Vehículos innovadores para desarrollar proyectos productivos. Buenos Aires, Documentos de Trabajo N° 423 Universidad del Cema.
- Porter, M. (1991). Estrategia Competitiva. México: Cía Editorial Continental.
- Reporte Inmobiliario (2012), recuperado de [www. reporteinmobiliario.com.ar](http://www.reporteinmobiliario.com.ar)
- Rianet (2012), recuperado el 8 de octubre de 2012 de:  
<http://www.rianea.com.ar/index.php/ciudad/bahia-blanca>
- Ross S. Westerfield R. y Jordan B. (2006). Fundamentos de Finanzas Corporativas. México: McGraw-Hill.
- Sapag Chain, N y Sapag Chain, R (1989). Preparación y Evaluación de Proyectos. México: Segunda Edición. McGraw-Hill.
- Sapag Chain, N y Sapag Chain, R (2007). Preparación y Evaluación de Proyectos. México: Quinta Edición. McGraw-Hill.
- Senado y Cámara Diputados de la Nación. (1869). Ley 340 – Código Civil y Comercial
- Senado y Cámara Diputados de la Nación. (1994). Ley 24.441 – Fideicomisos.
- Sociedades Civiles y Comerciales (2010). Guía de Estudio. Argentina: Editorial Estudio.
- Solanet, M, Cozzetti, A, Rapetti, E. (1984). Evaluación económica de proyectos de Inversión. Argentina: Librería “El Ateneo” Editorial.
- Vivienda (2012), Edición N° 603. Argentina: Buenos Aires.
- Wikipedia, recuperado el 8 de octubre de 2012 de:  
[es.wikipedia.org/wiki/Arquitectura\\_de\\_la\\_Ciudad\\_de\\_Bahia\\_Blanca](http://es.wikipedia.org/wiki/Arquitectura_de_la_Ciudad_de_Bahia_Blanca)

**Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”**

---

**Anexo 1: Bahía Blanca en cifras: Dimensión**

<b>PARÁMETRO</b>	<b>CANTIDAD</b>	<b>FUENTE</b>
Población (partido)	302 mil habitantes	CENSO 2010 – INDEC
Viviendas (partido)	127 mil	CENSO 2010 – INDEC
Nueva construcción	290 mil m2	Año 2011 - Mun. B.Bca
Parque automotor	150 mil vehículos	Año 2011 - DNRPA - ACARA
Embarques Puerto Ing. White	15 millones toneladas	Año 2011 – CGPBB
Depósitos totales (partido)	2.900 millones pesos	A Dic 2011 – BCRA
Préstamos totales (partido)	1.800 millones pesos	A Dic 2011 – BCRA
Población ocupada	134 mil personas	4to trim. 2011 - INDEC - EPH
Gasto devengado municipal	732 millones pesos	Año 2011 - Mun. B.Bca
Aporte Complejo Petroquímico	800 millones pesos	Año 2011 – CREEBBA
Ventas automóviles cero km	7.900 unidades	Año 2011 – ACARA
Exportaciones Aduana Bahía Blanca	4.720 millones dólares	Año 2011 - INDEC/ADUANA

Fuente: CREEBBA

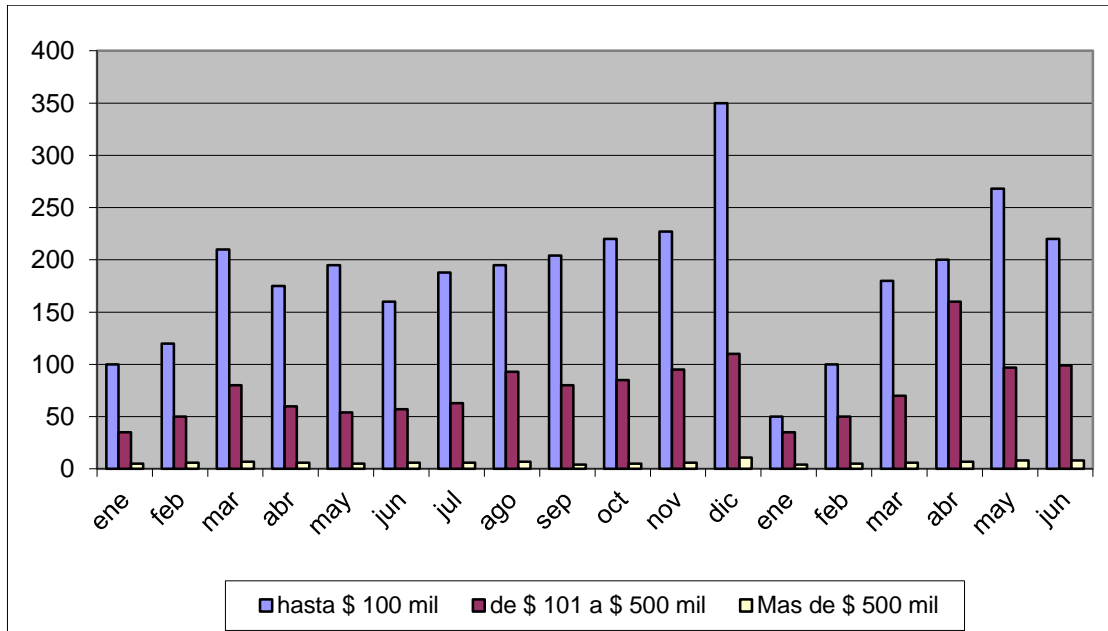
**Anexo 2: Bahía Blanca en cifras: Jerarquía**

<b>VARIABLES</b>	<b>Fecha</b>	<b>Bahía Blanca</b>	<b>% Part. En el país</b>	<b>Posición en ranking per cápita</b>
Población	Año 2010	301.572	0,75%	14°
Hogares (habitantes por hogar)	Año 2010	105.342	0,87%	2°
Patentamientos	Año 2011	7.862	0,91%	4°
Depósitos totales (millones \$)	Al 31/12/2011	2.718	0,58%	8°
Préstamos totales (millones \$)	Al 31/12/2011	1.746	0,55%	9°

Fuente: CREEBBA, INDEC, DNRPA y BCRA

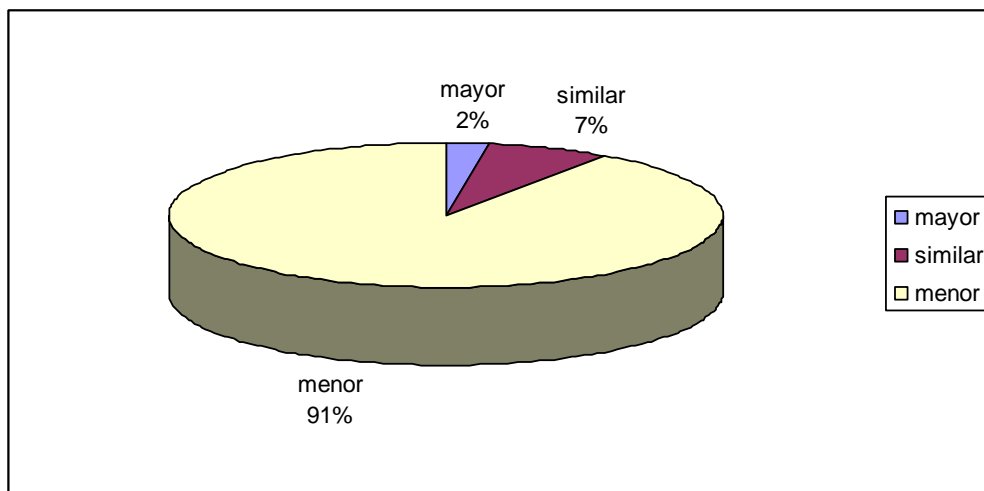
**Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca "Edificio Ría Plaza"**

**Anexo 3: Cantidad de actos por rango de montos Período enero 2010 – junio 2011**



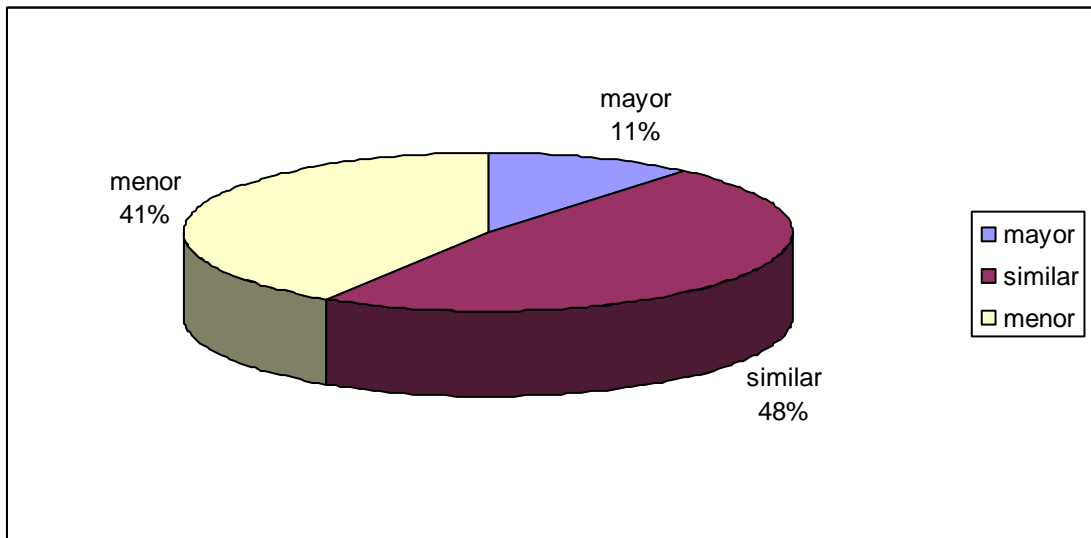
Fuente: CREEBBA

**Anexo 4: Nivel de Compraventa de inmuebles: Variación interanual agosto 2011 – julio 2012**

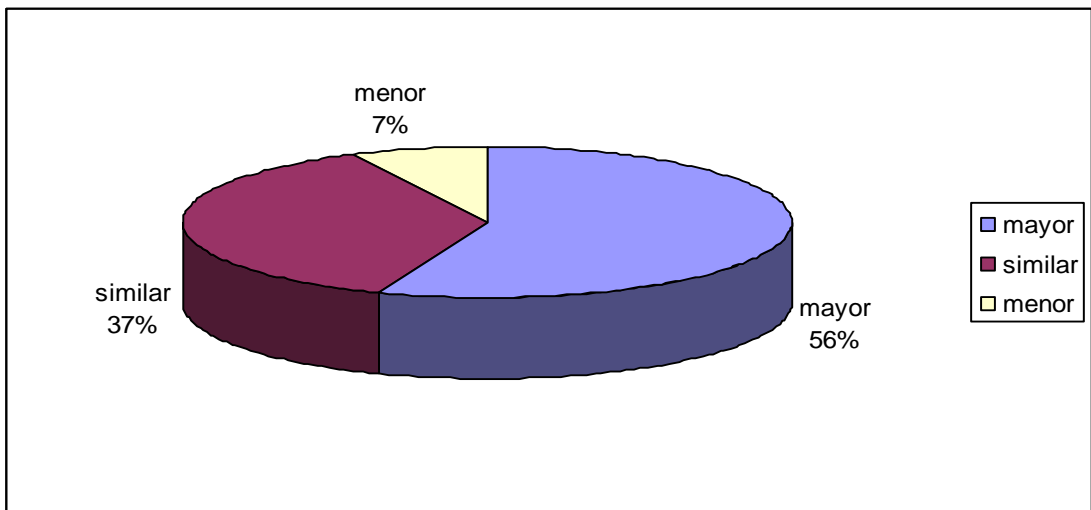


Fuente: CREEBBA

*Anexo 5: Contratos de Alquiler: Variación interanual agosto 2011 – julio 2012*



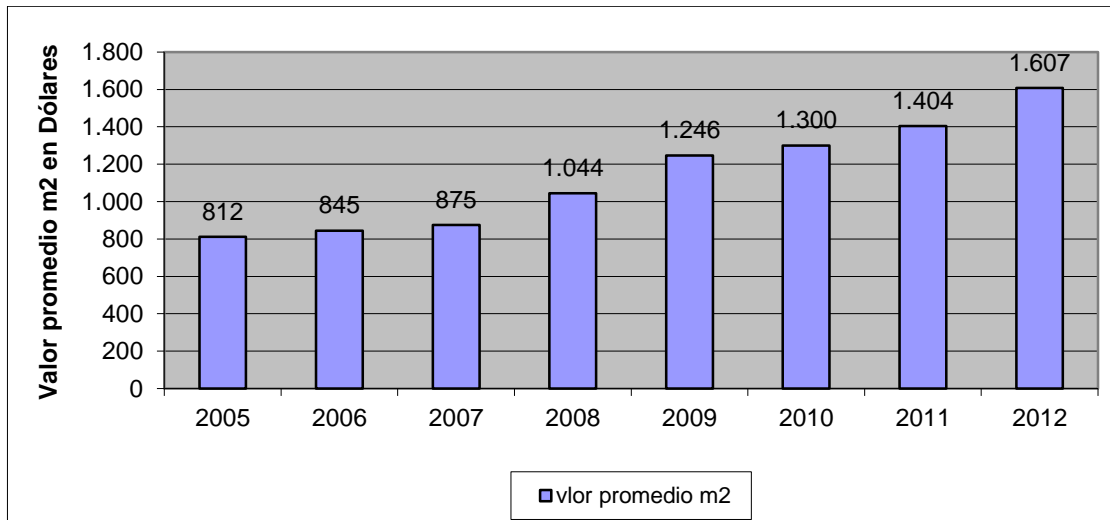
*Anexo 6: Precios de Inmuebles en U\$: Variación interanual agosto 2011 – julio 2012*



Fuente: CREEBBA

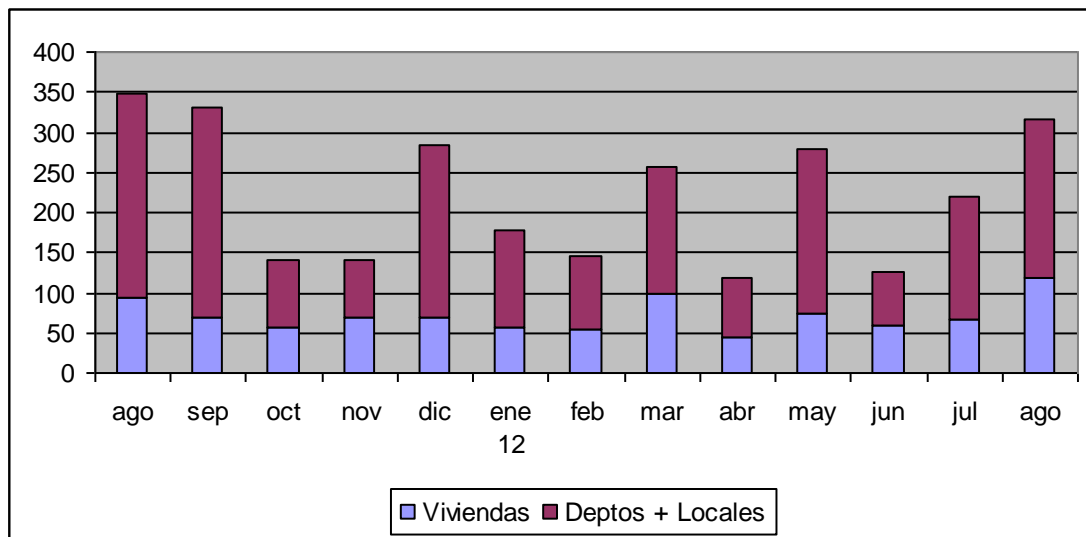


**Anexo 7: Valores promedio anual en Dólares de viviendas a estrenar**



*Fuente: IERIC- Informe agosto 2012*

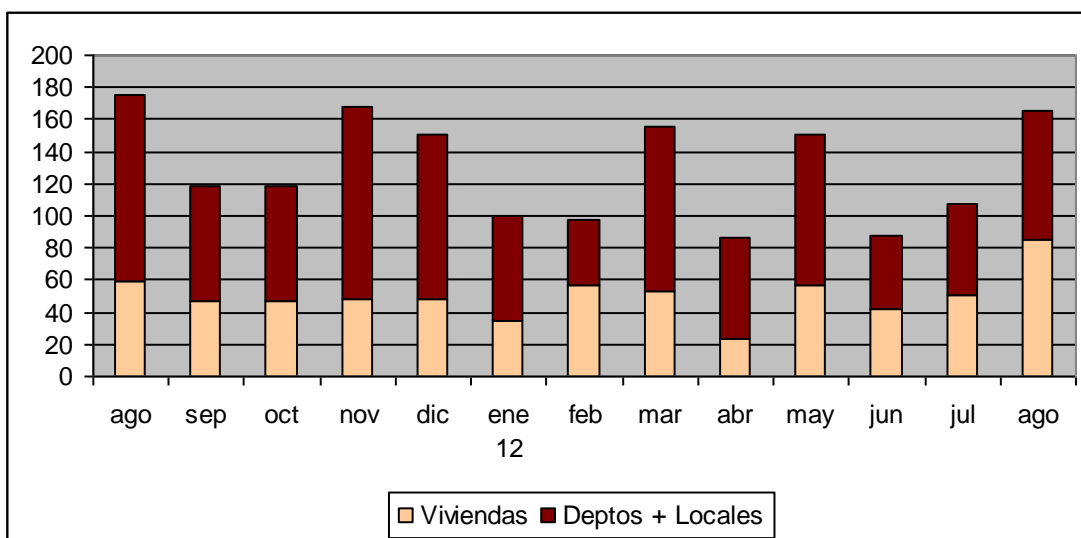
**Anexo 8: Construcción en Bahía Blanca: Cantidad de permisos agosto 2011 – agosto 2012. Índice Base: Enero 2011= 100**



*Fuente: CREEBBA informe al mes de agosto 2012*

**Anexo 9: Construcción: Superficie agosto 2011 – agosto 2012**

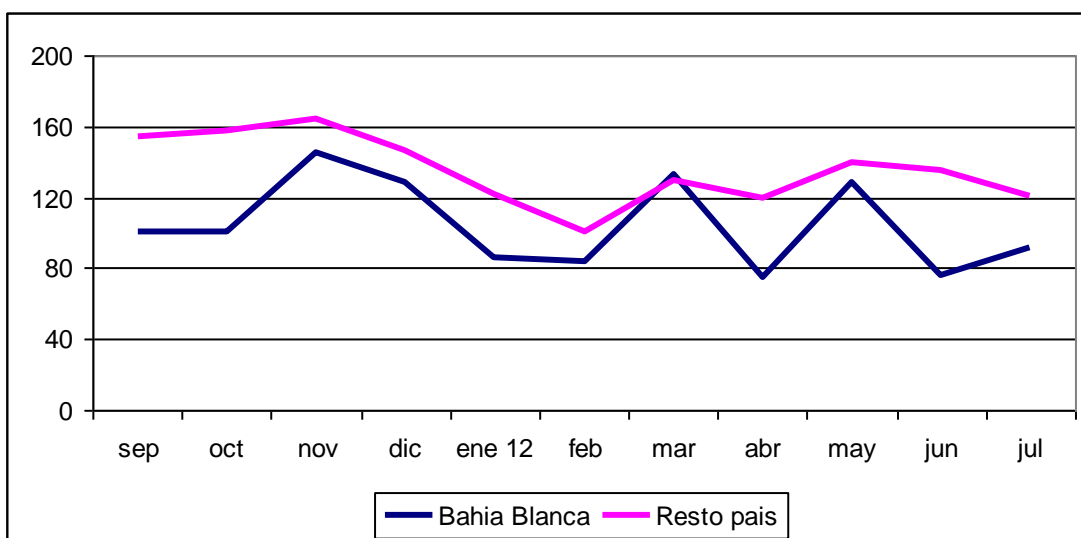
**Índice Base: Enero 2011= 100**



*Fuente: CREEBBA informe al mes de agosto 2012*

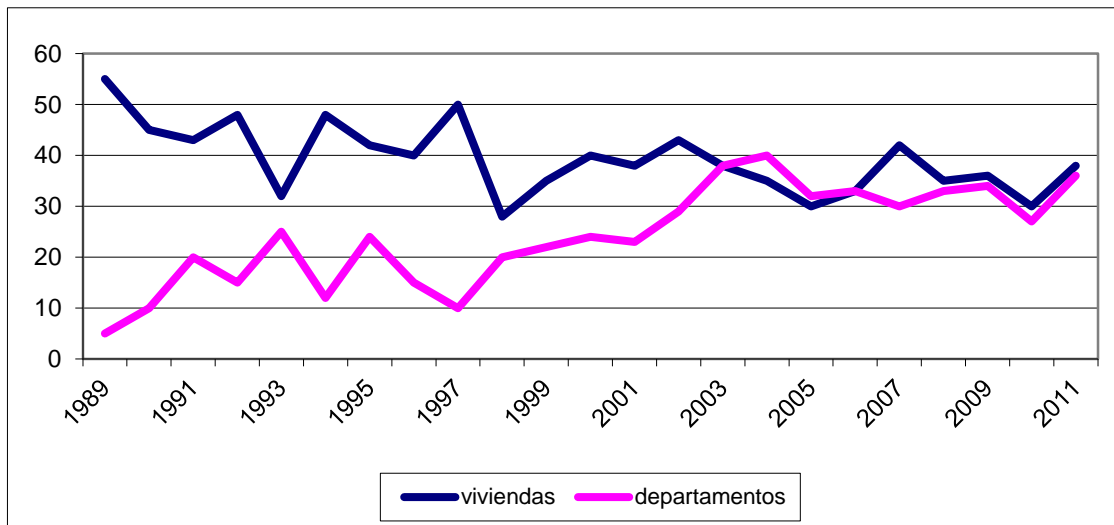
**Anexo 10: Construcción: Superficie Autorizada septiembre 2011 – agosto 2012.**

**Índice Base: Enero 2011= 100**



*Fuente: CREEBBA informe mes de agosto 2012*

*Anexo 11: Viviendas y Departamentos: Participación en la superficie proyectada total a junio 2012*



*Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Municipalidad de Bahía Blanca – Departamento de Contralor de Obras Particulares*

**Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”**

**Anexo 12: Índice de Variación De Costo de un Edificio Tipo de la Cámara**

**Argentina de la Construcción**

*Fuente: Elaboración Propia en base a datos de la Cámara Argentina de la*

2012	DENOMINACION	INDICADOR CAC		
		INDICE Base = 100 Dic 01	VARIACION EN %	
			mes anterior	Acumulado Anual
ENERO	Costo de construcción	<b>1015,70</b>	4,30%	4,30%
	Materiales	<b>898,70</b>	1,20%	1,20%
	Mano de obra	<b>1147,30</b>	7,20%	7,20%
FEBRERO	Costo de construcción	<b>1021,30</b>	0,60%	4,90%
	Materiales	<b>909,30</b>	1,20%	2,40%
	Mano de obra	<b>1147,30</b>	0,00%	7,20%
MARZO	Costo de construcción	<b>1026,50</b>	0,50%	5,40%
	Materiales	<b>919,10</b>	1,10%	3,50%
	Mano de obra	<b>1147,30</b>	0,00%	7,20%
ABRIL	Costo de construcción	<b>1038,00</b>	1,10%	6,60%
	Materiales	<b>934,10</b>	1,60%	5,20%
	Mano de obra	<b>1154,90</b>	0,70%	7,90%
MAYO	Costo de construcción	<b>1018,50</b>	-1,90%	4,60%
	Materiales	<b>950,10</b>	1,70%	7,00%
	Mano de obra	<b>1095,40</b>	-5,10%	2,40%
JUNIO	Costo de construcción	<b>1135,40</b>	11,50%	16,60%
	Materiales	<b>964,70</b>	1,50%	8,70%
	Mano de obra	<b>1327,50</b>	21,20%	24,10%
JULIO	Costo de construcción	<b>1244,30</b>	9,60%	27,80%
	Materiales	<b>978,20</b>	1,40%	10,10%
	Mano de obra	<b>1543,70</b>	16,30%	44,30%

*Construcción, agosto 2012*

*Anexo 13: Modelo contrato de adhesión a un consorcio de construcción*

**CONSORCIO PARA CONSTRUCCIÓN, CONTRATO DE ADHESIÓN**

Entre . . . . . , con Documento . . . . . y domicilio en . . . . . , denominado en adelante "El Consorcionista", y . . . . . , con Documento . . . . . . . . . y domicilio en . . . . . , denominada en adelante "La Constructora"; se celebra el presente Contrato, el cual se registrá por las siguientes cláusulas, y en general por las normas legales vigentes :

**PRIMERA:** Se conviene el presente Contrato, a efectos de la construcción de un Edificio a erigirse en el terreno propiedad de . . . . . , ubicado en . . . . . , designado como Lote N° . . . . . , de la Manzana . . . . . , Sección . . . . . , Circunscripción. . . . . , Partido. . . . .

**SEGUNDA:** Le corresponderá al Consorcionista una vez finalizada la Obra, la unidad . . . . . , del . . . . . piso del Edificio a construirse.

**TERCERA:** Tendrá a su cargo la Administración la totalidad de las tareas de organización, administración y dirección de la Obra, incluyendo la contratación de profesionales, empresas, personal, subcontratistas, compra de materiales y todo lo necesario para cumplir el objeto del presente Contrato.

**CUARTA:** Se estima que al día . . . . . , el costo total de la unidad asciende a la suma de \$ . . . . . (Son Pesos . . . . . ), importe que serán integrado por el Consorcionista de conformidad con el siguiente detalle: . . . . .

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

**QUINTA:** La participación del Consorcionista en la copropiedad del terreno y de los bienes de uso común del Edificio y pagos señalados precedentemente, se fijan en el . . . . . % del valor del inmueble.

**SEXTA:** Se tomará por firme este porcentual y registrá hasta la fecha de inscripción del Reglamento de Copropiedad y Administración, y a partir de ese momento registrá el porcentual que dicho Reglamento establezca.

**SEPTIMA:** En consideración de la necesaria contribución y colaboración de todos los consorcistas para la ejecución normal de la Obra, se conviene que el Consorcionista deberá pagar puntualmente las cuotas convenidas en el domicilio de la Administración y/o donde ésta indique, en el futuro.

**OCTAVA:** Lo hará incurrir en mora al Consorcionista sin necesidad de requerimiento o intimación de cualquier naturaleza, la falta de pago de una sola de las cuotas mensuales.

**NOVENA:** Se otorgará por ante el Escribano que designe la Administración, la Escritura traslativa de dominio por la parte indivisa que adquirió el Consorcionista, resultando a cargo del Consorcionista, todos los gastos, impuestos y honorarios que devengue dicha escrituración.

**DECIMA:** Faculta plenamente a la Administración a dar por rescindido de pleno derecho este acuerdo sin plazo ni prórroga de ninguna naturaleza; la mora del Consorcionista.

**UNDECIMA:** En este caso caducarán automáticamente los derechos del Consorcionista, debiendo integrar el Consorcio un nuevo Consorcionista.

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

**DUODECIMA:** Serán reintegradas las sumas que hayan sido entregadas por el Consorcista a éste, sin interés de ninguna naturaleza, en . . . . . ( . . . . . ) cuotas iguales, mensuales y consecutivas a partir del día en que se obtenga el Certificado Final de la Obra, previa deducción del cinco (5%) por ciento del monto, que se aplicará a los gastos de administración.

**DECIMATERCERA:** El plazo estimativo de entrega de la Obra se prevé para el mes de . . . . . de . . . . .

**DECIMACUARTA:** El plazo precedentemente señalado es meramente indicativo, pudiendo prorrogarse en caso de falta de materiales, huelgas, mal tiempo o cualquier otro factor ajeno a la Administración.

**DECIMAQUINTA:** Queda establecido que es de indivisión forzosa hasta la terminación de la Obra, el condominio que se establece entre los Consorcistas.

**DECIMASEXTA:** Se aclara que serán a cargo del Consorcio además de la construcción de la Obra, los siguientes gastos: . . . . .

**DECIMASEPTIMA:** Además se deja expresamente establecido que si por cualquier causa emergente de la construcción del edificio que se encomienda a la Administración por este Contrato, ésta o cualquiera de sus integrantes se viera demandado, todos los gastos, honorarios y sumas que por cualquier concepto debieran abonar, serán a cargo exclusivo del Consorcio.

**DECIMAOCTAVA:** Serán equivalentes los honorarios al veinte por ciento (20%) de todas las sumas invertidas en la Obra incluida la compra del terreno; estableciéndose que dicha suma será percibida por la Administración mensualmente.

***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

**DECIMANOVENA:** La cesión o transferencia del presente Contrato sin la conformidad expresa de la Administración, queda expresamente prohibida al Consorcio.

**VIGESIMA:** Luego de terminado el edificio, la Administración podrá optar por ejercer la administración del mismo, por un período de . . . . . ( . . . . . ) años, cobrando en ese caso los honorarios abonados en plaza.

**VIGESIMAPRIMERA:** Será otorgada al Consorcista la posesión, cuando el inmueble se encuentre terminado y esté en condiciones de suscribir, con la garantía de la unidad que se le adjudique un gravamen hipotecario a favor de quien pudiera corresponder, si existiera deuda pendiente de pago.

**VIGESIMASEGUNDA:** La Administración se compromete a remitir a los Consorcistas, todos los meses, un informe de los fondos recaudados y su distribución.

**VIGESIMATERCERA:** A los efectos de la revisión de las cuentas, los Consorcistas deberán unificar personería en una Comisión Revisora de no más de tres (3) miembros, únicamente ante los cuales la Administración dará las explicaciones necesarias.

**VIGESIMACUARTA:** Deberá hacerlo saber a la Comisión Revisora, en caso de discrepancia del Consorcista con las liquidaciones que se le presenten, la cual deberá hacer el reclamo correspondiente a la Administración dentro de los cinco (5) días corridos de recibida la liquidación. Vencido dicho plazo, la misma se dará por aceptada.

**VIGESIMAQUINTA:** Para el caso de controversia judicial, se conviene que el Consorcista renuncia expresamente y no podrá solicitar medidas precautorias ni



***Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”***

---

administrativas de ninguna naturaleza, que directa o indirectamente pudieran afectar la terminación de la Obra y la consecución de los fines del presente Contrato.

**VIGESIMASEXTA:** A todos los efectos judiciales o extrajudiciales del presente Contrato, la Consorcista constituye domicilio en . . . . ., y la Administración en . . . . ., donde se tendrán por válidas y eficaces todas las notificaciones que allí se realicen.

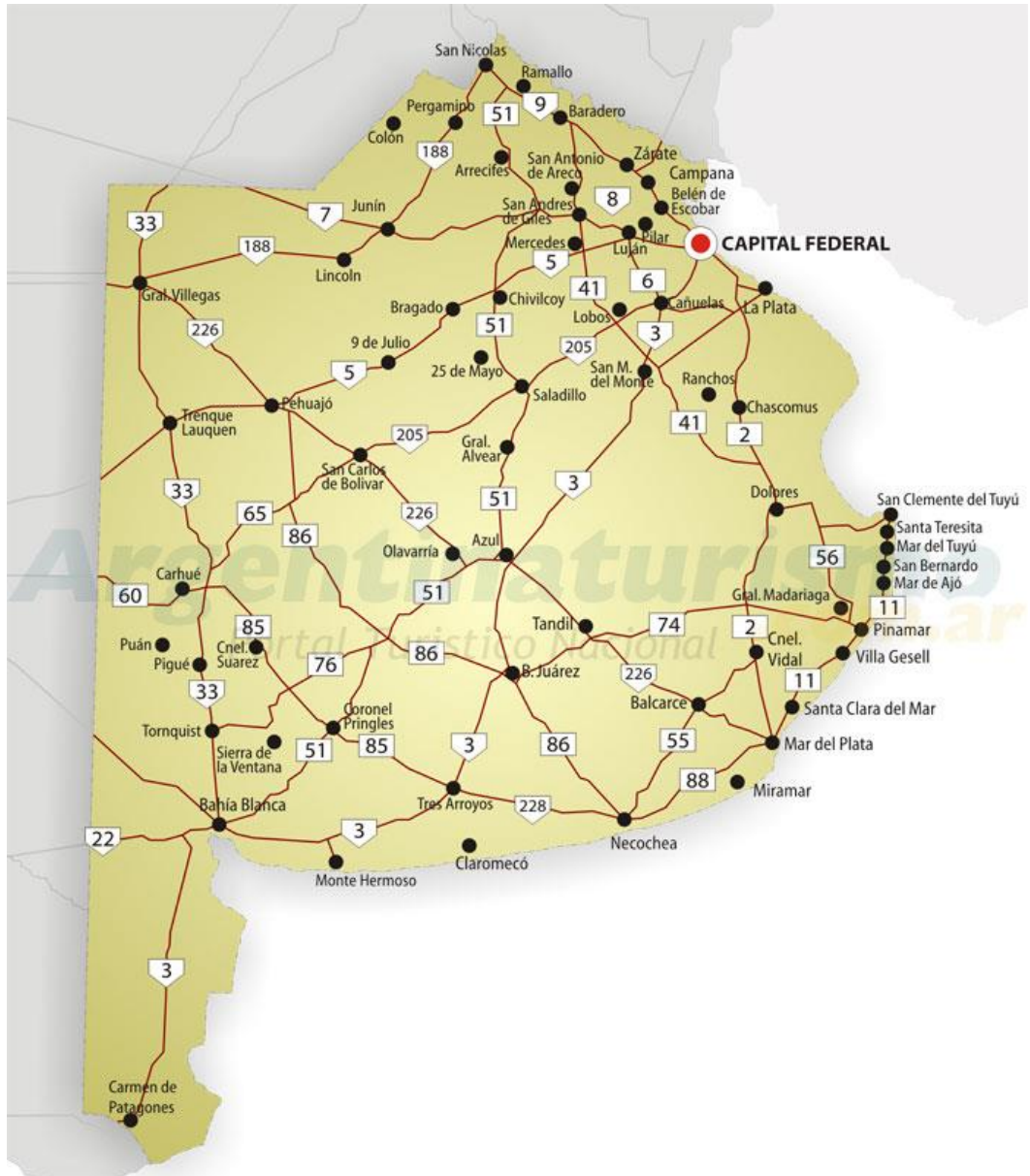
**VIGESIMASEPTIMA:** Toda controversia judicial derivada de este Contrato, será sometida a la competencia de los Tribunales. . . . . de . . . . ., con renuncia a cualquier otro fuero o jurisdicción.

**VIGESIMAOCTAVA:** Se firman . . . . . ejemplares, del mismo tenor y a un sólo efecto, recibiendo cada parte el suyo en este acto para su fiel cumplimiento.

**VIGESIMANOVENA:** Dado en . . . . ., a los . . . . . días del mes de . . . . . de . . . . .

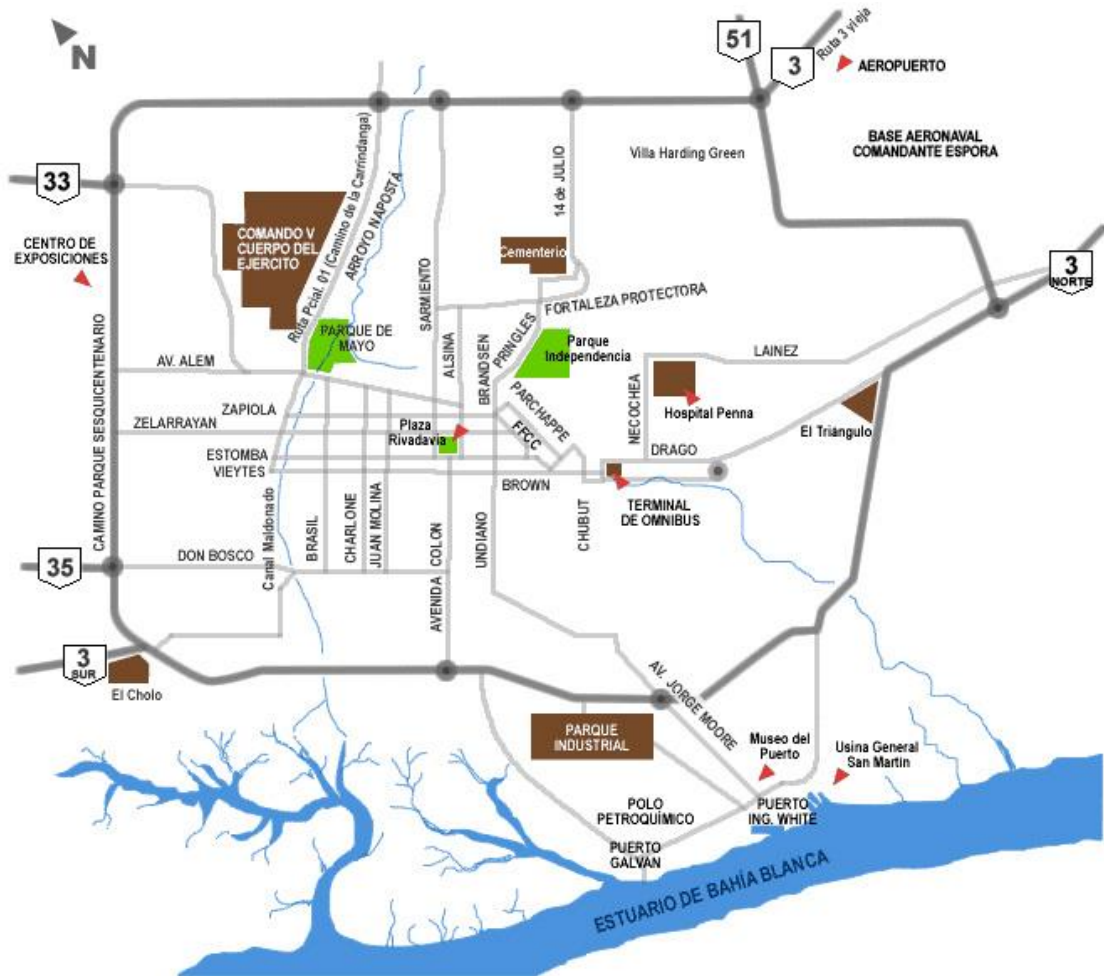
*Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”*

*Anexo 14: Bahía Blanca en la Provincia de Buenos Aires*



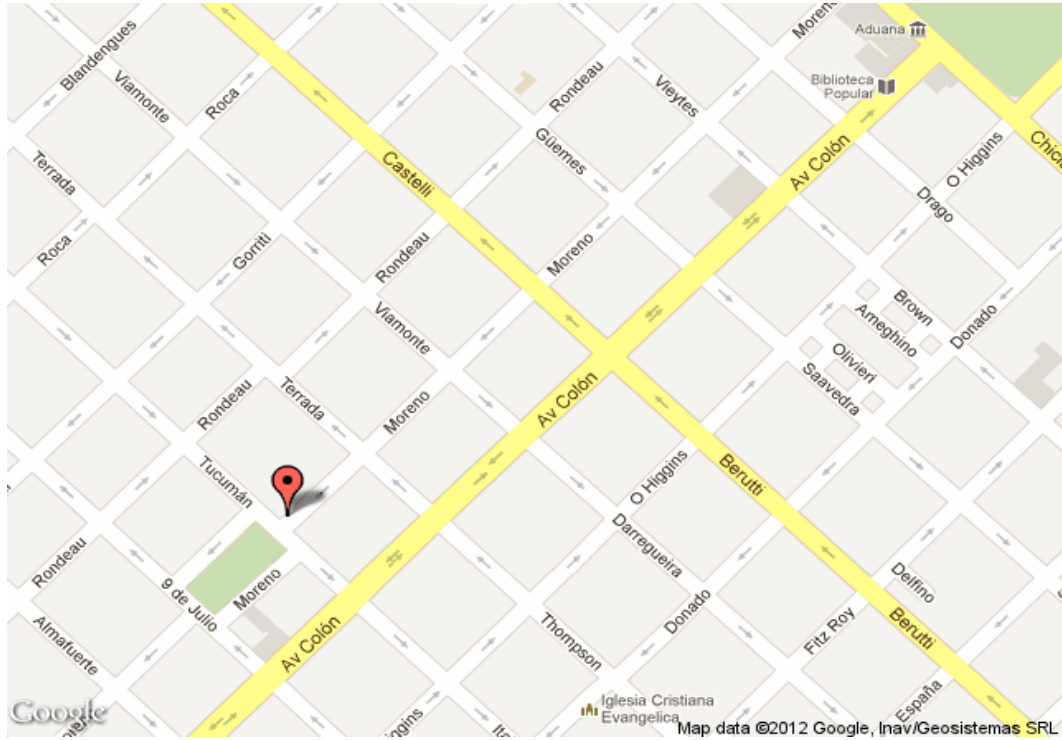
*Fuente: Argentinaturismo*

*Anexo 15: Principales accesos a Bahía Blanca*



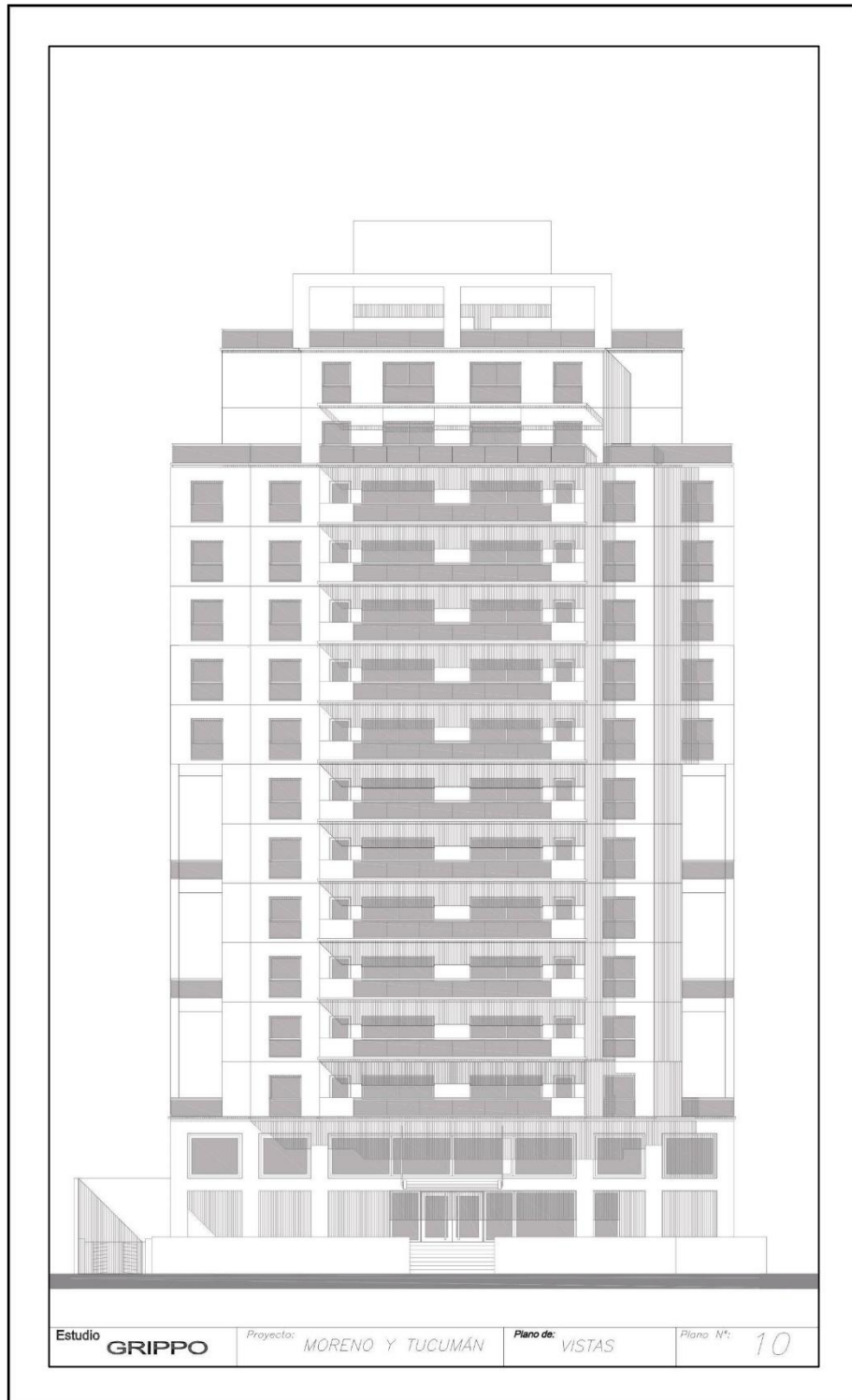
*Fuente: Municipalidad de Bahía Blanca*

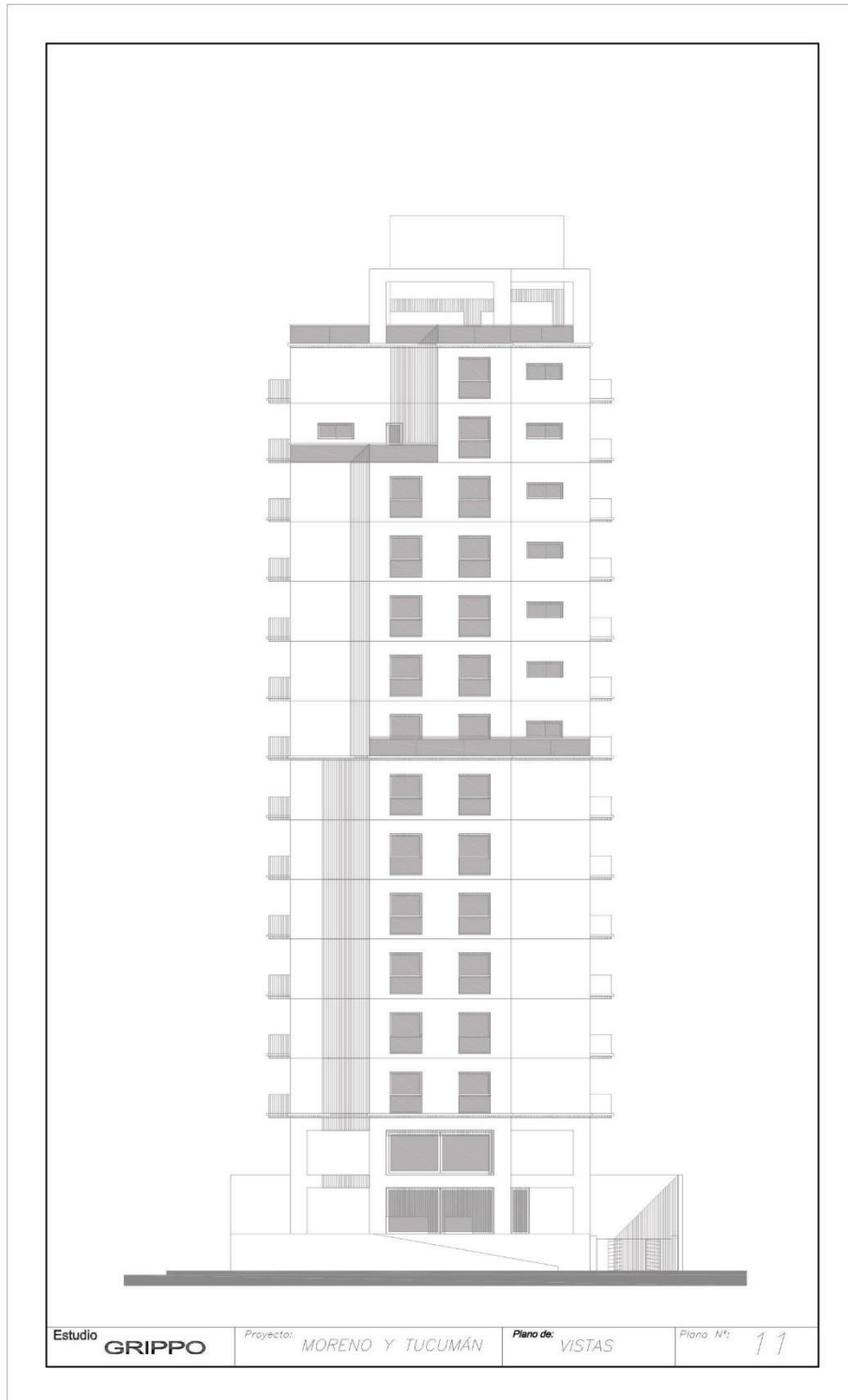
*Anexo 16: Plano de la ciudad de Bahía Blanca, ubicación del Edificio Ría Plaza*



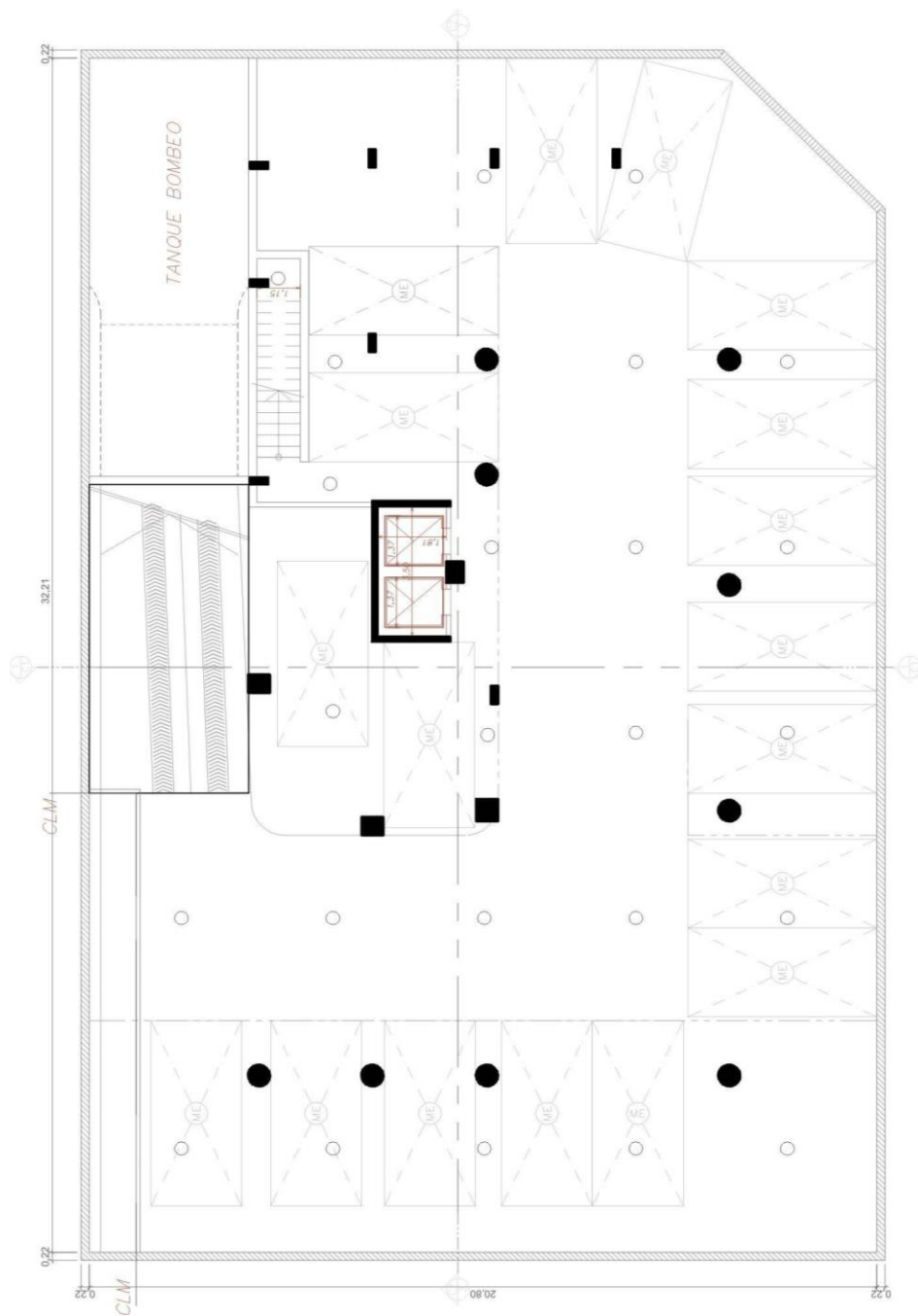
*Fuente: gosur maps*

*Anexo 17: Fachada del Edificio Ría Plaza*

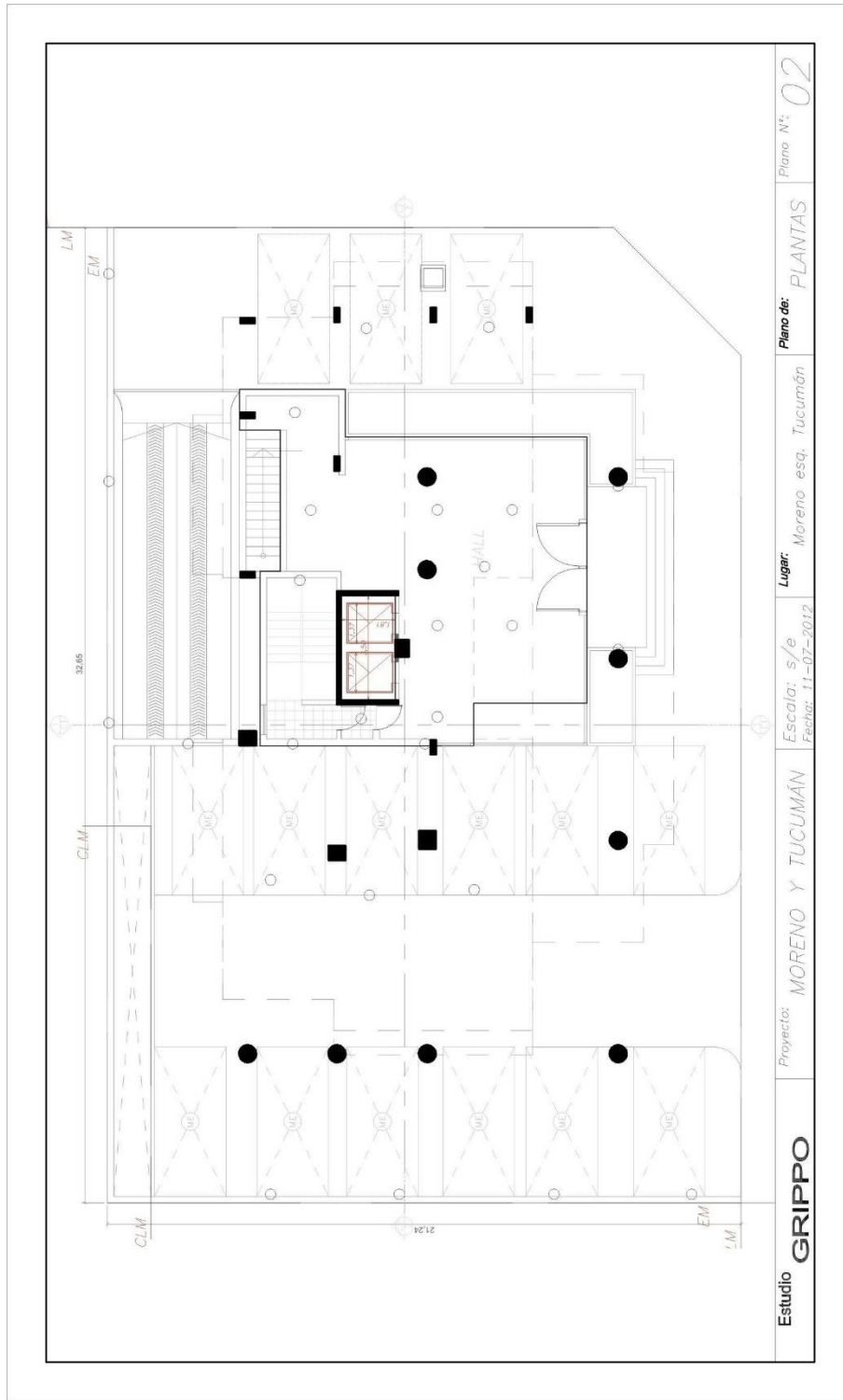




**Planta Subsuelo**



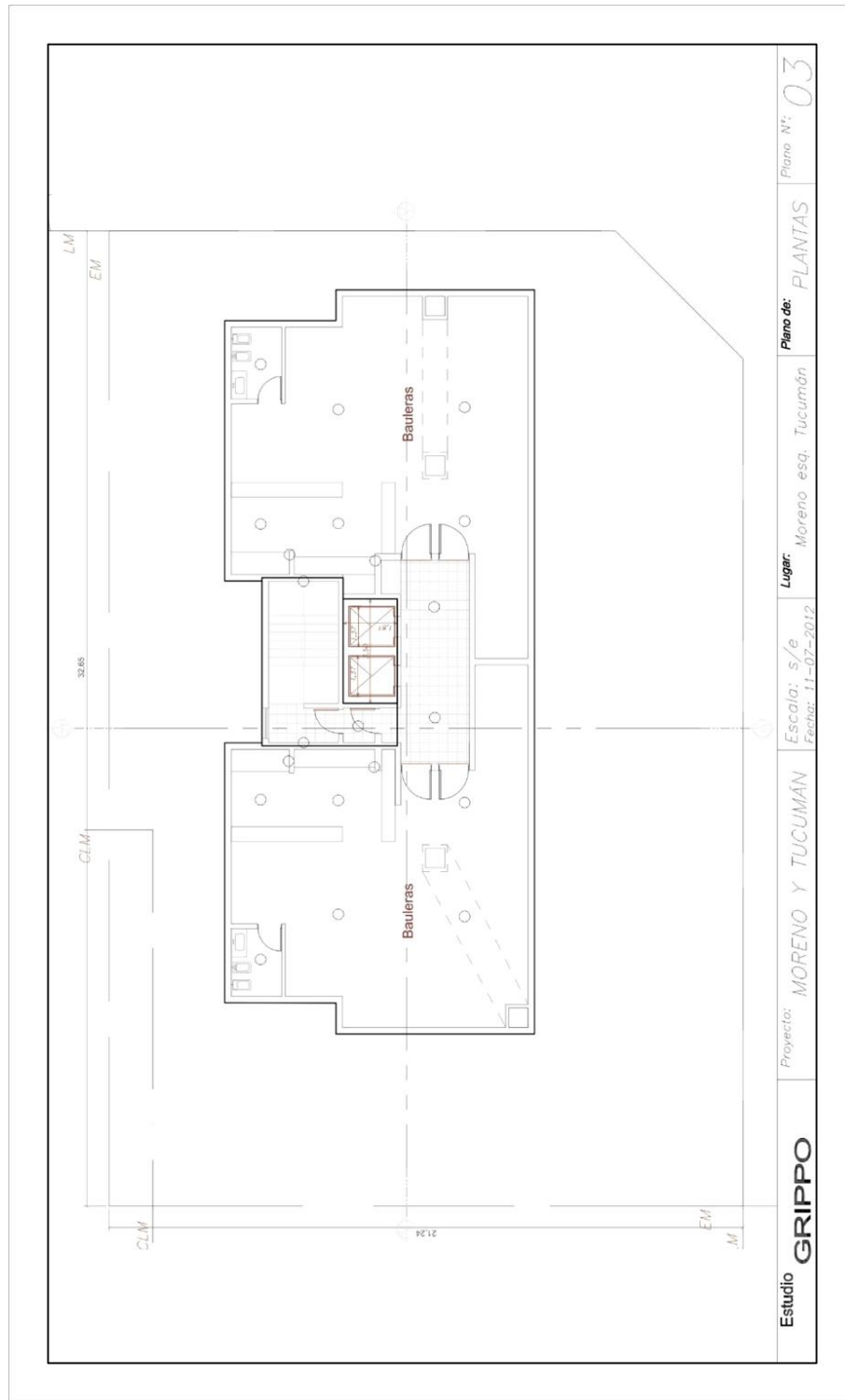
**Plano de Planta Baja**





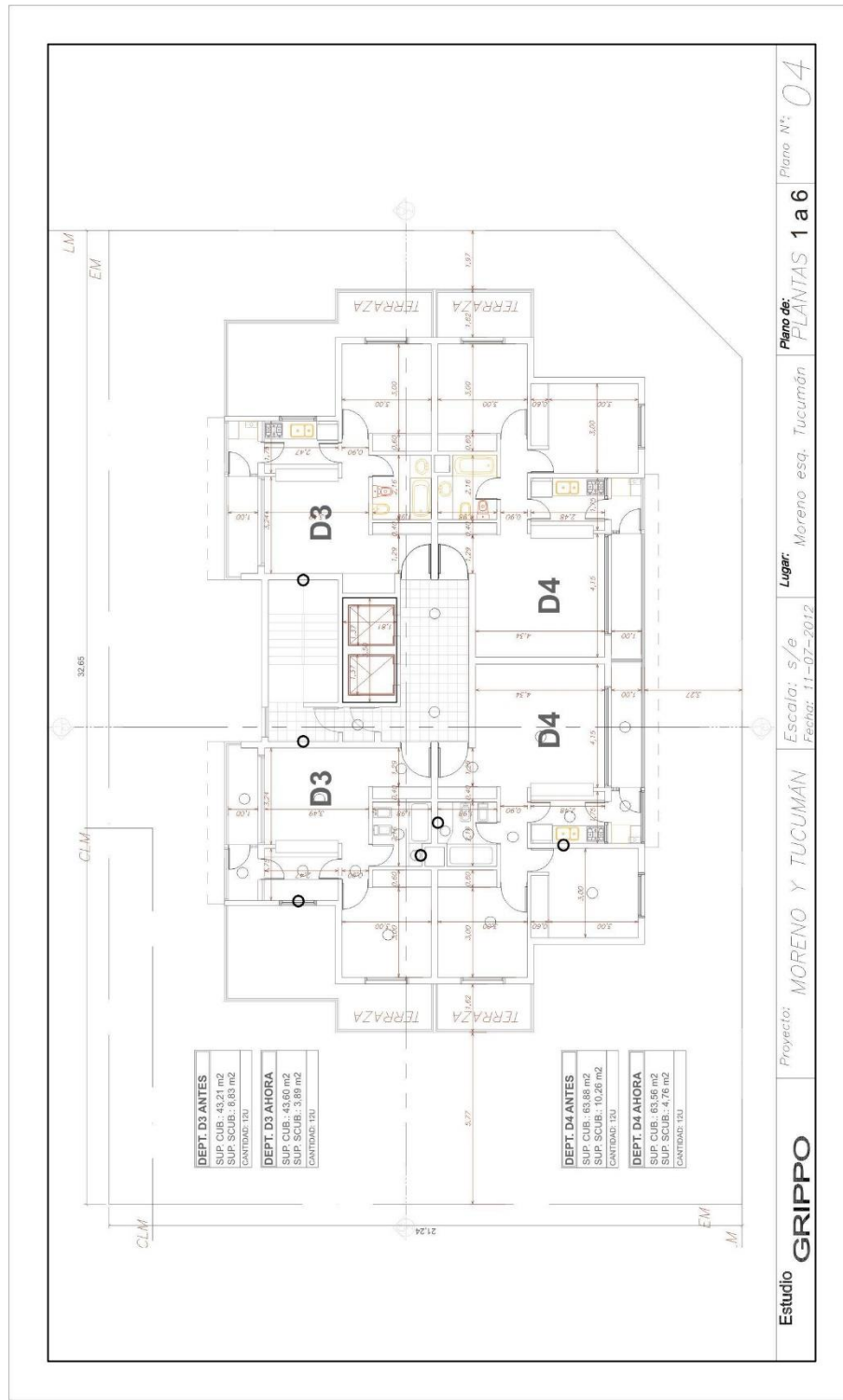
**Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”**

**Plano Planta Entrepiso**



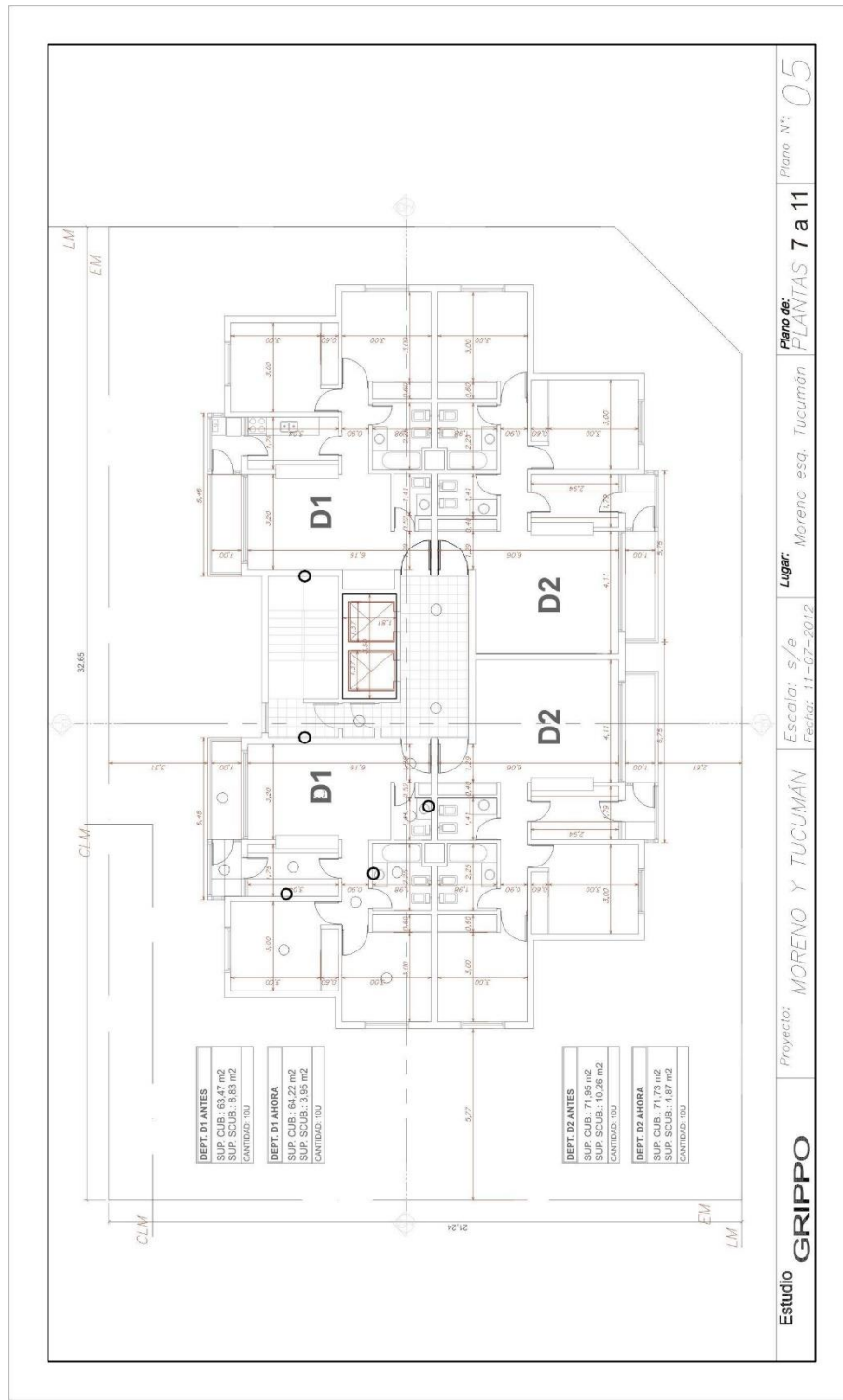
**Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”**

**Plano de Plantas 01 a 06**



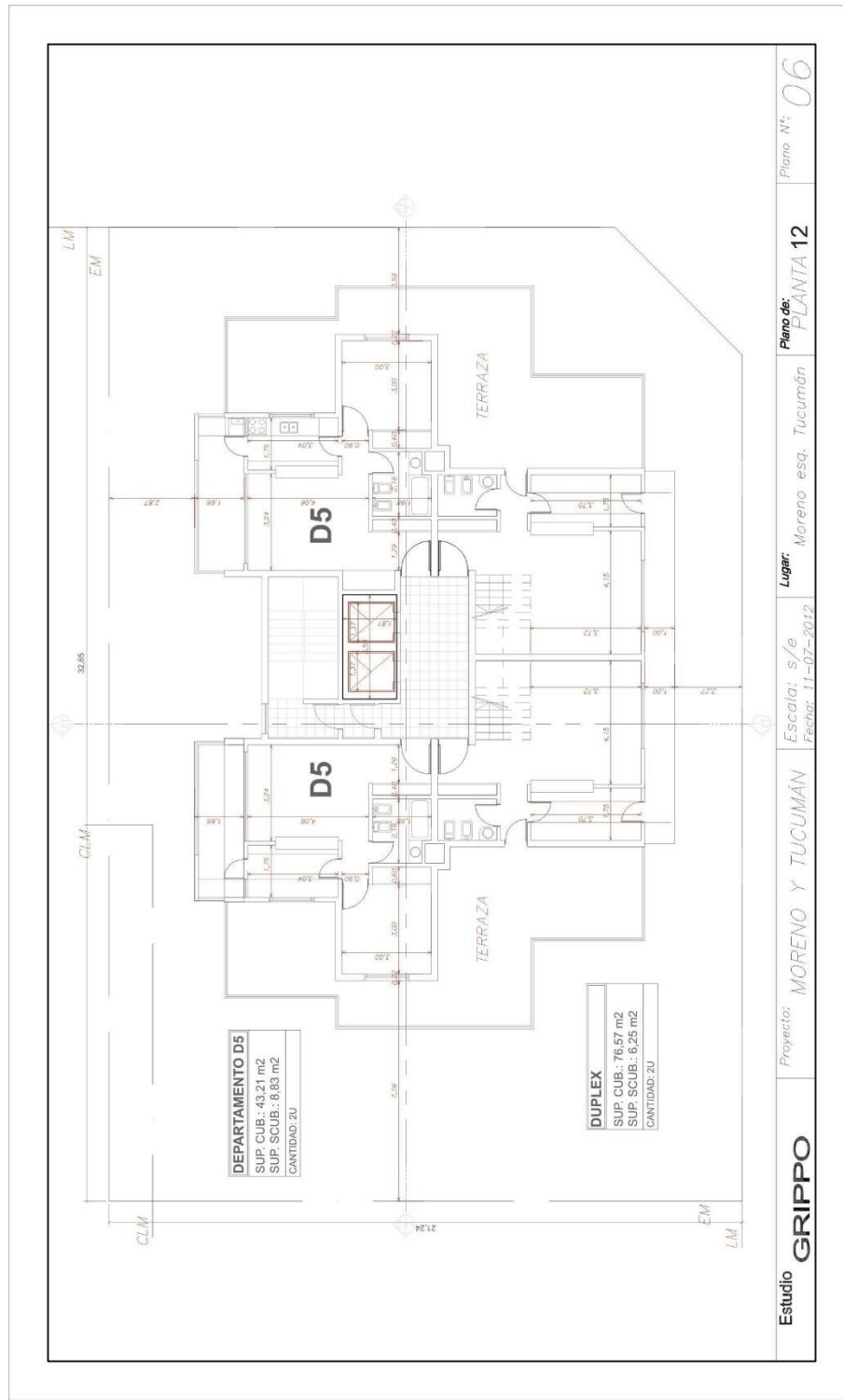
**Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”**

**Plano de Plantas 07 a 11**



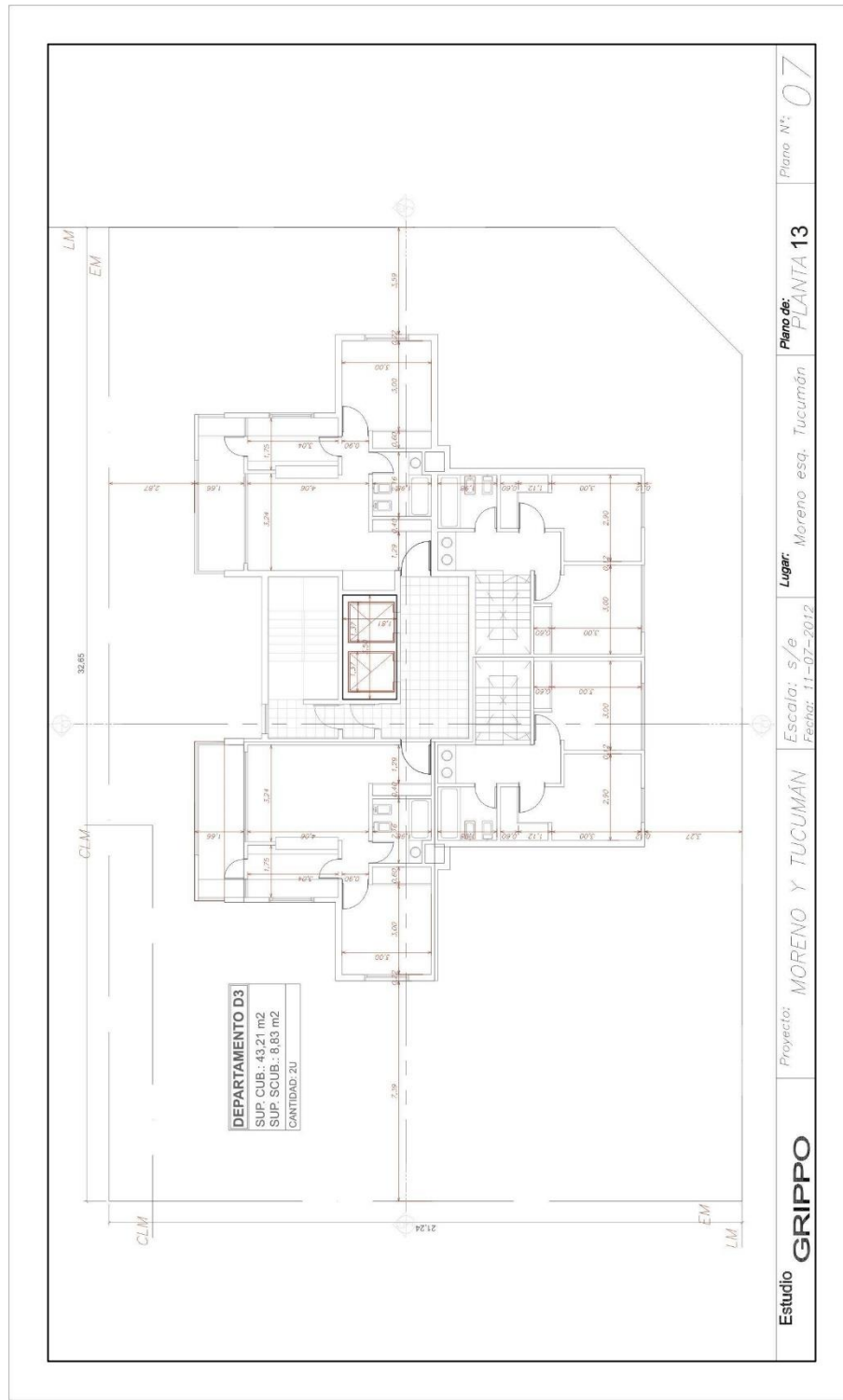
**Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”**

**Plano Planta 12**



**Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”**

**Plano Planta 13**



**Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”**

---

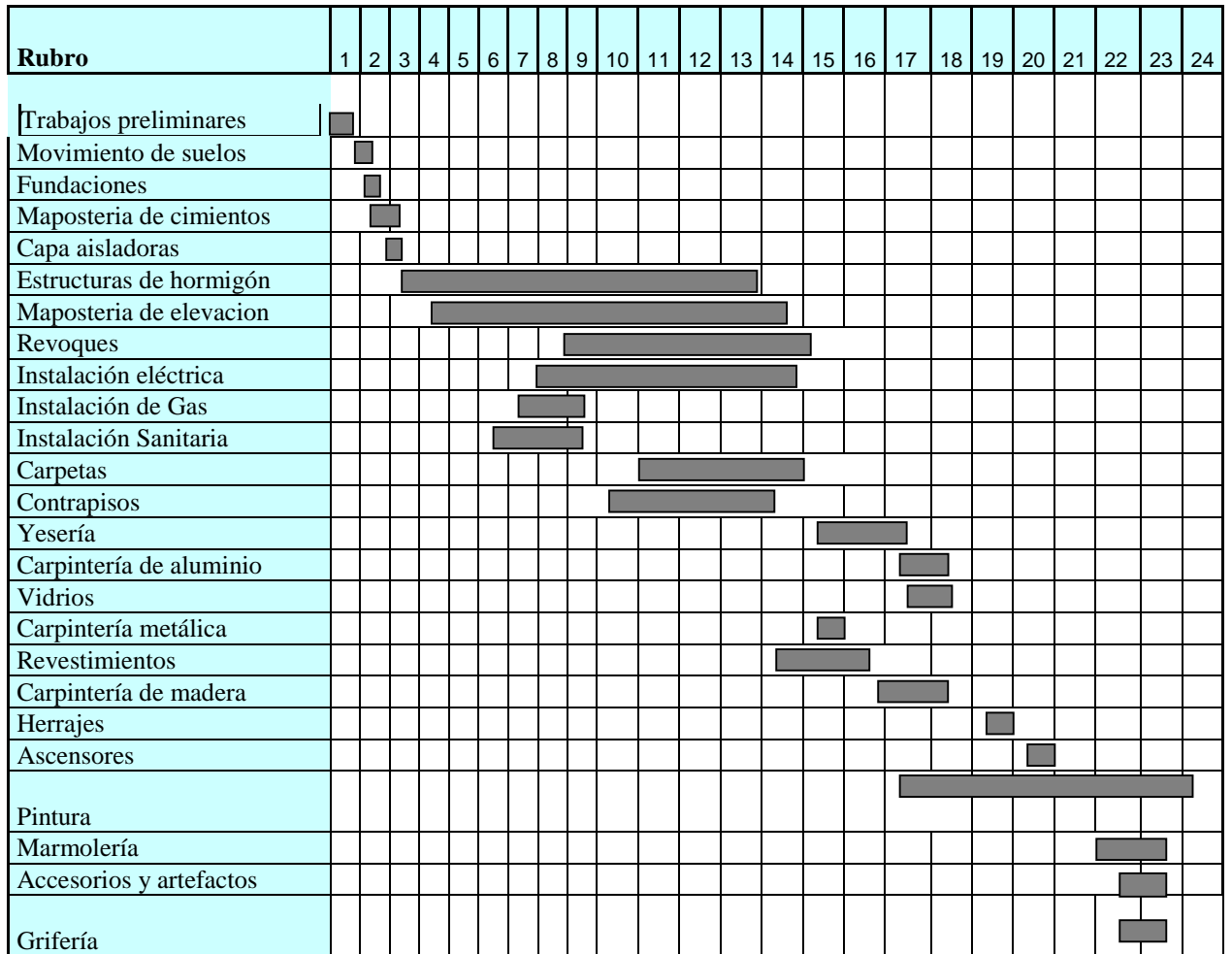
**Anexo 18: Variación de precios interanual agosto 2011 – julio 2012 por grupos de materiales**

<b>Mayores aumentos</b>	<b>Variación porcentual</b>
Artículos sanitarios de loza	26,0
Productos aislantes	25,2
Aparat. de control eléct. (tableros, interruptores)	22,7
Caños y accesorios de hierro	22,2
Artefactos de iluminación y portero eléctrico	19,1
Pisos de alfombra	18,9
Griferías y llaves de paso	18,7
Productos metálicos para instalación sanitaria y eléctrica	18,7

*Fuente: Indec Agosto 2012*

**Formulación y Evaluación de un Proyecto Inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”**

**Anexo 19: Diagrama de Gantt programa de obra en meses**



*Fuente: elaboración propia en base a datos del estudio de Arquitectura*

**Formulario descriptivo del Trabajo Final de Graduación**

**Identificación del Autor**

Apellido y nombre del autor:	<b>TENIAS, Pablo Alberto</b>
E-mail:	<b>ptenias@afip.gob.ar</b>
Título de grado que obtiene:	<b>Contador Público</b>

**Identificación del Trabajo Final de Graduación**

Título del TFG en español	<b>Formulación y Evaluación de un proyecto inmobiliario en la ciudad de Bahía Blanca “Edificio Ría Plaza”</b>
Título del TFG en inglés	<b>Formulation and evaluation of a real estate project in the city of Bahía Blanca “Ría Plaza Building”</b>
Tipo de TFG (PAP, PIA, IDC)	<b>PAP</b>
Integrantes de la CAE	<b>Leticia Masfarre y Oscar Savi</b>
Fecha de último coloquio con la CAE	<b>29 de julio 2013</b>
Versión digital del TFG: contenido y tipo de archivo en el que fue guardado	<b>Archivo pdf “ TFG TENIAS VCPB 03560”</b>

**Autorización de publicación en formato electrónico**

Autorizo por la presente, a la Biblioteca de la Universidad Empresarial Siglo 21 a publicar la versión electrónica de mi tesis. (Marcar con una cruz lo que corresponda)

**Autorización de Publicación electrónica: Inmediata**

**Si, inmediatamente**

**Si, después de .... mes(es)**

**No autorizo**

-----  
**Firma del alumno**