

Universidad Empresarial Siglo 21
Contador Público

**“ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD DE UN FIDEICOMISO
DEDICADO A LA CONSTRUCCION EN UN RANGO DE ESCENARIOS
POSIBLES HASTA EL EJERCICIO 2012”**

Autor: Virginia Bustamante

2011
Córdoba - Argentina

ABSTRACT

Con el presente trabajo se pretende estimar y analizar la rentabilidad que obtendrían los fiduciarios de un fideicomiso inmobiliario bajo distintos escenarios de política económica a los efectos de poder detectar desviaciones a los presupuestos y sus causas.

El análisis externo pretende definir el contexto en el que la empresa se desenvolverá en el presente y en el futuro. Un buen conocimiento del entorno facilita la toma de decisiones estratégicas. El éxito o fracaso en una determinada actividad empresarial depende de las condiciones que la rodean; y en particular las condiciones del entorno económico que condiciona sus rendimientos actuales y futuros, tales como el crecimiento económico, la tasa de interés, el tipo de cambio y la inflación que tiende a reducir sus beneficios. Otros aspectos como las tasas de desempleo, el déficit público, o la política fiscal y monetaria también afectarán sobre las posibilidades competitivas de las empresas.

La metodología aplicada en el estudio se divide en dos etapas. La primera, en la cual se procede a determinar las variables económicas que impactan en la rentabilidad del proyecto que junto con distintos supuestos de política económica se definen distintos escenarios posibles. Luego a partir de las condiciones establecidas se procede a analizar las variaciones en la rentabilidad que podría producirse como consecuencia de ellos.

Virginia Bustamante

Alumna Universidad Empresarial Siglo 21

ABSTRACT

Through this work I pretend to estimate and analyze the profitability that the fiduciaries of a real state trust would get under different political and economic sceneries so as to detect deviations in the budget and their causes.

The external analysis pretends to define the context in which the enterprise will work in the present and in the future. A good knowledge of the surroundings will facilitate the making of strategic decisions. The success or the failure of a certain management activity depend on the surrounding conditions; particularly the economic conditions affect the current and future annual yield such as the economic growth, the rate of interest, the exchange rate and the inflation which tend to reduce the profits. Other aspects like the unemployment rate, the public deficit, or the fiscal and monetary policy will also affect the competitive possibilities of the enterprises.

The methodology applied to the study can be divided into two stages. The first one tries to determine the economic variables that affect the profitability of the project. These together with different political economic assumptions define different possible sceneries. In relation to the established conditions, we then proceed to analyze the variations in the profitability which could happen because of them.

Virginia Bustamante

Alumna Universidad Empresarial Siglo 21

INDICE

Capítulo I: Introducción y fundamentos.....	1
1.1 Fundamentos del trabajo	1
1.2 Objetivos	2
Capítulo II: Marco teórico	3
2.1 El fideicomiso.....	3
2.2 El modelo IS- LM y la política monetaria y fiscal.....	13
2.3 La inflación.....	17
2.4 El mercado cambiario.....	20
2.5 El análisis financiero y económico.....	22
Capítulo III: Marco Metodológico.....	27
3.1 Metodología.....	27
Capítulo IV: Diagnóstico.....	28
4.1 Reseña histórica.....	28
4.2 Organigrama.....	28
4.3 Funciones de los miembros de fideicomiso.....	29
4.4 Visión.....	31
4.5 Misión.....	31
4.6 Principales clientes.....	31
4.7 Principales proveedores.....	33
4.8 Análisis del sector.....	34
4.9 Análisis comparativo entre la figura del Fideicomiso y la Sociedad Anónima.....	35
4.10 Análisis F.O.D.A.....	37
Capítulo V: Definición de variables y escenarios.....	38
5.1 Variables económicas.....	38
5.2 Definición de escenarios.....	40
Capítulo VI: Análisis Económico.....	48
6.1 Presupuesto operativo.....	49
6.2 Análisis de escenarios.....	54
Capítulo VI: Conclusiones y Recomendaciones.....	61
Bibliografía.....	63
Anexos.....	65

CAPITULO I

INTRODUCCIÓN Y FUNDAMENTOS

1.1 Fundamentos del trabajo

En nuestro país el desarrollo inmobiliario ha actuado históricamente como una importante reserva de valor. La construcción privada viene impulsada por inversores que buscan una cobertura frente a la inflación en dólares para mantener el valor de su dinero frente a la falta de alternativas más seguras o rentables. En 2010 se observó un repunte generalizado de la construcción y las previsiones son optimistas respecto de la demanda que se estima que continuará firme.

Las preferencias de los desarrollistas inmobiliarios se ha orientando a la construcción de condominios y oficinas de alta gama en barrios bien ubicados, en un principio, con el fin de aumentar los márgenes de rentabilidad. Sin embargo, la imposibilidad de trasladar los aumentos de costos a las ventas de propiedades con precios dolarizados está dando como resultado una menor rentabilidad a los mismos.

Tomar decisiones en un contexto de incertidumbre no es un proceso simple dado que los cambios que se producirán en el comportamiento de las variables del entorno económico hacen que sea prácticamente imposible confiar que el valor esperado calculado, que hizo factible un proyecto de inversión, sea el que se dé en el futuro. La probabilidad de que las variables que inciden en el proyecto se comporten de manera diferente a lo supuesto, implica un riesgo y en condiciones desfavorables, una erosión al margen de rentabilidad.

En el presente trabajo se pretende analizar la rentabilidad del fideicomiso “La Place” que actualmente construye un condominio privado dirigido a un mercado ABC 1 en la provincia de Córdoba. Dicho proyecto se encuentra en marcha desde Junio de 2010 y tiene un plazo de construcción aproximado de dos años, estimando la entrega de las unidades en Junio de 2012. Para dicho análisis, se considerarán tres tipos de escenarios que prevén distintos comportamientos de las variables en función de distintos supuestos de la política económica.

Tanto las grandes empresas como las pequeñas sienten el efecto del desempeño de la economía nacional, de las distintas medidas de política económica que toman las autoridades e incluso de la economía mundial haciendo imprescindible el análisis de las variables económicas en la presupuestación de un proyecto.

Este trabajo no tiene antecedentes, es inédito en la empresa, por lo que se considera de mucha utilidad para la toma de decisiones por parte de las autoridades del fideicomiso.

Tema a desarrollar

“ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD DE UN FIDEICOMISO DEDICADO A LA CONSTRUCCION EN UN RANGO DE ESCENARIOS POSIBLES HASTA EL EJERCICIO 2012”

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo general

Analizar la rentabilidad de los fiduciantes con un grado razonable de certidumbre, proponiendo distintos escenarios, que posibilitarán la detección de desviaciones a los presupuestos y sus causas permitiendo la toma de decisiones estratégicas hasta el ejercicio 2012.

1.2.2 Objetivos específicos

- Determinación de las variables económicas que impactan en la rentabilidad del proyecto.
- Caracterizar los tres tipos de escenarios posibles que se utilizarán para el análisis y definir los supuestos reinantes en cada uno de ellos, en los cuales se desempeñarán las variables bajo análisis.
- Estimar los ingresos por ventas teniendo en cuenta los escenarios analizados.
- Estimar el flujo de egresos (costos y gastos) asociado al proyecto bajo análisis considerando los escenarios posibles.
- Elaborar un flujo de fondos proyectado para cada escenario determinando la utilidad por metro cuadrado y su margen de utilidad sobre ventas. Efectuar la comparación pertinente para abordar a la conclusión final.
- Realizar una recomendación a los fiduciantes en función a las conclusiones obtenidas del análisis del comportamiento de las variables en los escenarios preestablecidos.

CAPÍTULO II

MARCO TEÓRICO

2.1 El fideicomiso

De acuerdo con el artículo 1º de la Ley N° 24.441: "habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario."

El contrato de fideicomiso ha tenido gran difusión en los últimos años debido a su utilización, principalmente, en el ámbito de la construcción. Esta figura jurídica tiene una serie de beneficios que lo hacen atractivo a la hora de realizar algún negocio, siendo el más importante de ellos, la constitución de la propiedad fiduciaria que permite separar los bienes fideicomitidos de las partes actuantes en el mismo.

Para exponer las características principales de esta figura en la que se encuadra el proyecto en cuestión se consideran las aseveraciones de Luis Fortino, 2006¹ a demás de la correspondientes leyes, decretos y resoluciones que tratan la misma.

2.1.1 Sujetos

- Fiduciante: es quien constituye el fideicomiso entregando los bienes y estipulando las condiciones del mismo. Para ello es necesario que dicho sujeto posea el pleno dominio de esos bienes, es decir que sea propietario, y si se trata de bienes gananciales deberá contar con el consentimiento del cónyuge como condición para poder disponer de ellos (art.1277, Código Civil) así como también en caso que el bien sea un inmueble propio pero establecido como el hogar conyugal si hubiera hijos menores o incapaces (art. 1277, código civil).

- Fiduciario: es quien recibe los bienes fideicomitidos en carácter de propiedad fiduciaria con el objeto de administrarlos conforme al contrato y darles el destino previsto en el mismo. Como regla general, puede ser fiduciario cualquier persona física o jurídica con capacidad legal

¹ FORTINO LUIS, Introducción al Negocio Fiduciario. (Editorial Osmar Buyatti, 1ª Edición).

para el cumplimiento de lo establecido por el fiduciante. En cuanto a las entidades financieras, la ley limita el derecho de ofrecerse a las autorizadas a funcionar como tales y a las personas jurídicas que autorice la Comisión Nacional de Valores.

- Beneficiario: es quien recibe los beneficios de la administración fiduciaria. Pueden ser una o varias personas físicas o jurídicas, que pueden o no existir al tiempo del otorgamiento del contrato. En el caso de que no existiera en ese momento, deberán constar los datos que permitan su individualización futura. Si existen varios beneficiarios, todos se benefician por igual, salvo disposición en contrario al constituirse el fideicomiso; asimismo, pueden designarse beneficiarios sustitutos para el caso de que el primer designado no acepte o renuncie al beneficio o muera. Si ningún beneficiario aceptare, todos renunciaren o no llegaren a existir, se entenderá que el beneficiario es el fideicomisario. Si tampoco el fideicomisario existe, renunciare o no aceptare, el beneficiario será el fiduciante. No es admitido es que el fiduciario pueda ser beneficiario al mismo tiempo, ya que en él pesa la obligación de cumplir el encargo que constituye el fin del fideicomiso.
- Fideicomisario: es el destinatario final de los bienes una vez cumplido el plazo o condición estipulada en el contrato. En general, beneficiario y fideicomisario son la misma persona.

2.1.2 Objeto

Toda clase de bienes pueden ser objeto de fideicomiso, bienes muebles o inmuebles, registrables o no, dinero, títulos valores, etc., cuando se puedan individualizar. En caso de bienes registrables los registros correspondientes deberán tomar razón de la transferencia fiduciaria de la propiedad a nombre del fiduciario.

Como se menciono anteriormente, los bienes no entran al patrimonio personal del fiduciario confundiendo con los suyos, quedando excluidos tanto de la garantía de los acreedores del fiduciario como de los del fiduciante.

2.1.3 Forma

Si bien la ley nada indica como exigencia formal se considera necesaria la forma escrita y por acto público ó privado, para oponer la figura del fideicomiso a terceros.

2.1.4 Derechos y obligaciones se las partes:

2.1.4.1 Del fiduciante

- Derechos: Entre sus facultades podemos mencionar que puede designar uno o más fiduciarios, beneficiarios y fideicomisarios reservándose derechos específicos, relacionados con la posibilidad de vigilar que se cumpla lo pactado, entre los cuales se destaca la facultad de revocar el fideicomiso, cuando éste resulta ineficaz o innecesario en tanto este se lo haya reservado de modo expreso en el contrato. El fiduciante puede exigir al fiduciario rendición de cuentas y, eventualmente, ejercer acciones de responsabilidad. A demás el primero puede pedir judicialmente la remoción del segundo por incumplimiento de sus obligaciones y ejercer acciones en sustitución del mismo.

- Obligaciones:
 - ❖ Entregar al fiduciario los bienes o derechos objeto del fideicomiso,

 - ❖ Realizar todos los actos necesarios para la inscripción de la transmisión de los bienes.

 - ❖ Remunerar al fiduciario,

 - ❖ Reembolsar los gastos efectuados por este en ocasión del encargo,

 - ❖ Sanear la evicción

 - ❖ El fiduciante, podrá obligarse a aportar recursos adicionales para pagar a los acreedores si los bienes fideicomitados resultaran insuficientes, y a todo otro acto lícito que desee estipular.

2.1.4.2 Del fiduciario

- Derechos: Posee todas las facultades inherentes al objeto del fideicomiso. Puede usar, disponer y gravar los bienes sin requerirse la aprobación del fiduciante o del beneficiario, salvo estipulación en contrario, siempre de acuerdo con los fines del fideicomiso y vale aclarar que no puede apropiarse de los frutos del mismo. También tiene derecho a la retribución y reembolso de gastos salvo estipulación expresa en contrario. Por otro lado, tiene derecho a ejercer todas las acciones que correspondan en defensa de los bienes fideicomitidos.

- Obligaciones: Administrar en la forma establecida ejecutando todos los actos necesarios para cumplir los fines del fideicomiso, haciendo producir frutos de acuerdo con la utilización regular de las cosas, sin disponer de ellas produciendo el mayor rendimiento. Por otro lado puede gravar los bienes fideicomitidos cuando lo requieran los fines del fideicomiso y debe asegurarlos, en cuanto sean asegurables. Se encuentra legitimado para ejercer todas las acciones que correspondan para la defensa de los bienes fideicomitidos tanto contra terceros como contra el beneficiario y debe rendir cuentas sobre las gestiones que realiza presentando informaciones completas y fidedignas sobre el movimiento contable de los bienes en su poder. El fiduciario no podrá ser librado de esta obligación ni siquiera por disposición del fiduciante, ya que la rendición podrá ser solicitada por el beneficiario aun cuando el contrato indicara otra cosa. Esta obligación no puede ser cumplida en plazos no mayores a un año y en principio se hace al beneficiario, aunque el contrato puede prever también la obligación de rendir cuenta al fiduciante. Por otro lado debe guardar reserva respecto de las operaciones, actos, contratos, documentos e información que haya recibido o posea con relación al fideicomiso y por último responde de sus propios actos y de los que realicen sus dependiente por él, en función de los establecido en el artículo 7 que menciona la culpa en forma general sin clasificarla como leve o grave. Respecto de los daños emergentes de la naturaleza de la cosa, quedan limitados al valor de la cosa fideicomitida cuyo riesgo o vicio fuera la causa del daño, cuando este no pudo razonablemente asegurarse.

2.1.4.2.1 Cese del fiduciario

- ❖ Remoción judicial;
- ❖ muerte o incapacidad declarada judicialmente;
- ❖ disolución;

- ❖ quiebra o liquidación;
- ❖ renuncia, si el contrato lo hubiere previsto.

2.1.4.2.2 Remoción del fiduciario

- ❖ Judicialmente por incumplimiento de sus obligaciones;
- ❖ a solicitud del fiduciante;
- ❖ a pedido del beneficiario con citación al fiduciante.

2.1.4.3 Del beneficiario

- Derechos: Es un acreedor especial del fideicomiso, pudiendo serlo por los frutos que produzcan los bienes fideicomitidos, o con relación a éstos, una vez transcurrido el tiempo o cumplida la condición prevista para transferir la propiedad. El beneficiario puede exigir al fiduciario el cumplimiento de los fines del fideicomiso y la rendición de cuentas, pedir la remoción judicial de este e incluso ejercer acciones en sustitución con o sin autorización judicial en función de si este no las hiciera sin un motivo justificante. Tiene derecho al ejercicio de acciones de responsabilidad por incumplimiento y de exigir acciones conservatorias. El derecho a la obtención de la propiedad una vez concluido el fideicomiso, puede ser trasladado al fideicomisario sin que coincida con la persona del beneficiario.
- Obligaciones: Debe hacerse una distinción entre los fideicomisos donde el beneficiario no se obliga a ninguna prestación porque implica una liberalidad del fiduciante, de aquellos otros donde el beneficiario se obliga al cumplimiento de una prestación. Es por ello que la ley prevé en el artículo 2 que el beneficiario puede rechazar al fideicomiso.

2.1.4.4 Del fideicomisario

- Derechos: El fideicomisario tiene derecho a recibir los bienes fideicomitados una vez extinguido el fideicomiso y a ejercer las acciones en sustitución del fiduciario, si este no las ejerciere.
- Obligaciones: Como la ley no prevé obligaciones específicas para él, solo tendrá aquellas que surjan del contrato.

2.1.5 Efectos del fideicomiso

Los bienes fideicomitados quedan exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario y fiduciante. Los acreedores del beneficiario podrán ejercer sus derechos sobre los frutos de los bienes fideicomitados.

Las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso solo serán satisfechas con los bienes fideicomitados. La insuficiencia de estos para atender al pasivo, no dará lugar a la declaración de su quiebra. En tal caso, y a falta de otros recursos provistos por el fiduciante o el beneficiario según previsiones contractuales, procederá a su liquidación, la que estará a cargo del fiduciario, quien deberá vender los bienes que lo integren y entregará el producido a los acreedores conformes al orden de privilegios previstos para la quiebra.

2.1.6 Extinción del fideicomiso:

El fideicomiso se extinguirá por:

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

Producida la extinción del fideicomiso, el fiduciario estará obligado a entregar los bienes fideicomitados al fideicomisario o a sus sucesores, otorgando los instrumentos y contribuyendo a las inscripciones registrales que correspondan.

2.1.7 Leyes, resoluciones, decretos e informes que regulan el fideicomiso

- ❖ Artículo N° 2662 del Código Civil Argentino.
- ❖ Ley N° 24.441 “Financiamiento de la vivienda y la construcción”.
- ❖ Resoluciones de la Comisión Nacional de Valores N° 271/95 y siguientes.
- ❖ Decreto P.E.N. N° 780/95. Decreto reglamentario de la ley de regulación de fideicomiso, letras y letras hipotecarias.
- ❖ Decreto 677/2001 referido al régimen de transparencia en el ámbito de la oferta pública.
- ❖ El informe N° 28 (agosto 1997) del C.P.C.E.C.F. (Comisión Estudios de Contabilidad) que brinda las pautas mínimas de exposición y valuación contable de las operaciones del fideicomiso.

2.1.8 Fideicomiso inmobiliario

En tiempos de incertidumbre e inestabilidad económica, donde es necesario encontrar nuevas formas de unir los intereses de las distintas partes que intervienen en un proyecto y que a veces son contrarios, la figura del fideicomiso inmobiliario ha sido un fenómeno creciente.

En el fideicomiso inmobiliario los inversores son los fiduciantes, que se obligan a aportar la totalidad de los fondos necesarios para comprar el terreno y para hacer frente a todos los costos que demanda la obra. El fiduciario es quien recibe el dominio de los fondos para adquirir el inmueble, inscribirlo a su nombre en forma temporal y condicionada y llevar adelante el emprendimiento según pautas fijadas. Una vez finalizadas las obras proyectadas y afectado el inmueble al régimen de propiedad horizontal o al de loteo, transmitirá a los beneficiarios el resultado de acuerdo a lo que se determinó hacer con los bienes aportados.

Según el artículo 4 de la ley 24.441 de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción, el contrato debe:

- ❖ Individualizar las partes entre las cuales se conviene celebrar el contrato de fideicomiso inmobiliario.
- ❖ Individualizar los bienes objeto del mismo o al menos describir los requisitos y características de aquellos.
- ❖ Determinar el modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso.
- ❖ Plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario, el que nunca podrá durar más de treinta años desde su constitución.
- ❖ El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso
- ❖ Los derechos y obligaciones del fiduciario y el modo de sustituirlo si cesare.

2.1.9 Marco impositivo

La figura del fideicomiso no es un paraíso fiscal. Una de las características particulares del fideicomiso es que si bien no posee personalidad jurídica, tiene personalidad fiscal siendo sujeto pasivo de diversos tributos vigentes en el país. Esto se fundamenta en el principio de realidad económica receptado en el artículo 2 de la ley 11.683 donde se establece que el contribuyente tiene el derecho de elegir la forma jurídica más beneficiosa para su negocio pero en tanto no altere la realidad económica del mismo. Es decir, que ante una discrepancia entre la primera y la segunda el análisis impositivo se realizará considerando los negocios subyacentes que se realicen y no en función de la forma jurídica elegida. El objeto del fideicomiso y realidad económica del negocio determinará el encuadramiento impositivo.

En nuestro país la mayoría de los tributos los recauda la Nación y se coparticipan, ellos son: el Impuesto a las Ganancias, el Impuesto al valor agregado, el Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta, el Impuesto a los Débitos y Créditos Bancarios, los impuestos internos, el Impuesto a la Transferencia de Inmuebles y Bienes Personales. Por otro lado las provincias se han quedado a cargo de la recaudación de cuatro tributos, ellos son el impuesto Inmobiliario, el Automotor, a los Sellos y a los Ingresos Brutos. A nivel municipal se recaudan las tasas y

contribuciones las cuales suelen ser menores en monto que los impuestos y tienden a compensar al Estado por alguna actividad específica a modo de servicio que le presta al contribuyente.

La Argentina esta posicionada en el segundo lugar en el ranking regional de presión tributaria sobre sus contribuyentes (La Nación, 2011). Esto es a causa, en primer lugar, del crecimiento económico que experimentó el país luego de la crisis de 2001-2002, la devaluación que ocasionó un importante fomento al comercio internacional y la propia inflación que incrementa nominalmente la recaudación nacional.

Entre los tributos a los que se encuentra gravado el fideicomiso podemos mencionar:

- Impuesto a la Ganancia: En el fideicomiso analizado, los fiduciantes son a la vez beneficiarios por lo que las rentas producidas se encuadran en el artículo 49 inc. d) de la ley de Impuesto a las Ganancias donde se establece que son ganancias de tercera categoría “Las derivadas de fideicomisos en los que el fiduciante posea la calidad de beneficiario, excepto en los casos de fideicomisos financieros o cuando el fiduciante-beneficiario sea un sujeto comprendido en el título V.” por lo que en este caso el fideicomiso no es sujeto del impuesto sino que las rentas que en él se generen deben ser declaradas por los fiduciantes beneficiarios como renta de tercera categoría tributando a título personal. El artículo 70.4 del D.R. manda al fiduciario a atribuir los resultados de los fiduciantes-beneficiarios, en la proporción que les corresponda, tal como lo dice el Art. 50 de la Ley de Impuesto a las Ganancias para las sociedades de hecho.
- Impuesto a los débitos y créditos bancarios: cuya alícuota se ubica en el 6 ‰ sobre cada transacción en cuentas abiertas en entidades regidas por la ley de entidades financieras excepto los créditos en caja de ahorro o cuentas corrientes bancarias hasta la suma acreditada en concepto de sueldos del personal en relación de dependencia o de jubilaciones y pensiones, y los débitos en dichas cuentas hasta el mismo importe.
- Ganancia Mínima Presunta: el fiduciario toma el carácter de responsable ajeno y como tal debe ingresar el gravamen que se determina sobre el valor de los bienes fideicomitados. Los fiduciantes, en este caso, no deberán computar dichos bienes para la base del cálculo del impuesto a los bienes personales o del impuesto a la ganancia mínima presunta. Por lo tanto, el fiduciario deberá abonar el gravamen, teniendo en cuenta el derecho al cómputo de los respectivos pagos a

cuenta recíprocos con el impuesto a las Ganancias en cabeza de los beneficiarios (contribuyentes del imp. a las Ganancias en virtud de los réditos generados por los bienes fideicomitidos).

- Impuesto al Valor Agregado: los gastos e ingresos que obtenga el fideicomiso, se encuentran alcanzados por este impuesto en tanto la actividad del mismo está incluida en el objeto del gravamen, obra sobre inmueble propio. La transferencia de los bienes del fiduciante al fiduciario no se encuentra sujeta al impuesto ya que carece de onerosidad.
- Ingresos Brutos: al igual que en el I.V.A., el fideicomiso es sujeto pasivo del impuesto a los ingresos brutos en la provincia de Córdoba con una alícuota determinada en función de si se vende a responsables Inscriptos o a consumidores finales. Por otro lado, el concepto de transferencia de dominio fiduciario en la provincia se considera no oneroso y exime los ingresos atribuibles a los fiduciantes cuando también son beneficiarios.

2.1.10 Tratamiento contable

Es menester aclarar que los fideicomisos no se encuentran contenidos bajo normas contables profesionales, por no poseer personería jurídica. Las normas que resultan aplicables a ellos toda vez que exista una obligación, serán las llamadas rendiciones de cuentas. Sin embargo el fideicomiso deberá llevar registraciones contables para la asignación del resultado a los beneficiarios, y para ello, se utiliza como marco la R.T. 8 Y 9 las cuales establecen la presentación de cuatro estados contables básicos, ellos son:

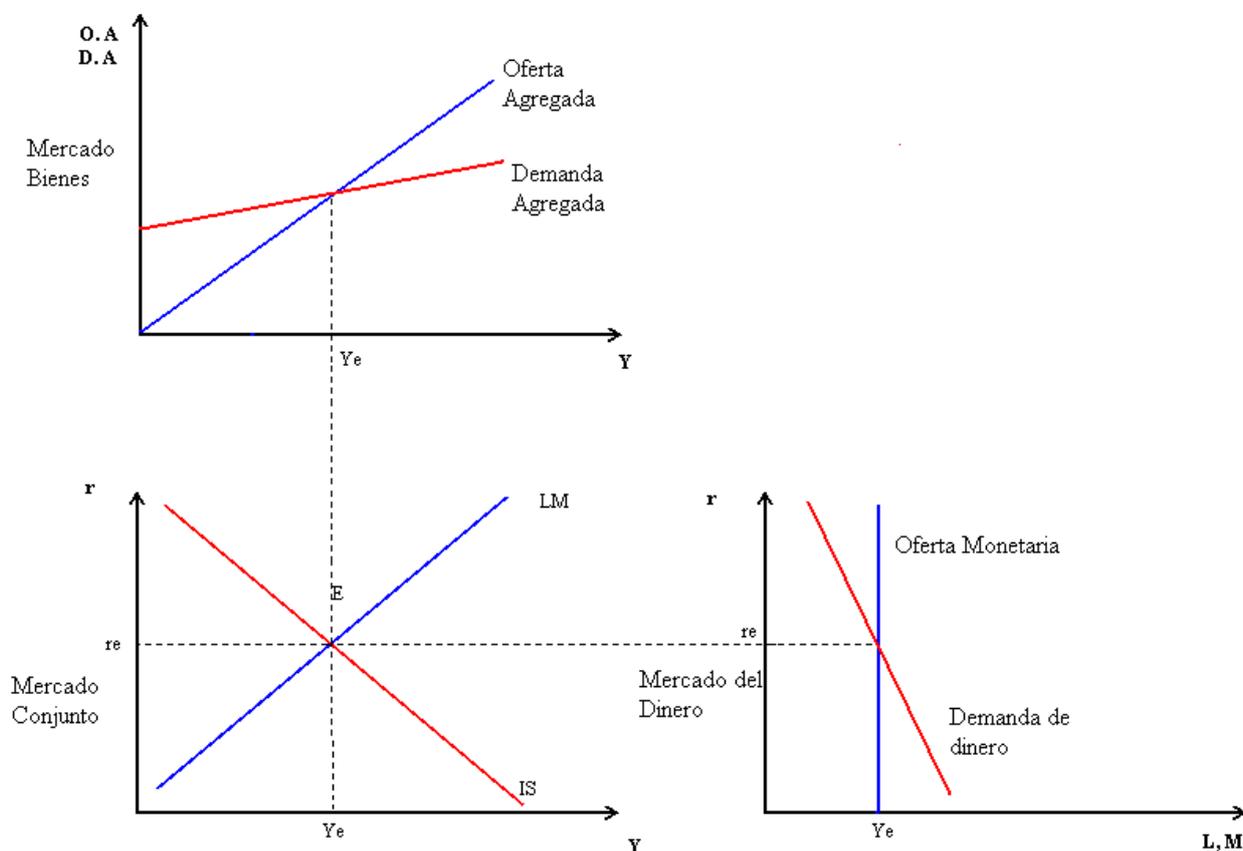
- Estado de Situación Patrimonial
- Estado de Evolución del Patrimonio Neto
- Estado de Resultados
- Estado de Flujo de Efectivo

Tanto el fiduciante como el fiduciario deberán exponer los aspectos relevantes y las características del contrato de fideicomiso así como los derechos y obligaciones de las partes en la información complementaria a sus estados contables. Por último, Los estados contables, deberán estar firmados por el fiduciario y es recomendable que se efectúen auditorías de un contador público independiente.

2.2 El Modelo IS – LM y la Política monetaria y Fiscal

El modelo IS LM², síntesis neoclásica o también llamado modelo de Hicks-Hansen, está inspirado en las ideas de Keynes. La “Teoría General” de Keynes dio lugar a diversas interpretaciones, una de ellas fue publicada en 1937 en “Econométrica” por John Hicks (“Mr. Keynes and the Classics: a suggested interpretation”). El análisis de Hicks, es una formalización neo-walrasiana (de equilibrio general) de su propia lectura de la obra de Keynes. Esta obra de Hicks, junto con enriquecimientos posteriores, se conoce como “Síntesis Neoclásica”, “Modelos IS LM” o “Modelo de Hicks-Hansen”.

El modelo IS-LM es un modelo macroeconómico que permite explicar las consecuencias de las decisiones del gobierno en materia de política fiscal y monetaria en una economía. Se representa gráficamente mediante dos curvas que se cortan, llamadas IS y LM, que identifican el modelo. El equilibrio se alcanza cuando la cantidad de dinero invertido iguala la cantidad de dinero disponible para invertir. La tasa de interés de equilibrio es la única que permite el equilibrio simultáneo de la oferta y la demanda en los mercados de bienes y financiero.



² Montilla, F. (2007). Modelo IS LM. Recuperado de: <http://www.zonaeconomica.com/is-lm>

2.2.1 Integrantes del modelo

- Función IS (inversión- ahorro): Representa las distintas combinaciones entre nivel de ingreso y tasa de interés para los cuales existe equilibrio en el mercado de bienes. Esta función tiene pendiente negativa debido a la relación inversa que existe entre el nivel de ingreso y la tasa de interés a través de la inversión planeada.

Δ tasa de interés \rightarrow ∇ Inversión \rightarrow ∇ Demanda Agregada \rightarrow Exceso de oferta

\rightarrow ∇ Producción \rightarrow ∇ Ingreso.

La posición de esta curva puede ser alterada por cambios en el gasto público o en la recaudación impositiva.

- Función LM (Demanda de dinero – Oferta monetaria): Representa las distintas combinaciones entre tasa de interés y nivel de producción para los cuales existe equilibrio en el mercado monetario. Esta función tiene pendiente positiva debido a la relación directa que existe entre el nivel de producción y la tasa de interés.

Δ Ingreso \rightarrow Δ demanda de dinero \rightarrow Exceso de demanda de dinero \rightarrow Δ tasa de interés.

La posición de esta función puede ser alterada por la expansión o contracción de la oferta monetaria.

La intersección de IS y LM determinan la tasa de interés y el nivel de producción de equilibrio conjunto, es decir, el equilibrio simultáneo del mercado de bienes y de dinero.

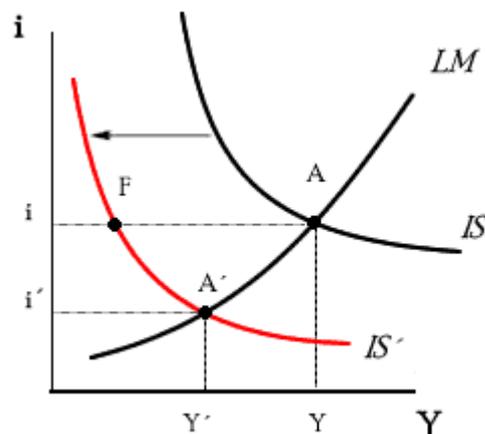
2.2.2 Efectos de las políticas económicas

- Política fiscal: Consiste en el manejo por parte del gobierno de todo lo referente a impuestos y gastos, incluidos en estos últimos las transferencias. Esta política puede ser expansiva (aumenta el nivel de actividad o aumenta el nivel de producción) o restrictiva (disminuye el nivel de actividad).

❖ Política fiscal expansiva: se lleva a cabo a través de una disminución de los impuestos o un aumento del gasto y/o transferencias. Esto provocará un aumento en la demanda agregada que ocasionará un incremento en la producción de equilibrio. Este

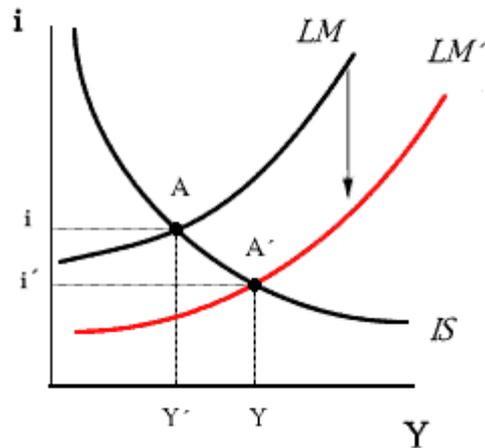
aumento en el ingreso incrementará la demanda de dinero produciendo un exceso de demanda de dinero que hará subir la tasa de interés. En el equilibrio conjunto, una política fiscal expansiva aumenta la función IS con el consecuente aumento del ingreso y de la tasa de interés.

❖ Política fiscal restrictiva: se lleva a cabo a través de un aumento de los impuestos o una disminución del gasto público y/o transferencias. Esto provoca una disminución de la demanda agregada y por ende una disminución del nivel de producción. Esta disminución del ingreso contrae la demanda de dinero generando en el mercado monetario un exceso de oferta por lo cual se reduce la tasa de interés. En el equilibrio conjunto una política fiscal restrictiva disminuye la función IS con la consecuente disminución del ingreso y de la tasa de interés.



- Política monetaria: consiste en el manejo de la oferta de dinero por medio de la autoridad monetaria. Esta puede ser expansiva (eleva la cantidad de dinero) o restrictiva (disminuye la cantidad de dinero).

❖ Política monetaria expansiva: se lleva a cabo a través de un aumento de la oferta monetaria. Este incremento de la oferta de dinero generará una disminución de la tasa de interés en el mercado monetario. La baja en dicha tasa hará reaccionar a la inversión privada, la cual aumentará incrementando la demanda agregada que a su vez genera un exceso de demanda en el mercado de bienes produciendo un aumento de la producción. En el equilibrio conjunto el aumento de la oferta monetaria incrementa la función LM llegando a un nuevo equilibrio con un mayor nivel de producción y una menor tasa de interés.



❖ Política monetaria restrictiva: consiste en la disminución de la oferta monetaria. Esto produce un exceso de demanda en el mercado del dinero por lo cual subirá la tasa de interés. Este aumento de la tasa hará caer la inversión disminuyendo la demanda agregada y por ende el nivel de producción. En el equilibrio conjunto disminuye la función LM lo que produce un aumento en la tasa de interés y una disminución del nivel de ingreso.

2.3 La inflación

La inflación es un fenómeno de la naturaleza monetaria pero afecta el comportamiento de los mercados reales. Altera las funciones del dinero, deteriora el poder adquisitivo del mismo y es un proceso continuo de aumento generalizado de precios de bienes y servicios. Produce un aumento en los precios monetarios y altera también los precios relativos, porque no todos los precios monetarios varían en la misma proporción.

2.3.1 Los costos de los precios inflacionarios

- Sectores con ingresos fijos (asalariados, jubilados y pensionados): el aumento general de los precios deteriora el poder adquisitivo de estos sectores (ingreso real = ingreso nominal/precios). Solo la actualización permanente de sus ingresos permitiría mantener su ingreso real, pero mientras esperan la misma mes a mes su poder de compra decae dentro del periodo ya que los precios crecen continuamente, por lo tanto la forma correcta de mantener su poder adquisitivo es a través de actualizaciones a sus ingresos con la misma velocidad en que suben los precios.

- Sectores con ingresos variables (empresas): nuevamente su ingreso real dependerá de la velocidad de ajuste de su ingreso nominal respecto de los precios. Pero aquí el crecimiento del ingreso nominal depende de la velocidad con que cada empresa ajuste sus propios precios de venta. Si la empresa sube los precios más rápido que el crecimiento del nivel general de precios, entonces su ingreso real aumenta. En caso contrario su ingreso real decae.

2.3.2 Las ganancias y las pérdidas de capital en los procesos de alta inflación.

La inflación también provoca transferencias de riquezas, esto se realiza a través del sistema bancario-financiero. Los depositantes colocan su dinero a una tasa de interés nominal fija, luego se produce el estallido inflacionario y la tasa de inflación pasa a ser mayor que la tasa de interés, por lo tanto la riqueza nominal del depositante crece a una tasa inferior a la tasa de los precios con lo cual su riqueza real se deteriora. A la par de esto, otras personas tomaron prestado del banco fondos a una tasa de interés nominal fija e inferior a la tasa de inflación, por lo tanto su deuda nominal crece a una tasa inferior a la tasa de los precios con lo cual sus deudas reales decrecen. Este proceso se da si la tasa de interés real es negativa, es decir, si la tasa de inflación es mayor que la tasa de interés nominal.

2.3.3 El proceso inflacionario y la formación de capital

La inflación perjudica a la formación de capital (la inversión), ya que al cambiar los precios de los bienes y servicios constantemente se genera una incertidumbre que no permite evaluar correctamente la rentabilidad de los proyectos de inversión, con lo cual estos son postergados hasta los periodos de estabilidad.

2.3.4 Principales teorías de la inflación

- Inflación de demanda: su supuesto fundamental es el de la plena ocupación de los factores. Por lo tanto la economía está en el ingreso de pleno empleo, así que toda vez que aumente la demanda agregada, dado que la oferta no puede subir para satisfacer el mayor nivel de demanda, será el aumento de precios el que logre el ajuste. Las causas de aumento de la demanda agregada son el aumento del gasto público, de las exportaciones, etc. y por un aumento de la propensión marginal a consumir que se puede dar por una redistribución del ingreso a favor de los sectores asalariados y esto se puede lograr por un aumento del salario.

- Inflación de costos: esta teoría se apoya en la presión que realizan los distintos sectores de la economía (empresarios, obreros, sector público, etc.) para aumentar su participación en el ingreso. Algunos autores la denominan inflación por puja distributiva. El proceso inflacionario puede comenzar por la presión inicial de cualquiera de los sectores. Por ejemplo, una suba de los salarios provoca un aumento de los costos de las empresas, las cuales lo trasladan a los precios para mantener su margen de ganancia. A su vez estos precios representan costos para otras empresas y estas también subirán sus precios por igual razón que las otras, nuevamente estos precios mayores impactan sobre otras unidades productivas y así queda activado el proceso inflacionario. Cabe resaltar que la causa inicial también puede provenir de un aumento del tipo de cambio, ya que esto provoca un aumento del precio de los insumos exportados, con lo cual cae la participación en el ingreso de aquellas empresas y de aquellos asalariados que al intentar recuperar su ingreso real desataran el proceso inflacionario. otros autores definen a la inflación de costos de manera alternativa al sostener que se produce por aumentos homogéneos en los salarios ante incrementos heterogéneos en las productividades, por lo que para evitar este tipo de inflación de costos deben darse aumentos salariales por aumento de productividad a nivel de unidades empresariales y no por rama o tipo de actividad. Es decir, deben darse aumentos salariales heterogéneos producto de incrementos de productividad heterogéneos.

- Inflación estructural: aquí se debe distinguir entre presiones y mecanismos de propagación. Las presiones inflacionarias pueden ser: básicas, las cuales radican en las características estructurales de las economías latinoamericanas como la fuerte dependencia de su capacidad para importar, oferta agropecuaria inelástica, bajos niveles de inversión, sistema tributario regresivo, etc.; circunstanciales: siendo por hechos inesperados no periódicos como el aumento del gasto público por un terremoto o por el aumento de precios de importaciones; y acumulativas generadas por la propia inflación por ejemplo la distorsión de precios relativos, expectativas inflacionarias, ineficiente orientación de la inversión, los efectos del control de precios, etc. por otro lado, los mecanismos de propagación son los que una vez desatada la inflación, la generalizan, la mantienen o la refuerzan . provienen de la incapacidad de detener la pugna de intereses sectoriales en torno al ingreso. Para los estructuralistas el crecimiento de la oferta monetaria es un mecanismo propagador de la inflación, para ellos no es causa de inflación.

Inflación monetaria: todo crecimiento de la oferta de dinero superior al crecimiento de la demanda de dinero provoca un exceso de saldos reales de dinero respecto de los deseados por los individuos. En el intento de desligarse de los saldos excedentes aumentarán la demanda por

consumo, y dado que la oferta de bienes de la economía es más o menos constante (sin capacidad ociosa, de pleno empleo), esto redundará en un aumento general de precios. Como receta general esta teoría apunta a regular el crecimiento excesivo de la oferta monetaria, atacando para ello la fuente de ese exceso que se ubica en los grandes déficit del presupuesto público y en los desmedidos redescuentos otorgados a la banca pública y privada, ambos financiados con creación de dinero. Según el FMI la causa de la inflación está en el aumento excesivo de la oferta monetaria y que esto se debe al excesivo déficit público, por lo tanto su recomendación está en aumentar los impuestos y reducir el gasto público.

- **Inflación inercial:** en los procesos de alta inflación los diferentes agentes económicos tratan de protegerse de las pérdidas de ingreso y capital. Es por ello que los contratos tanto formales como informales se encuentran afectados por cláusulas de actualización o indexación de sus valores nominales. Esta actualización se realiza a través de los índices publicados por organismos oficiales y que corresponden a periodos pasados. Así la inflación futura queda sujeta a la pasada. Es importante destacar que bajo este enfoque, de no existir presiones de costos ni excesos de oferta monetaria, la inflación persistirá y será igual para todos los periodos. La forma de anular esta inercia consiste en quebrar las cláusulas indexatorias de los contratos, esto se debe lograr por arbitrio de la autoridad o por cambio en las expectativas inflacionarias de los agentes quienes por decisión propia irían anulando dichas cláusulas.

2.3.5 Impuesto inflacionario

El estado para el financiamiento de un gasto recurre al cobro de impuestos, el endeudamiento con el sector privado interno y externo y a la emisión monetaria. Cuando hace uso de este último mecanismo generará un deterioro de los saldos reales de quienes posean dinero en efectivo y depósitos que no generen rendimiento como la cuenta corriente, ya que una mayor cantidad de dinero provoca un mayor nivel de precios en la economía; a esta pérdida de valor de esos saldos reales se lo llama impuesto inflacionario. Se afirma que este impuesto es muy regresivo ya que afecta principalmente a los sectores de menores recursos, quienes no pueden adquirir otros activos financieros o reales que generen un rendimiento.

2.4 El mercado cambiario

El mercado cambiario es aquel en el que se da el intercambio de divisas. El tipo de cambio representa una variable macroeconómica fundamental para cualquier economía, por lo que también lo es el mercado cambiario.

- Oferentes de divisa: ellos son los exportadores, los extranjeros que realizan inversiones reales o financieras en nuestro país, los turistas extranjeros que ingresan a nuestro país y los residentes nacionales que obtienen préstamos en el extranjero, entre otros.
- Demandantes de divisa: ellos son los importadores, los residentes nacionales que realizan inversiones reales o financieras en el exterior, los residentes nacionales que realizan viajes de turismo al exterior, los residentes que otorgan créditos a no residentes o que devuelven sus préstamos tomados de no residentes, entre otros.

2.4.1 Regímenes Cambiarios

Podemos encontrar cuatro formas de funcionamiento del mercado cambiario: el tipo de cambio fijo donde la autoridad cambiaria, el Banco Central de la República Argentina, fija el tipo de cambio nominal el cual puede o no coincidir con el tipo de cambio de equilibrio; la flotación sucia que se produce cuando el B.C.R.A fija un intervalo de flotación para el tipo de cambio nominal estableciendo un límite superior y un límite inferior dejando fluctuar libremente al tipo de cambio dentro del mismo y solo interviene si queda fuera del intervalo por el mercado; el tipo de cambio flexible, aquí el B.C.R.A no interviene bajo ningún aspecto en el mercado cambiario sino que deja fluctuar libremente al precio de la divisa según el libre juego de la oferta y la demanda; por último se menciona al tipo de cambio reptante o también llamado Crawling – Peg donde el tipo de cambio experimenta pequeñas devaluaciones periódicas siendo el objetivo de este régimen mantener el tipo de cambio real lo más estable posible.

2.4.2 Definiciones alternativas de tipo de cambio

- Tipo de Cambio Nominal: es la cantidad de unidades de moneda nacional necesarias para adquirir una unidad de moneda extranjera. Si el régimen cambiario es fijo y aumenta el tipo de cambio nominal decimos que existe una devaluación y si disminuye el tipo de cambio nominal existe una revaluación. Por otro lado, ante un régimen cambiario flexible los aumentos en el tipo

de cambio nominal se denominan depreciación y a las disminuciones se las llama apreciación. En todos los casos se refiere al peso, devaluación o depreciación del peso y revaluación o apreciación del peso.

- **Tipo de Cambio Real:** es el precio de los bienes de un país extranjero expresado en términos de bienes locales. Los permanentes cambios en el nivel general de precios de los países modifican y alteran el poder adquisitivo relativo de las monedas. Las variaciones del tipo de cambio real pueden deberse a variaciones en el tipo de cambio nominal como a variaciones en los precios de los bienes extranjeros, o a variaciones en los precios de los bienes locales. Decimos que se produce una apreciación real cuando los bienes del país se hacen relativamente más caros por lo que cae el precio de los bienes extranjeros expresado en bienes argentinos. Por el contrario cuando se produce una depreciación real los bienes del país se hacen relativamente más baratos subiendo el precio de los bienes norteamericanos expresado en bienes locales.

2.5 El análisis financiero y económico

2.5.1 Análisis financiero

Toda actividad empresarial lleva a cabo operaciones monetarias de cobros y pagos, cada una de ellas con sus propios plazos, tipos de cambio, tasas de interés y tasas de inflación, que se van desarrollando en el tiempo. Fundamentalmente, la actividad financiera establece cuál será el flujo monetario suficiente para mantener el equilibrio entre todas las operaciones y en cada momento reduciendo riesgos y aumentando la rentabilidad. (Galati de Pérez Raffo, 2000)³

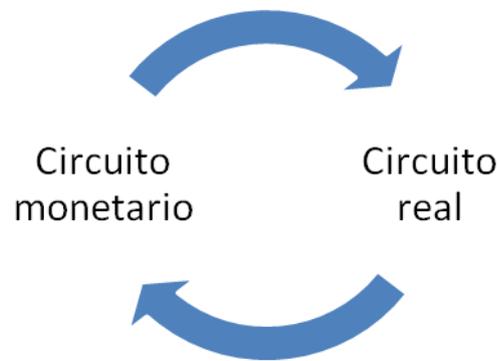
2.5.1.1 Las funciones financieras

Las funciones financieras incluyen decisiones para las áreas de financiamiento, inversión, distribución de utilidades y excedentes que interaccionan y se van determinando en la dinámica de gestión. El objetivo de las funciones financieras es coordinar la obtención de los recursos con su aplicación a la operatoria normal de la organización y la asignación de los excedentes con los criterios de conveniencia y de necesidades de inversión.

La gestión de la empresa origina, mientras se va desarrollando, una doble circulación. Un circuito real de bienes y servicios, en el que se desarrollan actividades materiales e intelectuales; y

³ Galati de Pérez Raffo, Mabel S. Administración de la empresa. (Editorial Kapelusz, 1ª Edición)

un circuito monetario de pagos y cobros, en el que se realizan actividades financieras. Las relaciones entre los dos circuitos no ocurren en el mismo momento. Las actividades financieras tratarán de resolver los desequilibrios que desencadena esa falta de simultaneidad.



2.5.1.2 Fuentes de información

En la actualidad, las actividades del analista financiero van ampliando su campo, porque tanto la estructura de la economía como de las organizaciones exigen cada vez mayor información. Ante situaciones de incertidumbre y riesgo, las empresas usan su propia información en la toma de decisiones para adecuar una mejor aplicación de los recursos, optimizar la distribución de utilidades, aumentar el rendimiento del capital, incrementar la rentabilidad, ubicar los excedentes, optimizar el rendimiento de las inversiones, establecer financiamientos, etc.

Los temas de análisis financiero, junto con la valorización de los presupuestos en el planeamiento, requieren del analista la aplicación de conocimientos de economía y del entorno legal que lo sustenta. El proceso contable ofrece una apoyatura de información básica, que resulta una herramienta imprescindible para el analista, porque todo hecho económico es un hecho contable y la contabilidad registra las operaciones económicas.

La contabilidad, a demás de registrar operaciones, analiza y evalúa los hechos económicos. Genera información con una doble función: retroactiva (porque registra los hechos acontecidos) y proyectiva (porque puede usarse para efectuar estimaciones futuras).

2.5.1.3 El planeamiento financiero

El planeamiento financiero está constituido por los presupuestos que, constituyéndose en un sistema, presentan diferentes características. Los presupuestos son planes y programas proyectados y expresados cuantitativamente, por un tiempo determinado, que se utilizan para el planeamiento y control. Unos están expresados monetariamente, como el financiero (de ingresos y gastos); otros en diferentes unidades de tiempo, metros, piezas, etc.

El sistema presupuestario se va integrando con los presupuestos confeccionados por los diferentes departamentos comprometidos en la gestión. El hecho de confeccionarlos origina una responsabilidad operativa y al comprobar resultados obtenidos con lo previsto en el presupuesto, además, crea una responsabilidad financiera y un compromiso participativo importante.

A partir del Presupuesto General de Operaciones, que indica la capacidad operativa de la empresa, y como resultado de las estrategias de Marketing, se confecciona el presupuesto de Ventas, que va desencadenando el presupuesto de Producción para afrontarlas. El presupuesto Administrativo incluye los gastos que no son de producción. Como resultado de los presupuestos confeccionados ya se puede establecer el Presupuesto Financiero, o Pronóstico de Caja, con el cálculo de los egresos e ingresos, movimientos de efectivo, que determinarán las necesidades financieras. Los excedentes que resulten se aplicaran al presupuesto de Inversiones, cerrando así un ciclo que había comenzado con la capacidad operativa.

2.5.1.4 Cash Flow (flujo de efectivo)

El cash flow es un Informe Financiero que registra solamente el efectivo, es decir las entradas y salidas reales de tesorería, mas las inversiones a corto plazo con mucha liquidez. Se diferencia de los registros contables y de los demás estados financieros en que no sigue el principio de lo devengado (que reconoce la operación cuando se contrae y no cuando se produce el desembolso). Registra solo la entrada o salida de efectivo.

2.5.2 Análisis Económico

El presente trabajo tiene como objetivo analizar la situación económica del fideicomiso inmobiliario, es decir, pretende determinar su capacidad para generar resultados. Sobre los mismos podemos tener dos visiones:

- Como valor absoluto: ganancia o pérdida
- En términos relativos: rentabilidad

Se dice que una empresa es rentable cuando genera suficiente utilidad o beneficio, es decir, cuando sus ingresos son mayores que sus gastos, y la diferencia entre ellos es considerada como aceptable. Pero lo correcto al momento de evaluar la rentabilidad de una empresa es evaluar la relación que existe entre sus utilidades o beneficios, y la inversión o los recursos que ha utilizado para obtenerlos. Para hallar esta rentabilidad, se hace uso de indicadores, índices, ratios o razones de rentabilidad.

Atendiendo a las necesidades y objetivos que planea Senderovich y Telias⁴, la rentabilidad nos permite:

- Abonar a los fiduciantes dividendos que tornen atractivos la reinversión parcial de las utilidades y el aporte de nuevos capitales.
- Atender los requerimientos normales de capital de trabajo.
- Mantener un ritmo regular de expansión.
- Atraer fondos del mercado financiero complementarios a los autogenerados.

2.5.2.1 Margen de utilidad

A los efectos de medir la rentabilidad del emprendimiento se utiliza un indicador denominado margen de utilidad o rentabilidad sobre ventas. Dicha razón se plantea con el objetivo de proyectar el resultado del emprendimiento en marcha a partir de la confección de un flujo de fondos proyectado para cada escenario. El indicador nos indicará el porcentaje que

⁴ SENDEROVICH Y TELIAS, Análisis e Interpretación de Estados Contables (Editorial Reisa, 11ª Edición), pág. 45-46.

representa la utilidad respecto del total de ventas. Es deseable contar con un margen de utilidad relativamente alto, siendo esta situación correspondiente a razones bajas de gastos con relación a las ventas.

Margen de utilidad: $\text{Utilidad neta} / \text{Ventas}$

El resultado obtenido nos indica cuánto beneficio se obtiene por cada peso de venta, en otras palabras, cuánto gana la empresa por cada peso que vende. El valor de este índice estará en relación directa al control de los gastos ya que por mucho que la empresa venda si los aumentos en los precios de venta tienen un límite y los gastos aumentan, el resultado se verá reducido por la influencia negativa del exceso de gastos en el período.

CAPITULO III

MARCO METODOLOGICO

3.1 Metodología

El presente trabajo es un proyecto de aplicación profesional el cual se desarrollará en un fideicomiso dedicado al ramo de la construcción de condominios privados donde se abordará una problemática específica, estimar con un cierto grado de certidumbre la rentabilidad de un proyecto en curso.

Para la recolección de datos se utilizarán:

- Observación directa: El fideicomiso objeto de estudio para abordar a las conclusiones de este trabajo, es la fuente de información para ello, por lo cual se concreta la observación directa de las actividades que se cumplen en los distintos departamentos de la empresa solicitando la información necesaria. Se ha llevado a cabo una interrelación presencial con el medio y los integrantes que la forman.

- Entrevista: La entrevista no estructurada aplicada a los integrantes del universo servirá de base para obtener la información respecto a la determinación de costos e ingresos.⁵

- Documental: Se aplicará esta técnica debido a que se utilizarán libros de soporte académico, leyes por las cuales está regida la empresa, información actualizada del sector y de las variables económicas que inciden en el análisis.

⁵ En ANEXO Nro. 1: Cuestionario

CAPITULO IV DIAGNOSTICO

4.1 Reseña histórica

Desde hace más de dos décadas en el mercado, la empresa constructora “AA”, cuya visión es ocupar un lugar importante en obras en la localidad de Córdoba enfocando su tarea principalmente a la construcción de propiedades horizontales, es actualmente muy reconocida por el desarrollo de proyectos innovadores. La misma está radicada en la ciudad de Córdoba Capital formada por dos socios cordobeses.

En la actualidad dicha empresa se encuentra asociada a la desarrollista inmobiliaria “BB” abocándose a proyectos de mayor nivel en Córdoba. Dichas empresas son fiduciantes del Fideicomiso en el cual se llevará a cabo el trabajo. Igualmente ambas empresas siguen desarrollando proyectos independientes.

El emprendimiento inmobiliario se encuentra ubicado en un terreno único de 22.302 metros cuadrados localizado frente a la reserva natural del Río Suquía. La Place contará con 78 departamentos distribuidos en tres torres con una superficie que varía entre los 200 y los 400 m² según la tipología de los mismos. Asimismo las torres de alta gama cuentan con cocheras subterráneas, ascensores de última generación y un hall de ingreso de gran categoría.

4.2 Organigrama



Externos: auditor externo, asesor jurídico, asesor impositivo, publicidad y marketing.

4.3 Funciones de los miembros del fideicomiso

El fiduciario es un contador público experimentado, que trabaja en forma conjunta con el gerente de administración. Se dedica a dirigir los procesos administrativos y coordinar los diferentes departamentos cumpliendo sus obligaciones como tal.

El auditor externo fue designado por uno de los fiduciantes, el cual realiza las tareas de auditoría, con el objeto de tener garantías de que la actividad se realiza con criterios de eficiencia por parte del fiduciario, y demás integrantes de la administración.

El asesor jurídico externo se ocupa de subsanar rápidamente los problemas de trabajo, que una determinada área dentro del esquema organizacional este necesitando. Es una contratación de servicios de apoyo a un grupo de especialistas ajenos al fideicomiso. Por otro lado, se contrataron servicios de asesoría impositiva a los efectos de obtener soluciones fiscales y planeación fiscal.

El gerente de administración maneja los constantes movimientos de dinero. Dentro de esta área se realizan todas las tareas de registración contable, pagos a proveedores (a través de un sistema de gestión) y se realiza la liquidación de los impuestos correspondientes. Trabaja en forma conjunta con el encargado del área de cobranzas, quien es responsable de llevar el control y supervisión de todas las cobranzas emitiendo los recibos correspondientes, suministrando el capital que se necesita para operar procurando disponer con los medios económicos necesarios para cada uno de los departamentos con el objeto de que puedan funcionar debidamente.

El sector de compras está integrado por dos miembros con gran experiencia en este ramo. Ellos son los encargados de planificar las compras, seleccionar proveedores y llevar el control de los costos.

Recursos Humanos realiza las siguientes tareas:

- ❖ Búsqueda de posibles trabajadores, generalmente la mayoría de este tipo de trabajadores se acerca a la obra para solicitar puestos.
- ❖ Legajos
- ❖ Tramitación de suspensión de empleo
- ❖ Tramitación de despidos

- ❖ Análisis de incumplimientos que suelen ser causa de despidos
- ❖ Estudio del ausentismo
- ❖ Resoluciones de problemas laborales
- ❖ Prevención de riesgos
- ❖ Altas y bajas del personal
- ❖ Aplicación del convenio de U.O.C.R.A. (El Convenio Colectivo de Trabajo para la Industria de la Construcción)
- ❖ Depositar el fondo de desempleo
- ❖ Liquidación de sueldos

Respecto del personal de obra, encontramos las distintas categorías que comprende el campo de la industria de la construcción, teniendo en cuenta el convenio colectivo de trabajo de la UOCRA:

- ❖ Profesionales de la Dirección o Inspección de Obras
- ❖ Profesionales de la Empresa Constructora o Contratista
- ❖ Capataz de la Empresa Constructora o Contratista
- ❖ Oficiales Especializados
- ❖ Oficiales
- ❖ Medios Oficiales
- ❖ Ayudantes
- ❖ Auxiliares

El sector de ventas es el que se encarga de adjudicar los departamentos. En este departamento se recibe al cliente y se le permite cierto grado de modificación al inmueble de acuerdo a su interés antes de que se termine la construcción. Se trabaja en conjunto con una empresa de publicidad la cual se encarga del marketing y de la identidad visual de la empresa.

En el departamento de Arquitectura y Diseño, encontramos a 5 miembros, 4 arquitectos y un ingeniero. Ellos se encargan de confeccionar el proyecto y de realizar las tareas necesarias para posibilitar que el municipio de Córdoba apruebe el diseño y otorgue el permiso de obra.

4.4 Visión

La visión de la empresa es posicionarse en el ámbito provincial como la mejor empresa en el ramo de la construcción y mantenerse a la vanguardia en cuanto a las nuevas tecnologías de construcción, basándose en la especialización y capacitación del personal, respetando las normas para la conservación del medio ambiente y brindando siempre a los clientes una solución a sus necesidades. Se desea de este modo ser reconocidos como líderes por la capacidad, calidad y cumplimiento.

4.5 Misión

Construir y promover viviendas donde se une la innovación y calidad con personal calificado, trabajo en equipo, servicio y una tecnología de punta para satisfacer las necesidades de los clientes y del mercado inmobiliario. A la vez se pretende brindar a los inversores, confianza y seguridad jurídica; a la sociedad, fuentes de trabajo y calidad de vida; y a la ciudad, embellecimiento y desarrollo urbano.

4.6 Principales clientes

El proyecto está dirigido al segmento ABC 1. Es decir, al sector que se encuentra en el nivel más alto de la escala socioeconómica del país. . El segmento ABC1 (alto y medio alto) cuenta con un mayor ingreso disponible luego de la compra de la canasta básica total, excedente que vuelca a la compra de productos de segunda necesidad (diversión, esparcimiento) e inversiones. En los '90 se consideraban los segmentos A, B y C1 por separado, correspondiendo los dos primeros a niveles altos y el tercero a la clase media alta. La posterior concentración del ingreso hizo que se comenzaran a tomar como un sólo bloque, dada la pequeña porción de población que cada uno representa, lo que dio como resultado un segmento altamente heterogéneo.

Las diferencias socio-económicas de los sectores ABC1, en comparación al resto de los sectores socioeconómicos del país, se reflejan en diferentes hábitos de consumo que tienen ver con el sentido de pertenencia y la construcción de prestigio. Algo que caracteriza a los sectores sociales de alto ingresos.

Estos sectores de mayor nivel socio-económico, aunque minoritarios en cantidad, concentran una mayor proporción de ingresos que vuelcan al consumo en general y dinamizan áreas “Premium” del mercado en particular. Son justamente los ABC1 los que, en un contexto inflacionario como el actual en la Argentina, prefieren gastar o invertir lo que perciben antes que ahorrar dinero.

A la hora de invertir, el consumidor ABC 1 evidencia una clara preferencia por los inmuebles y preferentemente a estrenar como una manera de protegerse de la inflación. A la hora de comprarlos tiene en cuenta las opciones disponibles en el mercado inmobiliario tales como departamentos, lotes, oficinas, locales comerciales y cocheras. En el caso de los departamentos particularmente considera factores como: el tiempo, donde analiza principalmente la situación económica del país y en qué etapa del desarrollo del emprendimiento es conveniente comprar; el lugar en que está ubicado, estudiando que la zona este consolidada, que sea segura, con los servicios de infraestructura adecuados así como su proximidad al lugar de trabajo, establecimientos educativos, hospitalarios, etc.; y también la seguridad que le transmite la desarrollista a cargo del proyecto, es decir, se tiene en cuenta la imagen, trayectoria, garantías post venta, así como el encuadre jurídico de la misma.

Esto se debe a la inexistencia de otras alternativas de inversión, ya que por un lado, el plazo fijo hoy no es viable dado que el nivel de precios sube a una tasa mayor que el interés que se paga. Por otro lado, invertir en dólares hoy no es conveniente puesto a que la tasa de devaluación es muy inferior a la de inflación. A la vez, el Merval y los fideicomisos financieros, si bien presentan rendimientos aceptables, la poca habitualidad de los ciudadanos con su funcionamiento, hace que quede fuera de sus posibilidades.

Por otro lado tendrá la disyuntiva al tiempo de elegir producto de otro mercado que es muy tentador, el mercado inmobiliario de Miami que luego de la crisis hipotecaria de 2008 ofrece propiedades subvaluadas.

4.7 Principales proveedores

La empresa trabaja con las empresas más prestigiosas y reconocidas en el mercado local y que han tenido una continuidad de trabajo con los desarrollistas en los últimos años. La selección se realiza previo concurso de precio y calidad de producto ofrecido, pero sobre todo por la continuidad de trabajo y solvencia económica demostrado en anteriores contrataciones.

Con diez de ellos se efectuaron operaciones de canje, al igual que con el lote que fue canjeado por un equivalente a doce departamentos, a los efectos de garantizar el mantenimiento de los precios y poder comenzar la construcción junto con las preventas o ventas en pozo (como se lo denomina en el rubro) ya que en el emprendimiento la inversión inicial es de cero.

Aproximadamente la empresa cuenta con 24 principales proveedores. Entre ellos podemos nombrar:

- ❖ FERROCONS S.A
- ❖ MATYSER S.A
- ❖ MINETTI S.A.
- ❖ LOS MOLINOS S.A
- ❖ DECARAL S.A
- ❖ HILTI S.A.
- ❖ TEMUCO S.R.L
- ❖ ARENA HNOS. S.R.L
- ❖ MIGUEL SCHEIMBERG S.A.C.I.F.I.
- ❖ ALUMINIOS DEL INTERIOR S.A.
- ❖ HAMSA S.A
- ❖ ABERTURAS ALEMANAS S.A.
- ❖ MOSS S.R.L
- ❖ SUCESIÓN DE JUAN CARLOS GURDULICH.
- ❖ SERIN S.A
- ❖ RENO
- ❖ VANOR S.A.
- ❖ HIERROS INDUSTRIALES S.A.
- ❖ JUAN CARLOS BARTOLLI
- ❖ DRA
- ❖ SERVET
- ❖ PINTECORD
- ❖ EBANO
- ❖ TESON

4.8 Análisis del sector

Luego de la crisis económica que se desató a finales del 2001, cuando se incautaron las cuentas bancarias a plazo de los ahorristas, muchos argentinos comenzaron a volcarse al ahorro en ladrillos, convirtiendo al sector en uno de los principales motores del crecimiento de los últimos años.

El sector inmobiliario argentino tuvo un crecimiento cercano al 100 por ciento entre 2003 y 2008, según cifras oficiales elaboradas por el INDEC (Instituto de estadísticas y censos), multiplicando la oferta en el mercado.

En 2009 se mostro un bajo nivel de actividad durante el primer semestre con una recuperación a partir del segundo. Con relación a la evolución que tuvieron los precios durante este año, el mercado no ajustó de manera general los precios hacia la baja como la importante caída de la demanda hacía prever. Es decir, que en términos generales los precios se mantuvieron estables en dólares.

Al año siguiente se observó un mayor nivel de actividad pero moderado debido a la desaceleración de la economía a finales de 2008 a causa de la crisis global, la incertidumbre política alimentada por la crisis institucional que se desató por el uso de reservas del Banco Central para pagar deuda, la dificultad para obtener créditos hipotecarios como también por el exceso de oferta en el mercado local que se generó durante el auge de los últimos años. Sin embargo, superados los primeros meses del año se observó un incremento en los valores de compraventa en virtud de la inflación, de la estabilidad nominal de la paridad peso-dólar (depreciación real) y una virtual desvalorización del dólar frente a otras monedas y activos. Particularmente, frente a la restricción del crédito hipotecario que limitó la integración de la clase media, el sector socioeconómico que se mantuvo activo fue el ABC 1.

El 2011 arrancó con fuerza para el mercado de viviendas y se mantienen las buenas perspectivas en el sector por lo que se puede decir que el golpe recibido por el mismo durante la crisis quedó definitivamente atrás. El segmento ABC1 está en un momento ideal, en pleno crecimiento y con compradores expectantes de nuevas propuestas. En el caso de la clase media, aún está pendiente la aparición de opciones crediticias que permitan un mayor dinamismo en este sector.

Por otro lado, a los desarrollistas, hoy les preocupa las subas en los costos de construcción que con un dólar estable frente a una alta inflación en pesos no hace más que provocar continuos incrementos en los costos.

Los expertos aseguran que el ladrillo está consolidado como refugio de valor y eso mantiene las expectativas de todos los actores. Más aún en épocas pre-electorales. Sin embargo, destacan que irán tomando cada vez más fuerza las viviendas a estrenar, las inversiones desde pozo y las obras con algún diferencial ya sea en calidad o por los amenities. A demás agregan que las operaciones preferidas son las que se concretan a través de los fideicomisos al costo o a precio fijo en dólares.

El 2011 es un buen momento para invertir en ladrillos teniendo en cuenta que el costo de la construcción seguirá en alza, y esto llevará a una revalorización de las propiedades y en comparación con otras inversiones, genera rentabilidad y, al mismo tiempo, el bien se sigue revalorizando.

Por último cabe destacar, Es claro que en el sector sólo sobrevivirán los profesionales que sepan desarrollar emprendimientos sólidos. Quedarán expulsados quienes habían encontrado un nicho donde obtener dinero fácil por la diferencia entre los precios de venta y los bajos costos. Los desarrolladores deben ajustar al máximo y evaluar al detalle cada proyecto para lograr el control total de las variables, además de ser selectivos a la hora de elegir la ubicación de la nueva obra y el potencial de una zona. Se trata de obtener el mejor precio posible de la tierra y ajustar los costos para que la construcción sea lo más rentable posible.

4.9 Análisis comparativo entre la figura del Fideicomiso y la Sociedad Anónima.

Tradicionalmente la forma jurídica con la que se llevaban a cabo emprendimientos inmobiliarios era la Sociedad Anónima. Luego a partir de la sanción de la ley 24.441 el sector de la construcción adoptó en su mayoría la figura del fideicomiso siendo en la actualidad la herramienta más utilizada. La diferencia principal es que los fideicomisos brindan mayor agilidad y flexibilidad para la concreción de un negocio en la industria de la construcción.

Analizando las diferencias entre ambas figuras podemos mencionar:

- Los fideicomisos permiten el pago de utilidades a lo largo del proyecto sin necesidad de que exista un balance aprobado con utilidades líquidas y realizadas.
- Los inversores en un fideicomiso, más allá del aporte invertido, 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.
- El Fideicomiso 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. A su vez, los fiduciantes determinan las facultades del fiduciario mientras que en las S.A el presidente del Directorio tendrá la obligación de actuar como “buen hombre de negocios” pero 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% suscrito.
- 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 fideicomitados 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.
- El Fideicomiso cuenta con importantes descuentos fiscales que se obtienen operando con este instrumento y no bajo la figura de una sociedad anónima. Si el emprendimiento se hace bajo la forma de una S.A., la persona jurídica debe pagar 35% de Impuesto a las Ganancias, pero en el fideicomiso cada miembro tributa a título personal en escalas del 10 al 35 por ciento. Sin embargo, esto ocurre sólo si la figura del fiduciante coincide con la del beneficiario.

4.10 Análisis F.O.D.A.

FACTORES NEGATIVOS	
FACTORES EXTERNOS	AMENAZAS
	*Elecciones presidenciales * Creciente inflación *Falta de credibilidad en los organismos públicos (INDEC) *Dolar estable
FACTORES INTERNOS	DEBILIDADES
	*Al ser una empresa reciente con tareas muy complejas, hay dificultades en la organización y el control
FACTORES POSITIVOS	
FACTORES EXTERNOS	OPORTUNIDADES
	*La inestabilidad en el mercado genera oportunidades de inversión en el sector por parte de ahorristas *Necesidad creciente de unidades habitacionales con un alto nivel de confort y ubicados en sectores de baja densidad poblacional (zona norte) y con espacios verdes importantes. * La imagen que la empresa "BB" tiene a nivel mundial por sus emprendimientos exclusivos.
FACTORES INTERNOS	FORTALEZAS
	*Cuenta con personal capacitado y de experiencia en la actividad en los últimos 20 años

CAPITULO V

DEFINICION DE VARIABLES Y ESCENARIOS

5.1 Variables económicas

Las variables económicas son resultado de un conjunto de pautas económicas, sociales, políticas y financieras que marcarán un escenario específico. Entre las principales premisas que deben ser estudiadas a los efectos de estimar y cuantificar las variaciones en las variables y su impacto en el emprendimiento, desde la confección de un presupuesto operativo inicial hasta el final del proyecto, se encuentran:

- ❖ Política monetaria
- ❖ Política fiscal
- ❖ Política Cambiaria: Valor del tipo de cambio
- ❖ Inflación
- ❖ Precio
- ❖ Comportamiento de la demanda

El proceso inflacionario es uno de los conflictos económicos más graves de nuestro país no sólo porque es uno de los principales impedimentos para que el actual ritmo de expansión en la actividad económica sea sostenible en el tiempo sino porque además, profundiza gran parte del resto de los problemas económicos que tiene Argentina como la pobreza, los conflictos laborales, la falta de infraestructura, de inversiones y de financiamiento de largo plazo, el atraso tarifario, el problema energético, etc. Argentina se encuentra actualmente en el grupo de países con mayor inflación del mundo presentando niveles cercanos al 24% anual que, si bien todavía están lejos de los peligrosos escenarios hiper-inflacionarios de los 80's, se encuentra en el rango de tasas de inflación altamente inestables lo cual aumenta los peligros implícitos de dicho proceso.

Entre sus causas podemos mencionar el crecimiento de la oferta monetaria a una tasa superior a la tasa de crecimiento de la demanda de dinero llamada inflación monetaria. La menor demanda de dinero no se explica tanto por la compra de dólares sino por el propio aumento en la tasa de inflación que lleva a los individuos a sustituir parte de sus tenencias de pesos por bienes a los efectos de mantener lo más posible el poder adquisitivo de sus activos. Por otro lado con respecto a la oferta de dinero su aumento se debe al deterioro de las cuentas fiscales como así también para mantener el tipo de cambio competitivo. La economía Argentina también se ve afectada por las expectativas inflacionarias. En el país existe un mayor pesimismo en relación a la inflación en todas las

regiones del mismo siendo superior en los estratos sociales de menor poder adquisitivo que en los sectores más ricos. Es decir, al observarse una tendencia creciente en la tasa de inflación en los años anteriores el público espera racionalmente que en el presente año también haya inflación condicionando las operaciones comerciales a dicha expectativa. Respecto de la inflación estructural podemos mencionar al precio del petróleo, ya que a partir de la suba de este se va generalizando a todos los demás bienes y servicios. Por otro lado, el gobierno está llevando a cabo una política de estímulo al consumo, haciendo a la demanda mayor a la oferta. Dicha medida en condiciones cercanas al pleno empleo ha generando más presión inflacionaria e importadora agravando el escenario.

Particularmente las empresas constructoras, están experimentando incrementos en la mano de obra y en los materiales donde las soluciones próximas para resguardarse es el acopio de estos últimos antes de comenzar la obra o no vender todas las unidades al comienzo para ajustar los precios finales. Hoy los gremios pactan ajustes escalonados para proteger el poder adquisitivo de los asalariados y el poder que están adquiriendo les permite lograr incrementos hasta por encima de su rendimiento laboral haciendo caer el índice de productividad por empleado obligando a las empresas a mantener el plantel de trabajo aún cuando podría necesitar aumentarlo y generar nuevos empleos. Este fenómeno, el poder de los gremios, es otra de las causas de la baja de calidad institucional en el país que no sólo desalienta a los inversores locales sino también a los extranjeros. Como se menciono anteriormente, el gremio de la construcción es la Unión Obrera de la Construcción de la República Argentina (UOCRA), que determina los salarios básicos de los trabajadores constructores por categoría y por zona. A la fecha el fideicomiso se rige por el Convenio Colectivo de Trabajo Nro. 76/75.

Por otro lado el país está experimentando un atraso cambiario que surge de las comparaciones entre el tipo de cambio nominal y el real así como también con la paridad multilateral, es decir, con el real valor del dólar. Esta ancla revela el firme poder de incidencia que tiene el Banco Central (BCRA) en el mercado cambiario que a la vez, obliga a los inversores minoristas a rever al dólar estadounidense como opción de resguardo del ahorro.

Como se ha mencionado anteriormente la demanda a la que se enfrenta el fideicomiso está formada por los inversores ABC 1. Este nicho de mercado, si bien consume e invierte selectivamente, la situación económica del país lo ha llevado a hacerlo pero al menor costo posible. Los precios de las unidades están expresados en dólares lo que condicionará los ajustes en función del comportamiento de la divisa a los efectos de que dicho importe siga siendo aceptado.

Como se podrá observar en el análisis económico del presente trabajo, los retornos de la inversión se ven modificados por la inflación en los precios de venta y en los costos de producción. Lo normal es que la inflación en las ventas de un proyecto no sea la misma que la inflación en los costos. La inflación de las ventas de un proyecto depende de la inflación general de la economía, el tipo de cambio y de una serie de factores competitivos, y puede ser por lo tanto, mayor o menor que la inflación. Así mismo, la inflación en los costos de operación es función de la inflación así como también de la calidad de la administración y de la eficiencia y composición de los proveedores. Si bien los inversores no tienen control sobre dicho fenómeno, debido a que depende de factores macroeconómicos, procuran controlar la inflación en sus ventas y costos a nivel de empresa con el propósito de obtener la mayor rentabilidad posible.

5.2 Definición de escenarios

El análisis de escenarios que se pretende realizar en este trabajo es una técnica de anticipación destinada a la reducción de la incertidumbre provocada por la velocidad y la complejidad con que se producen los cambios en el entorno económico, sociocultural y político. Hoy en día es necesario llevar a cabo un análisis estratégico detectando posibles condiciones futuras y determinando alternativas de actuación.

Las variables reinantes bajo análisis, indicativas de lo que ocurrió a partir de Junio de 2010 y se estima que ocurrirá al mes de Junio de 2012, son analizadas al mes de Junio del año 2011. Como las variables están interrelacionadas se pueden considerar tres distintos escenarios alternativos, combinando las mismas de modo diferente pero de manera coherente, empleando el modelo macroeconómico de la demanda agregada IS–M inspirado en las ideas de Keynes como referencia el cual explica las consecuencias de las decisiones del gobierno en materia de política fiscal y monetaria.

Los inversionistas deben entender el estado y funcionamiento de la economía a nivel macro, las políticas adoptadas y el comportamiento del nicho de mercado ABC 1; porque es dentro de este contexto que la empresa y el proyecto se desarrollan. A la vez también es importante el poder predecir, dentro de cierto margen razonable, las medidas posibles de implementarse y el efecto de estas sobre la rentabilidad del emprendimiento.

En el haber de la economía Argentina está el ritmo de la economía y la tasa de desempleo estable. Todo esto pese a la inflación, la principal preocupación empresaria. En el debe, los escasos avances en fomentar un clima de inversiones y la falta de crédito.

Las percepciones surgen de las opiniones de los principales ejecutivos y consultoras del país, cuyas opiniones en lo que respecta a qué factores serían los más amenazantes para la estabilidad económica de la Argentina, la mayoría señaló la inflación y los reclamos salariales seguida de la confrontación política. Por otro lado, afirman que para tratar la inflación consideran que el Gobierno debe implementar un plan antiinflacionario, aun cuando ello implique un impacto negativo sobre la actividad económica de corto plazo. (La Nación, 2010)

Respecto a la inflación real estimada para el 2012, el 68% de los empresarios manifestó que la misma se ubicará en el rango del 20% al 30%. El 18% estimó que será entre el 10% y el 20%, y el 13% de los participantes consideró que puede alcanzar valores mayores al 30%. Tan solo el 1% de los encuestados expresó que la inflación estaría en el orden del 0 al 10% el año próximo. Frente a la pregunta acerca de cómo evolucionarán los salarios en 2012 respecto a los precios de los productos/servicios, un 45,5% de los encuestados respondió que los salarios aumentarán de igual manera, un 31% consideró que los salarios evolucionarán de mayor manera, y un 23,5% contestó que los mismos se incrementarán en menor medida que los precios de los productos/servicios. En cuanto a las expectativas para el 2012 en relación al valor del dólar, el 46% de los encuestados estimó que llegará a cifras mayores a los \$4,60, el 44,5% consideró que se encontrará en la banda de \$4,30 a \$4,60, y sólo un 9,5% respondió que el valor se ubicará entre \$4,15 y \$4,30 la unidad.(Clarín,2011)

5.2.1 Escenario A

El escenario A plantea un modelo consumista inflacionario. Se estima que la Argentina tendrá tasas ascendentes de inflación en 2011 y 2012⁶ a causa de políticas fiscales y monetarias expansivas. Una de las medidas que deberían adoptarse para intervenir en la inflación es la reducción del gasto público, pero al ser el 2011 un año electoral, es prácticamente imposible. El financiamiento al sector se llevara a cabo con fondos extraordinarios del Banco Central y ANSES⁷.

La emisión monetaria priorizará el financiamiento al sector publico donde el Banco Central aplicara una política expansiva, así como también para intervenir en el mercado cambiario y sostener el tipo de cambio que en 2012 mostrara una suba del 15% respecto a diciembre de 2010 acrecentando el proceso inflacionario con una tasa de emisión más elevada que en 2010⁸. Si bien una contracción monetaria y cambiaria reduciría la inflación seria a costas de una recesión y no funcionaria a demás por la inercia inflacionaria.

El impulso al consumo a través del crédito, retraso cambiario y tasas de interés negativas que genera inflación de demanda, se estima que se mantendrá hasta el primer semestre de 2011 y que en la segunda mitad del año este podría ser más lento por una mayor fuga de capitales a causa de las elecciones presidenciales de Octubre. Sin embargo, se espera que en diciembre dicho impulso vuelva a crecer y sea el sustento junto con el consumo público y las exportaciones del crecimiento económico del país en el periodo. El aumento del consumo no significará mantener elevado el nivel de actividad, sino la permanencia de presiones inflacionarias (junto con los buenos precios externos de los commodities) e importadoras (ya que no aumentarán las inversiones producto de las elecciones). A esto se le debe sumar la falta de confianza que se evidenciara en la fuga de capitales mencionada a la vez que la capacidad productiva estará al límite⁹.

En cuanto al incremento en los costos de construcción tanto los materiales como la mano de obra ambos acompañarán a la inflación pero habrá mayor impacto en la mano de obra

⁶⁻⁴Greaves, P. (2011). Principales proyecciones 2011/2015, la versión de Abril. Recuperado de <http://www.greaves.com.ar/noticias/val/52252/el-rumbo-de-la-macro.html> .

⁷ Managment & Fit Consultora (2011). Newsletter Nro. 39. Recuperado de www.myfconsultora.com.ar

⁸ Gonzales Eiras M. (2011). Pronóstico 2011: Economía local. Recuperado de <http://economiaposible.wordpress.com/2011/01/20/pronostico-2011-economia-local/>

estimando un incremento de un 10% por encima del incremento en los materiales. Los aumentos salariales serán con el objetivo de mantener el poder adquisitivo de los asalariados y al igual que en materiales los incrementos serán pequeños pero constantes. En particular, se considera que el precio del petróleo influirá directamente en el precio de estos últimos.¹⁰

VARIABLE	2011	2012
Inflación	28%	34%
Tipo de Cambio	4,2	4,5
Salarios (Mano de Obra)	24%	30%
Ventas concretadas	90%	10%
Incremento Precio de Venta	15%	20%

Fuente: elaboración propia en base a datos detallados precedentemente.

Como se observa en el cuadro precedente la inflación tendrá un incremento porcentual del 21,42% pasando de un 28% en 2011 a un 34% en el 2012. Este aumento del nivel general de precios se deberá fundamentalmente al modelo de política económica consumista e inflacionaria resultado de las recurrentes políticas monetarias y fiscales expansivas que generaran presión sobre la demanda agregada.

Otra consecuencia de la política monetaria expansiva será la caída de la tasa de interés presionando a un aumento del tipo de cambio, que si bien aumentaría un 7,14%, no sería exagerado debido a la intervención de la autoridad monetaria para que ese valor se mantenga dentro de ciertos límites previamente determinados.

Otro aspecto de esta política es la constante intervención de los sindicatos que presionan para mantener la participación de los asalariados en la distribución del ingreso aumentando los salarios, que en este escenario se incrementan un 25% entre el 2011 y 2012. Este aumento del salario presionará aun más el aumento del nivel general de precios.

Con respecto al precio de ventas, vemos que el incremento para el 2012 será de un 20% respecto de la proyección inicial. Este aumento es viable, ya que si bien el tipo de cambio aumenta, no lo hace en demasía, permitiendo un incremento en los precios de ventas que están expresados en dólares.

¹⁰ Abeceb Consultora. Informe mensual de la Construcción Abril 2011. Recuperado de www.abeceb.com/uploads/IMC_2011_04.pdf

5.2.2 Escenario B

El escenario que se plantea a continuación es resultado de una medida antiinflacionaria y de enfriamiento de la economía que se aplicará en 2012 mientras que los indicadores se proyectan sin mayores cambios para 2011 donde se llevaran a cabo políticas de fortalecimiento al mercado interno y al consumo popular.

La inflación está amenazando el crecimiento futuro de modo que para conservar un proceso de crecimiento sostenible la inflación debe reducirse¹¹. Es por ello que se anunciará un plan antiinflacionario eliminando las políticas de impulso a la demanda agregada, manteniendo un tipo de cambio real competitivo, y administrando las expectativas de inflación.

El gobierno dispone de las políticas fiscal y monetaria para desacelerar la demanda en un programa antiinflacionario. Sin embargo se considera que la responsabilidad principal por el control de la demanda agregada debe cargarse sobre la política fiscal, considerando que en nuestro país no es posible controlar la demanda agregada exclusivamente mediante la política monetaria, porque los mecanismos de transmisión son particularmente débiles en función de las expectativas.

En la actualidad la argentina presenta una propensión de aumento del gasto público y consumo apalancado por el aumento de la presión fiscal, retenciones a las exportaciones, giros del BCRA al tesoro, uso de reservas, impuestos al cheque, expansión monetaria sin medida, captura de cajas previsionales, financiamiento por ANSES, recaudación por inflación, etc. haciéndose el gobierno de gran liquidez favoreciendo a la inflación y perjudicando el ahorro público y privado. Por otro lado los aumentos de sueldos cada vez mayores implican pérdida de competitividad de los inversores y la población solo piensa en consumir por el temor a la caída del salario real.

Se llevarán a cabo políticas fiscales restrictivas estableciendo como meta una inflación del 22% para el 2012. En cuanto impactarían dichas políticas en el enfriamiento de la economía dependerán de la inercia inflacionaria y la coordinación de los aumentos de precios y salarios. Se considera que las expectativas de la población serán buenas y mostraran un compromiso con la política a la vez que los frenos de precios y salarios acordados con los empresarios y representantes sindicales serán efectivos.

¹¹ Frenkel Roberto (2011). Centro de Estudios de Estado y Sociedad. (CEDES). El Enfriamiento de la Economía y la imprescindible política antiinflacionaria. Recuperado en www.iprofesional.com/adjuntos/download/99/0209975.pps

La política fiscal será el principal instrumento de control de la demanda agregada mediante la recuperación del superávit primario a través de la reducción del gasto público. Se considera que un control del gasto público es lo más importante cuando un gobierno tiene un exceso de recursos, recaudación muy buena y puede pedir dinero. A su vez, el impulso fiscal debe ser contractivo, por lo que no basta aumentar el superávit primario tasando ingresos adicionales como los que resultan del aumento de los precios internacionales de las exportaciones, por ejemplo ajustando los subsidios a sectores de altos ingresos.

VARIABLE	2011	2012
Inflación	28%	22%
Tipo de Cambio	4,2	4,8
Salarios (Mano de Obra)	24%	20%
Ventas concretadas	90%	10%
Incremento Precio de Venta	15%	10%

Fuente: elaboración propia en base a datos detallados precedentemente.

En el presente escenario se observa en contrapartida con el anterior, que la variación en el nivel general de precios será negativa ya que se reduce la inflación en un -21,42%. Este es el efecto de la política fiscal, cuyo principal objetivo, es el control de la demanda agregada a través de la reducción del gasto público.

Otra consecuencia de la política fiscal contractiva será la baja en la tasa de interés con el consecuente aumento del tipo de cambio aunque en este escenario el aumento es mayor que en el escenario anterior alcanzando los \$4,8 en el año 2012. Este aumento del tipo de cambio hará que el incremento en los precios de venta se reduzca pasando de un 20% en el escenario a un 10% en el presente escenario.

Por otra parte se supone un apoyo a la política antiinflacionaria entre empresarios y grupos sindicales, los cuales se comprometen en forma efectiva a no generar pugna distributiva. En este sentido, se visualiza en el cuadro una disminución del costo salarial para el 2012 en un -16,66%.

5.2.3 Escenario C

El escenario C está basado en las concepciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)¹² y se pretende, al igual que el anterior, la implementación de una política antiinflacionaria. Como punto de partida, el Instituto de Estadísticas y Censos (INDEC) presentarán un nuevo índice de precios nacional donde se contemplarán las recomendaciones formuladas por el FMI y las propuestas de universidades nacionales a los efectos de sincerar la institución con mediciones más cercanas a la experiencia de los consumidores.

Luego, a partir de un Banco Central independiente se alineará la política monetaria con objetivos de baja inflación y la política fiscal se moderará, es decir, el gasto público crecerá menos que los recursos tributarios. Se tiene como objetivo un enfriamiento de la economía priorizando el manejo específico de la política monetaria. Para ello se procura influir en las variaciones de la demanda agregada a través de aumentos en la tasa de interés. Una Mayor tasa de interés tenderá a deprimir la demanda.

Las variaciones en la demanda agregada perseguidas por la política monetaria no ignora el efecto simultáneo sobre el nivel de actividad y empleo pero como se menciono anteriormente, la medida tiene un único propósito, se pretende frenar la inflación. La variación en la tasa de interés incidirá sobre la demanda agregada que se verá disminuida a través del ahorro, el cual aumentará al inducir al consumidor a gastar menos y ahorrar más, y a través del crédito ya que puede inducir a una menor inversión o menor consumo a crédito.

La caída de la demanda agregada está acompañada por una disminución de los precios internos, que a su vez, elevarían el tipo de cambio real tornando más competitivas a las exportaciones aumentando la recaudación vía retenciones. Este aumento a su vez presionará a una disminución del déficit fiscal, con lo cual, se podría financiar mayor cantidad de gasto público con recursos genuinos. A su vez la disminución de la oferta monetaria incrementaría la tasa de interés por encima del crecimiento de los precios (tasa de interés real positiva) desacelerando aun más la inflación de demanda.

¹² Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook. (Abril, 2011). Recuperado de: <http://www.imf.org/external/spanish/index.htm>

VARIABLE	2011	2012
Inflación	28%	15%
Tipo de Cambio	4,2	3,8
Salarios (Mano de Obra)	24%	10%
Ventas concretadas	70%	30%
Incremento Precio de Venta	15%	25%

Fuente: elaboración propia en base a datos detallados precedentemente.

En este escenario, lo más relevante es la reducción extrema de la inflación de un 28% en el 2011 a un 15% en el 2012. Este escenario será el producto de una política monetaria contractiva, es decir, los precios crecerán menos por una contracción de la oferta monetaria. Así mismo la reducción de la cantidad de dinero hará aumentar la tasa de interés haciendo caer el tipo de cambio a \$3,8 en 2012 haciendo posible que los precios de venta se incrementen un 25% respecto de la proyección inicial. Al igual que en el escenario B el incremento en los salarios es menor debido a una menor participación de los sindicatos en la economía y de acuerdos con los empresarios.

CAPITULO VI

ANALISIS ECONOMICO

El fideicomiso analizado se encuentra realizando sus operaciones en forma continua e ininterrumpida, generando constantemente, ingresos por las ventas de las unidades habitacionales y egresos para cubrir la compra de materias primas, materiales, y otros insumos. El análisis económico se ha llevado a cabo a través de la presentación sistemática de los costos y beneficios financieros del proyecto en cada escenario preestablecido tratado dichas corrientes de dinero en función de los comportamientos estimados de las variables reinantes alterando el indicador de rentabilidad establecido denominado margen de utilidad.

La rentabilidad del proyecto es la suma del precio de venta en dólares menos el costo de la construcción en pesos y el efecto impositivo. Actualmente con inflación y dólar quieto, el costo del desarrollo se ve incrementado, haciendo necesario el aumento de precios en dólares limitando la rentabilidad a la disposición de la demanda a pagar esos precios. El desfase entre la inflación y la cotización del dólar está generando tensiones en la economía que cuando se sinceren posiblemente el país entre en un ciclo económico recesivo. Esta realidad es la que fundamenta el planteamiento de escenarios y el análisis del margen de utilidad en cada uno de ellos como medida de la rentabilidad a los efectos de reducir la incertidumbre y actuar en consecuencia.

Tanto los ingresos como los costos han sido analizados tomando como base el pronóstico elaborado por la empresa en Junio de 2010 y la información suministrada por la misma respecto del avance que han tenido las cobranzas y pagos así como lo que estiman ocurrirá con los mismos hasta la finalización del proyecto. Los ingresos están conformados por la venta de los departamentos para los cuales se otorga un plazo de pago no mayor a seis meses y sin interés, y por operaciones de canje. Los costos se dividen en hard-cost y soft-cost que sumados dan el costo total del metro cuadrado. El primero incluye el valor de la tierra, materiales y mano de obra mientras que el segundo incluye el asesoramiento para armar el fideicomiso, dirección y administración, impuestos (al Cheque, Ingresos Brutos, IVA, Ganancia Mínima Presunta y Ganancias) y la comisión de la inmobiliaria que comercializa las unidades.

Para el análisis se procedió a la sistematización y presentación de los costos y beneficios en flujos de fondos semestrales para cada uno de los escenarios determinados, para luego resumir dichos valores en un indicador que permite comparar los distintos escenarios teniendo una visión clara de las posibilidades de rentabilidad futuras. El flujo de fondos elaborado es una síntesis de

todos los estudios realizados por el fideicomiso como parte de la etapa de pre-inversión los cuales fueron actualizados según la ejecución y las proyecciones futuras. El mismo estará formado por dos tipos de flujos de fondos, históricos y futuros siendo para los primeros un instrumento de control y para los segundos un instrumento de planeación financiera ya que en base al flujo de fondos histórico último se estiman las futuras corrientes de origen y aplicaciones de fondos.

6.1 Presupuesto Operativo

El fideicomiso, previo al inicio de la obra, elaboró un presupuesto sobre el cual se efectúan las estimaciones de rentabilidad para los tres escenarios. Esta herramienta es el principal presupuesto de la empresa, es decir, la culminación de todo un proceso de planeación y, por lo tanto, comprende todas las áreas del negocio, como son ventas, producción, compras, etc. Los ingresos y costos relevados del mismo serán objeto de ajustes en función de las variables analizadas en el capítulo V. A continuación se presenta el presupuesto operativo inicial junto con el flujo de los fondos en función del mismo.

PRESUPUESTO OPERATIVO		
	USD	Pesos
INGRESOS		Tipo de cambio:3,945
Ventas (incluye cocheras opcionales)	\$ 24.763.439,00	\$ 97.691.766,86
Canje lote	\$ 3.000.000,00	\$ 11.835.000,00
Canje materiales ¹³	\$ 3.571.099,00	\$ 14.087.985,56
TOTAL INGRESOS	\$ 31.334.538,00	\$ 123.614.752,41

Fuente: elaboración propia en base a datos proporcionados por la empresa

El fideicomiso inicia la obra en 2010 con una inversión inicial de cero pesos. El financiamiento ha sido mediante operaciones de canje y preventas haciéndose de los fondos necesarios para poner en marcha la obra. El total de ingresos estimados considera la venta de cincuenta y seis departamentos con un valor promedio de USD 442.204,26 cada uno, lo que representa el 79% de los ingresos, y estos estarían sujetos a variaciones en el precio de venta y cotización del dólar. Por otro lado se han llevado a cabo operaciones de canje en veintidós unidades donde diez han sido canjeadas por materiales y mano de obra para la construcción de las torres y cocheras con un valor promedio de USD 357.109, 9 cada una y doce unidades restantes

¹³ En ANEXO Nro. 2 se detalla la composición del rubro Canje Materiales.

por el lote con un valor promedio de USD 250.000 cada una, representando en su conjunto el 21% del ingreso total esperado no estando sujeto a las variaciones ante mencionadas. Los precios de venta mencionados han sido calculados estableciendo un margen del 7,30% calculado considerando tanto los ingresos y egresos sin las operaciones de canje.

Al mes de junio de 2011 se encuentra vendido el 70% del proyecto lo que equivale a 39 departamentos y 27 cocheras. Para finales del presente año se estima estará vendido el 90% lo que indica la venta de 11 departamentos y 8 cocheras en dicho periodo y a junio del año próximo se espera que el emprendimiento este vendido en un 100% lo que supone la concreción de 6 operaciones de compraventa departamentos y cuatro de cocheras.

COSTOS			
HARD COST		USD	Pesos
Tierra	\$	3.000.000,00	\$ 11.835.000,00
Limpieza de lote, movimiento de suelo y línea de rivera	\$	583.696,73	\$ 2.302.683,60
Construcción de torres y cocheras	\$	15.885.506,28	\$ 62.668.322,27
Obras exteriores	\$	1.930.400,00	\$ 7.615.428,00
TOTAL HARD COST	\$	21.399.603,01	\$ 84.421.433,87
SOFT COST			Pesos
Gestiones y derechos de edificación	\$	170.000,00	\$ 670.650,00
Proyecto, Cómputos, PH, dirección técnica y gerenciamiento	\$	1.272.000,00	\$ 5.018.040,00
Contingencias	\$	100.000,00	\$ 394.500,00
Gastos administrativos	\$	684.000,00	\$ 2.698.380,00
Gestión fiduciaria	\$	80.000,00	\$ 315.600,00
Asesoramiento legal, impositivo, ingeniería y arquitectura	\$	181.000,00	\$ 714.045,00
Impuestos	\$	1.109.598,95	\$ 4.377.367,86
Cargas Sociales	\$	2.401.387,58	\$ 9.473.473,99
Gastos comercialización	\$	1.958.278,10	\$ 7.725.407,10
Seguridad	\$	140.000,00	\$ 552.300,00
Seguros	\$	30.000,00	\$ 118.350,00
TOTAL SOFT COST	\$	8.126.264,63	\$ 32.058.113,95
TOTAL EGRESOS	\$	29.525.867,64	\$ 116.479.547,82

Fuente: elaboración propia en base a datos proporcionados por la empresa.

De acuerdo con los datos obtenidos el Hard Cost representa el 73% del costo total mientras que el Soft Cost el 27,5% del costo total. Los mismos serán ajustados en función de las variaciones en las variables planteadas, inflación en materiales y mano de obra, así como por nuevas sumas no remunerativas que se deberán abonar de acuerdo a nuevas disposiciones.

Dentro del Hard Cost, el terreno representa el 14% no estando sujeto a variación; los costos por la limpieza del lote, el movimiento de suelo y de los estudios correspondientes a la determinación de la línea de rivera, es decir la línea de cota ya que el proyecto bordea el Rio Suquía, representa el 3% estando sujeto a variaciones; los costos de la construcción de las torres y

cocheras el 74% del cual el 77% de dicho costo está sujeto a variación ya que el 23% restante está formado por operaciones de canje; y por ultimo dentro del rubro las obras exteriores representan el 9% estando sujeto a variaciones.

En el Soft Cost, a diferencia del Hard Cost, la mayoría de sus componentes no estarán sujetos a variaciones producto de contratos convenidos por el plazo de la obra con los encargados de llevar a cabo las distintas tareas no pactándose ajustes de ningún tipo al igual que en las cargas fiscales (a los efectos de simplificar el análisis). Distinto es el caso de las cargas sociales, la cuales han sido calculadas aplicando el 48,39% sobre los costos totales de mano de obra, ya que tiene una relación directa con sueldos. A continuación se detalla la composición de dicho porcentaje:

CARGAS SOCIALES	
Aporte jubilatorio	14,18%
Contribución Única al Sistema de Seguridad Social	19,60%
Aseguradora de riesgos de trabajo (A.R.T)	8,16%
Aporte al Fondo de Cese Laboral	3,13%
U.O.C.R.A “ Fondo de Investigación, Capacidad y Seguridad”	3,16%
Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción (I.E.R.I.C)	0,04%
Fondo para el desarrollo de la construcción (FO.DE.CO)	0,04%
Fondo capacitación UOCRA	0,08%
TOTAL	48,39%

6.1.1 Flujo de fondos del presupuesto operativo

El flujo de fondos que se expone a continuación, que se toma de base para el planteamiento de los escenarios, combina costos históricos y proyectados a partir de un presupuesto base. Como se ha mencionado, al ser el presupuesto operativo la referencia para el armado de los escenarios, no se han aplicado los ajustes previstos para ellos a los efectos de comparar las variaciones estimadas determinando el impacto y consecuencias de las mismas. La asignación de ingresos y gastos a los respectivos semestres ha sido en función a datos proporcionados por el departamento de ventas y compras en función de lo presupuestado al inicio.

Al final del flujo se puede observar un ítem denominado “Caja Disponible” cuyo importe es la diferencia entre el ingreso del semestre y el costo del mismo período que es caja en el semestre siguiente y así sucesivamente hasta junio de 2012 que pasa a determinar la utilidad neta del proyecto.

Para una superficie total del proyecto de 22.302 metros cuadrados se procede a determinar el costo e ingreso total por metro cuadrado considerando la totalidad de erogaciones e ingresos en el periodo de dos años arrojando un valor de \$ 5.222,83 para el primero y de \$ 5.542 para el segundo y como consecuencia una utilidad de \$319,94 por metro cuadrado con su equivalente en dólares a un tipo de cambio¹⁴ de \$3,945 de USD \$81,10, que al momento de iniciar la obra era considerada aceptable. Con respecto al margen de utilidad, en función de los datos obtenidos, se obtendría una utilidad de \$ 0,06 por cada peso de venta considerando los canjes efectuados.

¹⁴ En ANEXO Nro. 6 se detalla la información respaldatoria correspondiente al valor de la divisa a junio de 2010.

Presupuesto Base					
INGRESOS	Proyectado	Ejecutado		Estimaciones proyectadas	
	jun-2010	a dic-2010	a 01/06/2011	a dic-2011	a jun-2012
% Vendido departamentos	100,00%	30,00%	40,00%	20%	10%
Departamentos vendidos	56	12	27	11	6
% Vendido Cocheras	100%	18,00%	52,00%	20%	10%
Cocheras opcionales vendidas	39	7	20	8	4
Ajuste al precio de venta		0%	0%	0%	0%
Ajuste al tipo de cambio: base \$3,945		0	0	0	0
VENTAS departamentos USD	\$ 24.061.439,00	\$ 7.218.431,70	\$ 9.624.575,60	\$ 4.812.287,80	\$ 2.406.143,90
VENTAS departamentos Pesos	\$ 94.922.376,86	\$ 28.476.713,06	\$ 37.968.950,74	\$ 18.984.475,37	\$ 9.492.237,69
VENTAS cocheras opcionales USD	\$ 702.000,00	\$ 126.360,00	\$ 365.040,00	\$ 140.400,00	\$ 70.200,00
VENTAS cocheras opcionales pesos	\$ 2.769.390,00	\$ 498.490,20	\$ 1.440.082,80	\$ 553.878,00	\$ 276.939,00
variación del tipo de cambio	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
variación en el precio		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
CANJE LOTE	\$ 11.835.000,00	\$ 11.835.000,00			
CANJE MATERIALES	\$ 11.010.885,56	\$ 11.010.885,56			
CANJE MANO DE OBRA	\$ 3.077.100,00	\$ 3.077.100,00			
CAJA DISPONIBLE			\$ 2.794.869,34	\$ 20.324.470,79	\$ 22.228.447,96
Total Ingresos	\$ 123.614.752,41	\$ 54.898.188,81	\$ 42.203.902,89	\$ 39.862.824,16	\$ 31.997.624,65
EGRESOS	Proyectado	Ejecutado		Estimaciones proyectadas	
	Jun-2010	a Dic-2010	a Jun-2011	a Dic-2011	a Jun-2012
HARD COST					
Ajuste por inflación	0%	0%	0%	0%	0%
Ajuste salarios	0%	0%	0%	0%	0%
Tierra: Canje lote	\$ 11.835.000,00	\$ 11.835.000,00	\$ -	\$ -	\$ -
Limpieza de lote, Movimiento de suelo y Línea de rivera	\$ 2.302.683,60	\$ 2.302.683,60	\$ -	\$ -	\$ -
Construcción básica torres y cocheras: materiales	\$ 32.298.099,15	\$ 6.041.226,27	\$ 9.271.143,50	\$ 7.585.481,04	\$ 9.400.248,34
Construcción básica torres y cocheras: Canje materiales	\$ 11.010.885,56	\$ 11.010.885,56			
Construcción básica torres y cocheras: Mano de Obra	\$ 16.282.237,57	\$ 3.609.695,36	\$ 3.564.501,58	\$ 2.916.410,38	\$ 6.191.630,24
Construcción básica torres y cocheras : Canje mano de obra	\$ 3.077.100,00	\$ 3.077.100,00			
Obras exteriores: Materiales	\$ 4.320.327,30	\$ 281.541,50	\$ 1.085.019,65	\$ 887.743,35	\$ 2.066.022,80
Obras exteriores: Mano de Obra	\$ 3.295.100,70	\$ 539.676,00	\$ 706.470,60	\$ 578.021,40	\$ 1.470.932,70
Variacion por Inflacion					
Variacion por Salarios					
Total Hard Cost	\$ 84.421.433,87	\$ 38.697.808,28	\$ 14.627.135,33	\$ 11.967.656,18	\$ 19.128.834,08
SOFT COST					
Gestiones y derechos de edificación	\$ 670.650,00	\$ 670.650,00	\$ -	\$ -	\$ -
Proyecto, Cómputos, PH, Dirección técnica y gerenciamiento	\$ 5.018.040,00	\$ 3.346.425,15	\$ 530.654,03	\$ 530.654,03	\$ 610.306,80
Contingencias	\$ 394.500,00	\$ 394.500,00	\$ -	\$ -	\$ -
Gastos administrativos	\$ 2.698.380,00	\$ 1.510.761,42	\$ 356.284,39	\$ 356.284,39	\$ 475.049,80
Gestión fiduciaria	\$ 315.600,00	\$ 145.381,14	\$ 51.064,47	\$ 51.064,47	\$ 68.089,91
Asesoramiento legal, Impositivo, Ingeniería y Arquitectura	\$ 714.045,00	\$ 305.698,05	\$ 122.504,03	\$ 122.504,03	\$ 163.338,90
Impuestos	\$ 4.377.367,86	\$ 121.602,525	\$ 948.401,28	\$ 948.401,28	\$ 1.264.538,78
Cargas Sociales	\$ 9.473.473,99	\$ 2.368.368,50	\$ 2.368.368,50	\$ 2.368.368,50	\$ 2.368.368,50
Gastos comercialización	\$ 7.725.407,10	\$ 3.318.754,13	\$ 2.705.273,57	\$ 1.119.696,81	\$ 581.682,60
Seguridad	\$ 552.300,00	\$ 93.969,90	\$ 137.451,69	\$ 137.451,69	\$ 183.426,72
Seguros	\$ 118.350,00	\$ 34.976,37	\$ 32.294,82	\$ 32.294,82	\$ 18.783,99
Variacion por salarios					
Total Soft Cost	\$ 32.058.113,95	\$ 13.405.511,18	\$ 7.252.296,78	\$ 5.666.720,02	\$ 5.733.586,00
Total Egresos	\$ 116.479.547,82	\$ 52.103.319,47	\$ 21.879.432,10	\$ 17.634.376,19	\$ 24.862.420,08
Caja disponible		\$ 2.794.869,34	\$ 20.324.470,79	\$ 22.228.447,96	
Utilidad neta					\$ 7.135.204,57
Superficie total					22302
Costo total por metro cuadrado					\$ 5.222,83
Ingreso total por metro cuadrado					\$ 5.542,77
Utilidad por metro cuadrado					\$ 319,94
Utilidad por metro cuadrado (USD)					\$ 81,10
Margen de utilidad					\$ 0,06

6.2 Análisis de escenarios

ESCENARIO A					
INGRESOS	Proyectado	Ejecutado		Estimaciones proyectadas	
	jun-2010	a dic-2010	a 01/06/2011	a dic-2011	a jun-2012
% Vendido departamentos	100,00%	30,00%	40,00%	20%	10%
Departamentos vendidos	56	12	27	11	6
% Vendido Cocheras	100%	18,00%	52,00%	20%	10%
Cocheras opcionales vendidas	39	7	20	8	4
Ajuste al precio de venta		0%	15%	15%	20%
Ajuste al tipo de cambio: base \$3,945		0,045	0,15	0,205	0,405
VENTAS departamentos USD	\$ 24.061.439,00	\$ 7.218.431,70	\$ 9.624.575,60	\$ 4.812.287,80	\$ 2.406.143,90
VENTAS departamentos Pesos	\$ 94.922.376,86	\$ 28.476.713,06	\$ 37.968.950,74	\$ 18.984.475,37	\$ 9.492.237,69
VENTAS cocheras opcionales USD	\$ 702.000,00	\$ 126.360,00	\$ 365.040,00	\$ 140.400,00	\$ 70.200,00
VENTAS cocheras opcionales pesos	\$ 2.769.390,00	\$ 498.490,20	\$ 1.440.082,80	\$ 553.878,00	\$ 276.939,00
variación del tipo de cambio	\$ -	\$ 330.515,63	\$ 1.498.442,34	\$ 1.015.301,00	\$ 1.002.919,28
variación en el precio	\$ -	\$ -	\$ 5.911.355,03	\$ 2.930.753,01	\$ 1.953.835,34
CANJE LOTE	\$ 11.835.000,00	\$ 11.835.000,00			
CANJE MATERIALES	\$ 11.010.885,56	\$ 11.010.885,56			
CANJE MANO DE OBRA	\$ 3.077.100,00	\$ 3.077.100,00			
CAJA DISPONIBLE			\$ 1.121.295,28	\$ 21.832.529,07	\$ 22.937.387,32
Total Ingresos	\$ 123.614.752,41	\$ 55.228.704,44	\$ 47.940.126,19	\$ 45.316.936,45	\$ 35.663.318,62
EGRESOS	Proyectado	Ejecutado		Estimaciones proyectadas	
	Jun-2010	a Dic-2010	a Jun-2011	a Dic-2011	a Jun-2012
HARD COST					
Ajuste por inflación	0%	11,9%	22,7%	28%	45%
Ajuste salarios		15%	27%	39%	54%
Tierra: Canje lote	\$ 11.835.000,00	\$ 11.835.000,00	\$ -	\$ -	\$ -
Limpieza de lote, Movimiento de suelo y Línea de rivera	\$ 2.302.683,60	\$ 2.302.683,60	\$ -	\$ -	\$ -
Construcción básica torres y cocheras: materiales	\$ 32.298.099,15	\$ 6.041.226,27	\$ 9.271.143,50	\$ 7.585.481,04	\$ 9.400.248,34
Construcción básica torres y cocheras: Canje materiales	\$ 11.010.885,56	\$ 11.010.885,56			
Construcción básica torres y cocheras: Mano de Obra	\$ 16.282.237,57	\$ 3.609.695,36	\$ 3.564.501,58	\$ 2.916.410,38	\$ 6.191.630,24
Construcción básica torres y cocheras : Canje mano de obra	\$ 3.077.100,00	\$ 3.077.100,00			
Obras exteriores: Materiales	\$ 4.320.327,30	\$ 281.541,50	\$ 1.085.019,65	\$ 887.743,35	\$ 2.066.022,80
Obras exteriores: Mano de Obra	\$ 3.295.100,70	\$ 539.676,00	\$ 706.470,60	\$ 578.021,40	\$ 1.470.932,70
Variación por Inflación		\$ 1.026.428,71	\$ 2.350.849,03	\$ 2.372.502,83	\$ 5.159.822,01
Variación por Salarios		\$ 622.405,70	\$ 1.153.162,49	\$ 1.362.828,39	\$ 4.137.783,99
Total Hard Cost	\$ 84.421.433,87	\$ 40.346.642,70	\$ 18.131.146,85	\$ 15.702.987,40	\$ 28.426.440,08
SOFT COST					
Gestiones y derechos de edificación	\$ 670.650,00	\$ 670.650,00	\$ -	\$ -	\$ -
Proyecto. Cómputos, PH, Dirección técnica y gerenciamiento	\$ 5.018.040,00	\$ 3.346.425,15	\$ 530.654,03	\$ 530.654,03	\$ 610.306,80
Contingencias	\$ 394.500,00	\$ 394.500,00	\$ -	\$ -	\$ -
Gastos administrativos	\$ 2.698.380,00	\$ 1.510.761,42	\$ 356.284,39	\$ 356.284,39	\$ 475.049,80
Gestión fiduciaria	\$ 315.600,00	\$ 145.381,14	\$ 51.064,47	\$ 51.064,47	\$ 68.089,91
Asesoramiento legal, Impositivo, Ingeniería y Arquitectura	\$ 714.045,00	\$ 305.698,05	\$ 122.504,03	\$ 122.504,03	\$ 163.338,90
Impuestos	\$ 4.377.367,86	\$ 121.602,525	\$ 948.401,28	\$ 948.401,28	\$ 1.264.538,78
Cargas Sociales	\$ 9.473.473,99	\$ 2.368.368,50	\$ 2.368.368,50	\$ 2.368.368,50	\$ 2.368.368,50
Gastos comercialización	\$ 7.725.407,10	\$ 3.318.754,13	\$ 2.705.273,57	\$ 1.119.696,81	\$ 581.682,60
Seguridad	\$ 552.300,00	\$ 93.969,90	\$ 137.451,69	\$ 137.451,69	\$ 183.426,72
Seguros	\$ 118.350,00	\$ 34.976,37	\$ 32.294,82	\$ 32.294,82	\$ 18.783,99
Variación por salarios		\$ 355.255,27	\$ 639.459,49	\$ 923.663,71	\$ 1.278.918,99
No Remunerativos (Sumas fijas)			\$ 84.694,00	\$ 86.178,00	
Total Soft Cost	\$ 32.058.113,95	\$ 13.760.766,46	\$ 7.976.450,27	\$ 6.676.561,73	\$ 7.012.504,99
Total Egresos	\$ 116.479.547,82	\$ 54.107.409,16	\$ 26.107.597,12	\$ 22.379.549,13	\$ 35.438.945,07
Caja disponible		\$ 1.121.295,28	\$ 21.832.529,07	\$ 22.937.387,32	
Utilidad neta					\$ 224.373,55
Superficie total					22302
Costo total por metro cuadrado					\$ 6.189,29
Ingreso total por metro cuadrado					\$ 6.199,35
Utilidad por metro cuadrado					\$ 10,06
Utilidad por metro cuadrado (USD)					\$ 2,31
Margen de utilidad					\$ 0,002

ESCENARIO B					
INGRESOS	Proyectado	Ejecutado		Estimaciones proyectadas	
	jun-2010	a dic-2010	a 01/06/2011	a dic-2011	a jun-2012
% Vendido departamentos	100,00%	30,00%	40,00%	20%	10%
Departamentos vendidos	56	12	27	11	6
% Vendido Cocheras	100%	18,00%	52,00%	20%	10%
Cocheras opcionales vendidas	39	7	20	8	4
Ajuste al precio de venta		0%	15%	15%	10%
Ajuste al tipo de cambio: base \$3,945		0,045	0,15	0,205	0,55
VENTAS departamentos USD	\$ 24.061.439,00	\$ 7.218.431,70	\$ 9.624.575,60	\$ 4.812.287,80	\$ 2.406.143,90
VENTAS departamentos Pesos	\$ 94.922.376,86	\$ 28.476.713,06	\$ 37.968.950,74	\$ 18.984.475,37	\$ 9.492.237,69
VENTAS cocheras opcionales USD	\$ 702.000,00	\$ 126.360,00	\$ 365.040,00	\$ 140.400,00	\$ 70.200,00
VENTAS cocheras opcionales pesos	\$ 2.769.390,00	\$ 498.490,20	\$ 1.440.082,80	\$ 553.878,00	\$ 276.939,00
variación del tipo de cambio	\$ -	\$ 330.515,63	\$ 1.498.442,34	\$ 1.015.301,00	\$ 1.361.989,15
variación en el precio	\$ -	\$ -	\$ 5.911.355,03	\$ 2.930.753,01	\$ 976.917,67
CANJE LOTE	\$ 11.835.000,00	\$ 11.835.000,00			
CANJE MATERIALES	\$ 11.010.885,56	\$ 11.010.885,56			
CANJE MANO DE OBRA	\$ 3.077.100,00	\$ 3.077.100,00			
CAJA DISPONIBLE			\$ 1.121.295,28	\$ 21.832.529,07	\$ 22.937.387,32
Total Ingresos	\$ 123.614.752,41	\$ 55.228.704,44	\$ 47.940.126,19	\$ 45.316.936,45	\$ 35.045.470,82
EGRESOS	Proyectado	Ejecutado		Estimaciones proyectadas	
	Jun-2010	a Dic-2010	a Jun-2011	a Dic-2011	a Jun-2012
HARD COST					
Ajuste por inflación	0%	11,9%	22,7%	28%	39%
Ajuste salarios		15%	27%	39%	49%
Tierra: Canje lote	\$ 11.835.000,00	\$ 11.835.000,00	\$ -	\$ -	\$ -
Limpieza de lote, Movimiento de suelo y Línea de rivera	\$ 2.302.683,60	\$ 2.302.683,60	\$ -	\$ -	\$ -
Construcción básica torres y cocheras: materiales	\$ 32.298.099,15	\$ 6.041.226,27	\$ 9.271.143,50	\$ 7.585.481,04	\$ 9.400.248,34
Construcción básica torres y cocheras: Canje materiales	\$ 11.010.885,56	\$ 11.010.885,56			
Construcción básica torres y cocheras: Mano de Obra	\$ 16.282.237,57	\$ 3.609.695,36	\$ 3.564.501,58	\$ 2.916.410,38	\$ 6.191.630,24
Construcción básica torres y cocheras : Canje mano de obra	\$ 3.077.100,00	\$ 3.077.100,00			
Obras exteriores: Materiales	\$ 4.320.327,30	\$ 281.541,50	\$ 1.085.019,65	\$ 887.743,35	\$ 2.066.022,80
Obras exteriores: Mano de Obra	\$ 3.295.100,70	\$ 539.676,00	\$ 706.470,60	\$ 578.021,40	\$ 1.470.932,70
Variacion por Inflacion		\$ 1.026.428,71	\$ 2.350.849,03	\$ 2.372.502,83	\$ 4.471.845,74
Variacion por Salarios		\$ 622.405,70	\$ 1.153.162,49	\$ 1.362.828,39	\$ 3.754.655,84
Total Hard Cost	\$ 84.421.433,87	\$ 40.346.642,70	\$ 18.131.146,85	\$ 15.702.987,40	\$ 27.355.335,67
SOFT COST					
Gestiones y derechos de edificación	\$ 670.650,00	\$ 670.650,00	\$ -	\$ -	\$ -
Proyecto, Cómputos, PH, Dirección técnica y gerenciamiento	\$ 5.018.040,00	\$ 3.346.425,15	\$ 530.654,03	\$ 530.654,03	\$ 610.306,80
Contingencias	\$ 394.500,00	\$ 394.500,00	\$ -	\$ -	\$ -
Gastos administrativos	\$ 2.698.380,00	\$ 1.510.761,42	\$ 356.284,39	\$ 356.284,39	\$ 475.049,80
Gestión fiduciaria	\$ 315.600,00	\$ 145.381,14	\$ 51.064,47	\$ 51.064,47	\$ 68.089,91
Asesoramiento legal, Impositivo, Ingeniería y Arquitectura	\$ 714.045,00	\$ 305.698,05	\$ 122.504,03	\$ 122.504,03	\$ 163.338,90
Impuestos	\$ 4.377.367,86	\$ 121.602,525	\$ 948.401,28	\$ 948.401,28	\$ 1.264.538,78
Cargas Sociales	\$ 9.473.473,99	\$ 2.368.368,50	\$ 2.368.368,50	\$ 2.368.368,50	\$ 2.368.368,50
Gastos comercialización	\$ 7.725.407,10	\$ 3.318.754,13	\$ 2.705.273,57	\$ 1.119.696,81	\$ 581.682,60
Seguridad	\$ 552.300,00	\$ 93.969,90	\$ 137.451,69	\$ 137.451,69	\$ 183.426,72
Seguros	\$ 118.350,00	\$ 34.976,37	\$ 32.294,82	\$ 32.294,82	\$ 18.783,99
Variacion por salarios		\$ 355.255,27	\$ 639.459,49	\$ 923.663,71	\$ 1.160.500,56
No Remunerativos (Sumas fijas)			\$ 84.694,00	\$ 86.178,00	\$ -
Total Soft Cost	\$ 32.058.113,95	\$ 13.760.766,46	\$ 7.976.450,27	\$ 6.676.561,73	\$ 6.894.086,56
Total Egresos	\$ 116.479.547,82	\$ 54.107.409,16	\$ 26.107.597,12	\$ 22.379.549,13	\$ 34.249.422,23
Caja disponible		\$ 1.121.295,28	\$ 21.832.529,07	\$ 22.937.387,32	
Utilidad neta					\$ 796.048,59
Superficie total					22302
Costo total por metro cuadrado					\$ 6.135,95
Ingreso total por metro cuadrado					\$ 6.171,64
Utilidad por metro cuadrado					\$ 35,69
Utilidad por metro cuadrado (USD)					\$ 7,93
Margen de utilidad					\$ 0,01

ESCENARIO C						
INGRESOS	Proyectado	Ejecutado		Estimaciones proyectadas		
	jun-2010	a dic-2010	a 01/06/2011	a dic-2011	a jun-2012	
% Vendido departamentos	100,00%	30,00%	40,00%	20%	10%	
Departamentos vendidos	56	12	27	11	6	
% Vendido Cocheras	100%	18,00%	52,00%	20%	10%	
Cocheras opcionales vendidas	39	7	20	8	4	
Ajuste al precio de venta		0%	15%	15%	25%	
Ajuste al tipo de cambio: base \$3,945		0,045	0,15	0,205	-0,145	
VENTAS departamentos USD	\$ 24.061.439,00	\$ 7.218.431,70	\$ 9.624.575,60	\$ 4.812.287,80	\$ 2.406.143,90	
VENTAS departamentos Pesos	\$ 94.922.376,86	\$ 28.476.713,06	\$ 37.968.950,74	\$ 18.984.475,37	\$ 9.492.237,69	
VENTAS cocheras opcionales USD	\$ 702.000,00	\$ 126.360,00	\$ 365.040,00	\$ 140.400,00	\$ 70.200,00	
VENTAS cocheras opcionales pesos	\$ 2.769.390,00	\$ 498.490,20	\$ 1.440.082,80	\$ 553.878,00	\$ 276.939,00	
variación del tipo de cambio	\$ -	\$ 330.515,63	\$ 1.498.442,34	\$ 1.015.301,00	\$ -359.069,87	
variación en el precio	\$ -	\$ -	\$ 5.911.355,03	\$ 2.930.753,01	\$ 2.442.294,17	
CANJE LOTE	\$ 11.835.000,00	\$ 11.835.000,00				
CANJE MATERIALES	\$ 11.010.885,56	\$ 11.010.885,56				
CANJE MANO DE OBRA	\$ 3.077.100,00	\$ 3.077.100,00				
CAJA DISPONIBLE			\$ 1.121.295,28	\$ 21.832.529,07	\$ 22.937.387,32	
Total Ingresos	\$ 123.614.752,41	\$ 55.228.704,44	\$ 47.940.126,19	\$ 45.316.936,45	\$ 34.789.788,31	
EGRESOS	Proyectado	Ejecutado		Estimaciones proyectadas		
	Jun-2010	a Dic-2010	a Jun-2011	a Dic-2011	a Jun-2012	
HARD COST						
Ajuste por inflación	0%	11,9%	22,7%	28%	35,5%	
Ajuste salarios		15%	27%	39%	44%	
Tierra: Canje lote	\$ 11.835.000,00	\$ 11.835.000,00	\$ -	\$ -	\$ -	
Limpieza de lote, Movimiento de suelo y Línea de rivera	\$ 2.302.683,60	\$ 2.302.683,60	\$ -	\$ -	\$ -	
Construcción básica torres y cocheras: materiales	\$ 32.298.099,15	\$ 6.041.226,27	\$ 9.271.143,50	\$ 7.585.481,04	\$ 9.400.248,34	
Construcción básica torres y cocheras: Canje materiales	\$ 11.010.885,56	\$ 11.010.885,56				
Construcción básica torres y cocheras: Mano de Obra	\$ 16.282.237,57	\$ 3.609.695,36	\$ 3.564.501,58	\$ 2.916.410,38	\$ 6.191.630,24	
Construcción básica torres y cocheras : Canje mano de obra	\$ 3.077.100,00	\$ 3.077.100,00				
Obras exteriores: Materiales	\$ 4.320.327,30	\$ 281.541,50	\$ 1.085.019,65	\$ 887.743,35	\$ 2.066.022,80	
Obras exteriores: Mano de Obra	\$ 3.295.100,70	\$ 539.676,00	\$ 706.470,60	\$ 578.021,40	\$ 1.470.932,70	
Variacion por Inflacion		\$ 1.026.428,71	\$ 2.350.849,03	\$ 2.372.502,83	\$ 4.070.526,25	
Variacion por Salarios		\$ 622.405,70	\$ 1.153.162,49	\$ 1.362.828,39	\$ 3.371.527,69	
Total Hard Cost	\$ 84.421.433,87	\$ 40.346.642,70	\$ 18.131.146,85	\$ 15.702.987,40	\$ 26.570.888,03	
SOFT COST						
Gestiones y derechos de edificación	\$ 670.650,00	\$ 670.650,00	\$ -	\$ -	\$ -	
Proyecto, Cómputos, PH, Dirección técnica y gerenciamiento	\$ 5.018.040,00	\$ 3.346.425,15	\$ 530.654,03	\$ 530.654,03	\$ 610.306,80	
Contingencias	\$ 394.500,00	\$ 394.500,00	\$ -	\$ -	\$ -	
Gastos administrativos	\$ 2.698.380,00	\$ 1.510.761,42	\$ 356.284,39	\$ 356.284,39	\$ 475.049,80	
Gestión fiduciaria	\$ 315.600,00	\$ 145.381,14	\$ 51.064,47	\$ 51.064,47	\$ 68.089,91	
Asesoramiento legal, Impositivo, Ingeniería y Arquitectura	\$ 714.045,00	\$ 305.698,05	\$ 122.504,03	\$ 122.504,03	\$ 163.338,90	
Impuestos	\$ 4.377.367,86	\$ 121.602,525	\$ 948.401,28	\$ 948.401,28	\$ 1.264.538,78	
Cargas Sociales	\$ 9.473.473,99	\$ 2.368.368,50	\$ 2.368.368,50	\$ 2.368.368,50	\$ 2.368.368,50	
Gastos comercialización	\$ 7.725.407,10	\$ 3.318.754,13	\$ 2.705.273,57	\$ 1.119.696,81	\$ 581.682,60	
Seguridad	\$ 552.300,00	\$ 93.969,90	\$ 137.451,69	\$ 137.451,69	\$ 183.426,72	
Seguros	\$ 118.350,00	\$ 34.976,37	\$ 32.294,82	\$ 32.294,82	\$ 18.783,99	
Variacion por salarios		\$ 355.255,27	\$ 639.459,49	\$ 923.663,71	\$ 1.042.082,14	
No Remunerativos (Sumas fijas)			\$ 84.694,00	\$ 86.178,00		
Total Soft Cost	\$ 32.058.113,95	\$ 13.760.766,46	\$ 7.976.450,27	\$ 6.676.561,73	\$ 6.775.668,14	
Total Egresos	\$ 116.479.547,82	\$ 54.107.409,16	\$ 26.107.597,12	\$ 22.379.549,13	\$ 33.346.556,17	
Caja disponible		\$ 1.121.295,28	\$ 21.832.529,07	\$ 22.937.387,32		
Utilidad neta					\$ 1.443.232,14	
Superficie total					22302	
Costo total por metro cuadrado					\$ 6.095,47	
Ingreso total por metro cuadrado					\$ 6.160,18	
Utilidad por metro cuadrado					\$ 64,71	
Utilidad por metro cuadrado (USD)					\$ 17,03	
Margen de utilidad					\$ 0,01	

6.2.1 Ingresos

En los tres escenarios planteados se ha considerado que las variables analizadas que impactarían en los ingresos son la cotización del dólar y la variación del precio de venta en función de esta. La variación del tipo de cambio hasta diciembre de 2011 se considera la misma en los distintos escenarios, donde el promedio del mismo a diciembre de 2010 arrojó un valor de \$3,99 y a junio de 2011 de \$4,095¹⁵. En función de la proyección a diciembre de 2011 de un tipo de cambio vendedor de \$4,2 se efectuó un promedio entre los valores determinados a junio y diciembre obteniendo un tipo de cambio vendedor promedio de \$4,15 para dicho periodo. Por otro lado, en el año 2011 se prevé un incremento del precio de venta del 15% para los escenarios A, B y C que acompañaría la variación en la cotización del dólar antes mencionada.

La variación en los ingresos producida por los ajustes al tipo de cambio a diciembre de 2011 es de \$2.844.258,97 lo que significa un incremento del 2% en los ingresos. Con respecto al precio de venta, su actualización implica un ajuste \$8.842.108,04 (7%) haciendo un incremento conjunto del 9%.

Con respecto al escenario “A” a junio de 2012 se proyecta un tipo de cambio promedio de 4,35, es decir, una cotización sin mayores alteraciones dada las condiciones planteadas. Este comportamiento impedirá un incremento importante en el precio de venta a los efectos de contrarrestar el impacto inflacionario en materiales y mano de obra, ya que al estar determinados los precios de venta en dólares, un incremento mayor al 20% afectaría las cantidades vendidas estimadas para cada semestre. Por otro lado, en el escenario B se prevé una devaluación más fuerte en la moneda nacional producto de una política fiscal más contractiva, determinándose para junio de 2012 un tipo de cambio promedio de \$4,5, posibilitando un incremento en el precio de venta del 10%, cifra un 10% menor a A. Por último en el escenario C, dado el supuesto aumento en la tasa de interés, el tipo de cambio se reducirá considerablemente alcanzando un promedio para el semestre de \$3,975 para un tipo de cambio vendedor permitiendo un aumento en el precio de hasta el 25%.

A continuación se exponen las variaciones totales producidas en el ingreso por los ajustes en el tipo de cambio y precio de venta previstos para cada escenario.

¹⁵ En ANEXO Nro. 7 se detalla la información respaldatoria de la determinación de los tipos de cambio promedio a diciembre de 2010 y junio de 2011.

Escenario	A	B	C
Variación T.C	3.847.178,25	4.206.248,11	2.485.189,10
Variación P.V.	10.795.943	9.819.025,71	11.284.402,21
Variación conjunta	14.643.121,62	14.025.273,82	13.769.591,31

6.2.2 Egresos

En los tres escenarios planteados se ha considerado que la variable que impactaría en los egresos es la inflación. El impacto de esta en el proyecto se puede analizar a partir de las variaciones en los costos de materiales y mano de obra (incluye aguinaldo y vacaciones para un total de 48 obreros), para lo cual, se ha recurrido al indicador proporcionado por la Cámara Argentina de la Construcción¹⁶, a los acuerdos de la UOCRA¹⁷, y a los supuestos establecidos a los efectos de la determinación del impacto a junio de 2012 en los respectivos escenarios.

Al igual que en los ingresos, los ajustes por inflación en materiales y mano de obra hasta diciembre de 2011 se considera el mismo en los distintos escenarios, donde a diciembre de 2010 es del 11,9% en materiales y del 15% en mano de obra, a junio de 2011 del 10,8% en materiales y del 12% en mano de obra. De los valores obtenidos se puede observar un mayor impacto de la mano de obra confirmándose lo mencionado respecto al poder de los gremios en las negociaciones salariales.

La variación en los egresos producida por los ajustes a la tasa de inflación en materiales y mano de obra a diciembre de 2011 es de \$ 5.749.780,58 para los primeros implicando un aumento del 5% y de \$ 5.227.647,07 en mano de obra (4,5%) haciendo una variación conjunta del 9,5%.

Como se puede observar dentro de los Soft Cost se incluyen los aportes no remunerativos que surgen del acuerdo homologado por la Resolución ST N° 203218 de fecha 30 de diciembre de 2010 aplicable a las distintas categorías previstas en el C.C.T. N° 76/75 donde establece el pago de una suma no remunerativa y extraordinaria de fin de año y de una contribución empresaria extraordinaria. Se ha considerado también el pago de una asignación no remunerativa a liquidarse con los haberes de la segunda quincena de los meses de Mayo, Julio, Septiembre y Octubre de

¹⁶ En ANEXO Nro. 8 se adjunta el indicador de la Cámara Argentina de la Construcción. Período enero de 2010 a marzo 2011.

¹⁷ En ANEXO Nro. 9 se adjunta el expediente 1.443.043/11.

¹⁸ En ANEXO Nro. 10 se adjunta la Resolución ST N° 2032.

2011 establecida en el expediente 1.443.043/11¹⁹ pendiente de homologación. Cabe aclarar también que dichas asignaciones no estarán sujetas a aportes ni contribuciones a la Seguridad Social, excepto los que correspondan a la Obra Social, y por otro lado, tampoco será tenida en cuenta para el cálculo de horas extras, aguinaldo, vacaciones, fondo de cese laboral y ningún otro concepto cuya base de cálculo module sobre el salario.

A los efectos de proyectar las variaciones a junio de 2012 se toman en cuenta los valores que arrojarían las variables en función de la política económica planteada en cada escenario obteniendo: a partir de una inflación esperada del 34% anual en materiales y del 30% en mano de obra en A, un 17% y 15% respectivamente; a partir de una inflación esperada del 22% anual en materiales y del 20% en mano de obra en B, un 11% y 10% respectivamente; y por último a partir de a partir de una inflación esperada del 15% anual en materiales y del 10% en mano de obra en C, un 7,5% y 5% respectivamente. Con respecto a los no remunerativos de diciembre, los mismos no se han considerado atendiendo al proyecto de ley que pondría fin a partir de 2012 a las sumas no remunerativas que en diversos convenios colectivos de trabajo se han ido incorporando.

Las variaciones en los egresos obtenidas en los distintos escenarios se pueden resumir en el siguiente cuadro:

Escenario	A	B	C
Variación Materiales	\$ 10.909.602,59	\$10.221.626,32	\$9.820.306,83
Variación Mano de Obra	\$ 7.276.180,58	\$6.893.052,43	\$6.509.924,28
Variación Cargas Sociales	\$ 3.197.297,47	\$3.078.879,05	\$2.960.460,62
No Remunerativos	\$170.872,00	\$170.872	\$170.872
Variación total	\$21.553.952,64	\$20.364.429,80	\$19.461.563,74

Para concluir con el trabajo de aplicación profesional resta analizar los resultados obtenidos de los flujos de fondos confeccionados y determinar cómo les irá a los fiduciantes el año próximo suponiendo la ocurrencia de alguno de los escenarios planteados.

¹⁹ En ANEXO Nro. 9 se adjunta el expediente 1.443.043/11.

Básicamente para el 2011, año en el cual crece la incertidumbre por la aceleración de los precios, los resultados obtenidos no son optimistas frente a un costo cada vez más alto en materiales y mano de obra. Si bien dichos incrementos son acompañados por un incremento en los precios, los mismos están condicionados por la cotización del dólar no siendo suficientes para contrarrestar el impacto ya que estancaría las operaciones de compraventa. En otras palabras, al dirigirnos a un sector ABC 1, caracterizado por la exigencia de extrema calidad y exclusividad, los precios de las unidades de por si son elevados restringiendo la posibilidad de aumentar los precios por riesgo a quedar fuera de mercado en la provincia al restringir la capacidad de los excedentes de ingresos de dicho segmento.

El escenario menos favorable es el A con una disminución en la rentabilidad del 96,86% dando como resultado una utilidad por metro cuadrado en dólares de USD\$ 2,31 la que está muy por debajo de lo considerado aceptable tomando como parámetro lo esperado por la empresa al inicio proyectar la misma en USD \$81 el metro cuadrado. El margen de utilidad se reduce abruptamente de un 6% a un 0,2%.

En el escenario B, si bien se esperaban mejoras, los datos obtenidos también son desalentadoras con una disminución en la rentabilidad del 88,84% dando como resultado una utilidad por metro cuadrado en dólares de USD \$7,93 la que está muy por debajo de lo considerado aceptable al igual que en A. El margen de utilidad se reduce de un 6% a un 0,6%.

Por último el escenario C es considerado el menos desfavorable con una disminución en la rentabilidad del 79,77% dando como resultado una utilidad por metro cuadrado en dólares de USD\$ 17,03 y un margen de utilidad del 1,1%.

A pesar de las diferencias entre escenarios los resultados son contundentes respecto a la discrepancia que habrá, entre lo proyectado y lo producido, al momento de analizar lo obtenido. Las expectativas no son buenas y dadas las circunstancias el plazo de obra será decisivo, pasando a ser el punto crítico en la toma de decisiones, ya que un mayor plazo solo haría aumentar los costos no descartándose la posibilidad de que el emprendimiento obtenga pérdidas.

CAPITULO VII

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Tradicionalmente los emprendimientos inmobiliarios se concretaban a través de la creación de Sociedades Anónimas conformadas específicamente para llevar adelante proyectos puntuales. A partir de la sanción de la ley 24.441 la industria de la construcción adoptó mayoritariamente el fideicomiso convirtiéndolo en la herramienta jurídica más utilizada para inversores del rubro inmobiliario-construcción.

Con respecto a la figura jurídica elegida se considera conveniente ya que no establece vinculación societaria limitando patrimonialmente la responsabilidad de los fiduciantes respondiéndose exclusivamente con los bienes fideicomitidos por las obligaciones generadas con motivo de la ejecución de la obra. Por otro lado es un contrato temporal y específico finalizando la relación al concluir el emprendimiento.

De acuerdo a las proyecciones realizadas se considera que para lo que resta del 2011 el panorama no será muy distinto a lo ocurrido en los primeros seis meses del año con aumento de inflación pero sin que se llegue a una situación de extrema volatilidad e incertidumbre como usualmente acostumbra los ciclos preelectorales. El gran desafío será el cambio de la política económica con un control de la inflación donde es fundamental la recuperación de la credibilidad en la entidad encargada de transparentar la información económica y arrojar datos fieles sobre la inflación real, es decir, del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (I.N.D.E.C). Para la construcción el desafío será seguir enfrentando la inflación y su incidencia sobre los costos de construcción. De todos modos, teniendo en cuenta los valores que ofrecen los plazos fijos y otras alternativas similares de inversión, los ladrillos siguen siendo el mejor refugio para el capital.

De acuerdo a los resultados obtenidos se considera que a partir del comportamiento de la política fiscal, de los agregados monetarios, de los salarios y de las expectativas inflacionarias que están impactando en el costo, el fideicomiso al estar abocado al ABC 1 y por el grado de avance de la obra y por operar de manera eficiente, no puede reducir los costos de construcción los cuales son elevados en función de la calidad y exclusividad que se ofrece. Si bien se considera que dichos incrementos deben ser trasladados a los precios, ya que se necesitaran mas dólares para construir lo mismo no siendo un incremento sino una actualización, el nicho está sobre ofertado en el

interior de país por lo que no consolidarán el traslado al precio final de los aumentos en los insumos poniendo en duda los márgenes de rentabilidad.

Conclusiones del análisis:

- ❖ Se carece de sistemas de información y planificación lo que hace que la empresa trabaje de manera empírica hasta estos días.
- ❖ Si bien las operaciones de canje mencionadas tienen dos propósitos que las justifican, en primer lugar porque permite la adquisición de materiales y mano de obra sin un desembolso de dinero y en segundo lugar porque es un resguardo frente a la inflación al congelar los precios en dólares en función de lo pactado en la compraventa de la unidad habitacional, los valores de preventa son considerablemente más bajo respecto del resto afectando a la rentabilidad del proyecto dada la cantidad de operaciones concretadas bajo esta modalidad.
- ❖ El margen sobre ventas establecido al inicio del proyecto, si bien esta influenciado por la capacidad de pago de los potenciales clientes es considerado bajo en función de los costos considerando que los precios de venta deben tener una diferencia de entre el 16 y 25% sobre los costos.
- ❖ Se considera que el auge inmobiliario destinado al ABC 1 comienza a reducirse producto de un cierto agotamiento por sobre oferta sumado como se menciona anteriormente ante la suba de los costos y la estabilidad relativa de precios, se están achicando los rendimientos y las utilidades. Se debe analizar la conveniencia de no vender las últimas unidades a la espera de mejoras en las condiciones económicas o de cobrar intereses por la venta financiada.

El desarrollo de esta tesis se pudo concretar gracias a las facilidades otorgadas por la empresa sujeto de estudio, con las cuales se posibilitó el trabajo donde se ha tenido la necesidad de investigar las condiciones actuales de la misma para pronosticar las condiciones probables futuras. En este sentido no se puede dejar de mencionar que los conocimientos universitarios adquiridos han sido aplicados en el trabajo, a la vez que fue de utilidad para empezar a crear criterio y sensibilizar los sentidos en el análisis de la información.

BIBLIOGRAFÍA

- Horngren, Datar, Foster (Decimosegunda edición). “Contabilidad de costos”. Editorial Pearson Educación.
- Código Civil Argentino
- Informe N° 28 de la Comisión de Estudios sobre Contabilidad del C.P.C.E.C.F.
- Resoluciones Generales de la Comisión Nacional de Valores.
- Ley 24.441: Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción".
- Ley 23.349: Impuesto al Valor Agregado.
- Ley 19550": Ley de Sociedades Comerciales.
- Manassero, Carlos J. (2005). Impuesto a las Ganancias. 1ª edición. Asociación cooperadora. Facultad de Ciencias Económicas.
- Ley 25.063: Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta.
- M. Josefina Bavera, Silvina A. Cavalleris y Matías S. Moreno. (2011) Ingresos Brutos 2011. Errepar
- Decreto P.E.N. 780/95.
- Isaac A. Senderovich, Alejandro J. Telias. (2000). Análisis e interpretación de estados contables. 11ª edición. Editorial Reisa
- Ross, Westerfield, Jordan. Fundamento de finanzas corporativas. Quinta edición. Editorial McGraw Hill.
- Jorge Orlando Pérez. (1998). Análisis de Estados Contables: un enfoque de gestión. Universidad Católica de Córdoba – Córdoba
- Mabel S. Galati de Pérez Raffo. (2000). Administración de la Empresa. Editorial Kapelusz.

Páginas Web:

- Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Capital Federal: www.cpcecf.org.ar
- Comisión Nacional de Valores: www.cnv.gov.ar
- Ministerio de Economía: www.mecon.gov.ar
- Banco Central de la República Argentina: www.bcra.gov.ar
- Infobae: www.infobae.com
- El inmobiliario: www.elinmobiliario.com
- Reporte inmobiliario: www.reporteinmobiliario.com
- Dólar Si: www.dolarsi.com.ar

Anexos

ANEXO Nro. 1: Cuestionario

COSTOS

Encargado del departamento: Cr. Miguel Raspa

1. ¿Cómo clasifican los costos?

Respuesta: A los costos los dividimos en Hard Cost y Soft Cost. Dentro del Hard consideramos la compra del lote, materiales y mano de obra. En el Soft, los gastos de administración, asesoramiento, comercialización e impuestos.

2. ¿Cuál es el total de metros cuadrados a construir?

Respuesta: 22.302 metros cuadrados.

3. ¿Cómo están conformados los metros de construcción?

Respuesta: Están conformados por los metros correspondientes a cocheras, áreas de servicio, departamentos, halls, palieres, y amenities.

4. ¿Cuáles consideran que son las variables económicas que impactan en los costos?

Respuesta: Principalmente la cotización del dólar y la inflación.

5. ¿Cuál es el costo estimado del proyecto?

Respuesta: Partimos de una estimación de USD \$29.525.867,64 pero por la incidencia de las variables antes mencionadas nos hemos alejado de dicha cifra.

INGRESOS Y RENTABILIDAD

Encargado: Lic. Laura Mangupli

1. ¿Cuál es el precio de las unidades habitacionales por tipo?

Respuesta: El valor promedio de los departamentos es de USD \$442.204,26 dado que existen distintas tipologías de los mismos.

2. ¿Cuál es el monto de ingresos proyectados?

Respuesta: Se inicio el proyecto con una estimación de USD \$31.334538.

3. ¿Qué margen de variación pueden tener los precios dadas las condiciones del mercado?

Respuesta: Considero que los precios no pueden subir más de un 15% para este año debido básicamente al comportamiento del dólar y para 2012, es difícil estimar dado que estamos en un año electoral, pero considero que hasta un 25% se puede permanecer en el mercado en condiciones favorables.

4. ¿Cuál es la rentabilidad estimada?

Respuesta: Aproximadamente de USD \$ 1.808.670,3.

5. ¿Considera las variaciones de las variables económicas dicha cifra?

Respuesta: No considera.

ANEXO Nro. 2: OPERACION DE CANJE

CANJE	
	USD
Hierro	\$ 556.000,00
Pintura	\$ 264.100,00
Carpintería Aluminio	\$ 647.000,00
Muebles cocina, placares y baños	\$ 863.999,00
Pisos de madera	\$ 460.000,00
Estructura	\$ 420.000,00
Albañilería	<u>\$ 360.000,00</u>
Total operación de canje	\$ 3.571.099,00

ANEXO Nro. 3: CONSTRUCCION DE COCHERAS Y TORRES

CONSTRUCCION BASICA TORRES Y COCHERAS	
Materiales	Pesos
Mampostería Albañilería	\$ 11.554.998,59
Durlock cielorraso	\$ 662.837,33
Pintura	\$ 861.475,60
Instalación sanitaria	\$ 501.591,06
Accesorios sanitarios	\$ 2.490.752,48
Sistema contra incendio	\$ 325.813,15
Instalación de Gas	\$ 1.504.132,42
Instalación Eléctrica	\$ 2.387.517,96
Aire Acondicionado	\$ 406.792,93
Sistema de calefacción	\$ 1.128.675,24
Balcones vidriados	\$ 1.106.099,64
Carpintería de aluminio	\$ 1.929.381,74
Carpintería de madera puerta	\$ 1.108.435,91
Equipamiento de cocina	\$ 1.095.993,53
Placares	\$ 1.532.946,85
Pérgolas	\$ 56.727,43
Piso entablonado de madera	\$ 1.831.311,52
Barandas de escaleras	\$ 75.132,33
Conductos de ventilación	\$ 305.645,38
Ascensores	\$ 1.422.578,70
muebles de cocina , baños, mármoles	\$ 4.018.491,63
Fundación, estructura hormigón y cocheras	\$ 7.001.653,28
Total materiales IVA incluido	\$ 43.308.984,71

Mano de Obra		
Mampostería Albañilería	\$	6.644.635,55
Durlock cielorraso	\$	575.683,95
Pintura	\$	1.845.679,28
Instalación sanitaria	\$	594.723,62
accesorios sanitarios	\$	58.166,17
sistema contra incendio	\$	177.107,21
Instalación de Gas	\$	613.218,10
Instalación Eléctrica	\$	810.600,86
Aire Acondicionado	\$	334.897,89
sistema de calefacción	\$	218.884,52
balcones vidriados	\$	231.075,45
carpintería de aluminio	\$	171.942,03
Pérgolas	\$	26.335,48
Piso entablonado de madera	\$	212.611,89
barandas de escaleras	\$	106.772,00
conductos de ventilación	\$	29.736,18
limpieza general	\$	537.814,52
Fundación, estructura hormigón y cocheras	\$	6.169.452,88
Total mano de obra IVA incluido	\$	19.359.337,57
Total Construcción básica torres y cocheras	\$	62.668.322,27

ANEXO Nro. 4: OBRAS EXTERIORES

OBRAS EXTERIORES	
	Pesos
Ingreso e Instalación eléctrica, de agua, gas y teléfono	\$ 335.325,00
Planta de tratamiento liquido	\$ 197.250,00
Red cloacal, pluvial, y agua.	\$ 193.305,00
Res de gas interna	\$ 61.147,50
Tanques de reserva y bombas de agua	\$ 177.525,00
Conexión de gas	\$ 59.175,00
Otras conexiones	\$ 78.900,00
Redes servicio contra incendio	\$ 394.500,00
Sistema de riego perimetral	\$ 59.175,00
Acceso vehicular y ornamentación	\$ 414.225,00
Guardia, oficina administración y sanitarios.	\$ 197.250,00
Conexión eléctrica	\$ 138.075,00
Red eléctrica interna	\$ 118.350,00
Red señales débiles	\$ 78.900,00
Alumbrado general y cableado	\$ 177.525,00
Red sistema de seguridad	\$ 71.010,00
Ingresos, ornamentación y alajamiento general	\$ 710.100,00
Construcción de puentes	\$ 355.050,00
Muro perimetral con rejas y bases	\$ 414.225,00
Parque y área juego de niños	\$ 118.350,00
Ornamentación parque	\$ 591.750,00
Parquizacion	\$ 276.150,00
Salón de usos múltiples	\$ 1.420.200,00
Piscinas	\$ 335.325,00
Vereda perimetral sobre calle exterior	\$ 127.818,00
Equipamiento y vestuario personal, deposito y mantenimiento	\$ 100.597,50
Sala de maquinas y bombas	\$ 78.900,00
Grupo generador y tableros de transferencia	\$ 106.515,00
Cancha de tenis con iluminación	\$ 90.735,00
Equipamiento de obra	\$ 138.075,00
Total obras exteriores	\$ 7.615.428,00

ANEXO Nro. 5: SOFT COST

SOFT COST	
GESTIONES Y DERECHOS DE EDIFICACION	Pesos
Derechos de edificación	\$ 591.750,00
Gastos de gestión administrativa municipal	\$ 78.900,00
	\$ 670.650,00
PROYECTO, COMPUTOS, PH, DIRECCION TECNICA Y GERENCIAMIENTO	
Derechos Colegio de Ingenieros y Arquitectos.	\$ 74.955,00
Agrimensura línea de ribera	\$ 23.670,00
Pre horizontal/ PH	\$ 74.955,00
Estudio de Impacto Ambiental	\$ 31.560,00
Diseño Arquitectura Proyecto	\$ 710.100,00
Ingeniería civil / infraestructura	\$ 710.100,00
Computo métrico	\$ 39.450,00
Diseño y dirección técnica: salón usos múltiples	\$ 78.900,00
Dirección técnica y representación técnica ingeniería y arquitectura: estructura	\$ 512.850,00
Gerenciamiento de obra	\$ 2.761.500,00
	\$ 5.018.040,00
CONTINGENCIAS	
Contingencia modificación código de edificación de Municipalidad de Córdoba	\$ 394.500,00
	\$ 394.500,00
GASTOS ADMINISTRATIVOS	
Gastos administrativos	\$ 2.698.380,00
	\$ 2.698.380,00
GESTION FIDUCIARIA	
Gestión Fiduciaria	\$ 315.600,00
	\$ 315.600,00
ASESORAMIENTO LEGAL, IMPOSITIVO, INGENIERIA Y ARQUITECTURA	
Ases. Lega, técnico, ingeniería y arquitectura, permisos, etc.	\$ 118.350,00
Ases. Impositivo y legal con escrituras y otros títulos	\$ 532.575,00
Unificación de lotes y constitución de sociedad.	\$ 63.120,00
	\$ 714.045,00
IMPUESTOS Y SERVICIOS	
Servicios	\$ 875.473,57
Ganancia Mínima Presunta	\$ 521.285,04
Impuesto municipal y provincial.	\$ 2.980.609,25
	\$ 4.377.367,86
CARGAS SOCIALES	
Cargas sociales	\$ 9.473.473,99
	\$ 9.473.473,99
GASTOS COMERCIALIZACION	
Marketing	\$ 1.192.751,03
Maqueta- folletería- renders	\$ 39.450,00
Comercialización	\$ 5.467.506,08
Franquicia nombre comercial	\$ 1.025.700,00
	\$ 7.725.407,10
SEGURIDAD	
Seguridad	\$ 552.300,00
	\$ 552.300,00
SEGUROS	
Seguros	\$ 118.350,00
	\$ 118.350,00

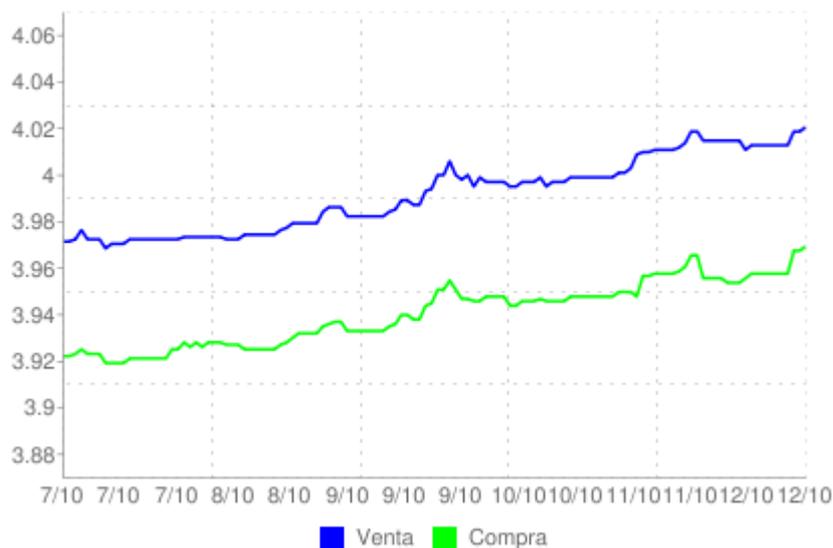
ANEXO Nro. 6: Tipo de cambio a junio de 2010

Moneda	Compra	Venta	Fecha
Dólar USA	3,915	3,945	29/06/2010
Dólar USA	3,915	3,945	30/06/2010
Dólar USA	3,915	3,945	01/07/2010

Fuente: Banco De La Nación Argentina

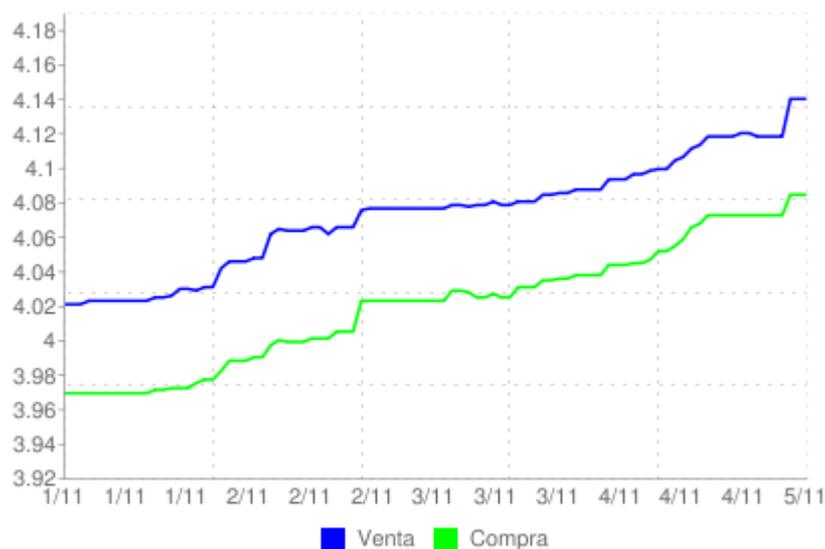
ANEXO Nro. 7: Promedio tipo de cambio

Promedio tipo de cambio a diciembre de 2010



Fuente: www.dolarsi.com.ar en base a Banco de la Nacion Argentina

Promedio tipo de cambio a junio de 2011



Fuente: www.dolarsi.com.ar en base a Banco de la Nacion Argentina

De acuerdo a las cotizaciones publicadas por el Banco de la Nación Argentina se procedio a calcular el promedio de dichos valores a los efectos de determinar una cotizacion promedio a diciembre de 2010 que arrojó un tipo de cambio vendedor de \$3,99 y a junio de 2011 de \$4,095.

ANEXO Nro. 8: Indicador C.A.C.

2010	Denominación	INDICADOR CAC		
		INDICE Base=100 Dic-01	VARIACION EN %	
			mes anterior	Acumulado Anual
Enero 2010	Costo de Construcción	626,3	0,4%	0,4%
	Materiales	619,8	0,8%	0,8%
	Mano de Obra	633,5	0,0%	0,0%
Febrero 2010	Costo de Construcción	644,2	2,9%	3,3%
	Materiales	628,0	1,3%	2,1%
	Mano de Obra	662,5	4,6%	4,6%
Marzo 2010	Costo de Construcción	654,6	1,6%	5,0%
	Materiales	641,4	2,1%	4,3%
	Mano de Obra	669,4	1,0%	5,7%
Abril 2010	Costo de Construcción	656,3	0,3%	5,2%
	Materiales	651,3	1,5%	5,9%
	Mano de Obra	661,9	-1,2%	4,5%
Mayo 2010	Costo de Construcción	702,5	7,0%	12,7%
	Materiales	660,5	1,4%	7,4%
	Mano de Obra	749,8	13,3%	18,3%
Junio 2010	Costo de Construcción	706,9	0,6%	13,4%
	Materiales	668,7	1,3%	8,8%
	Mano de Obra	749,8	0,0%	18,3%
Julio 2010	Costo de Construcción	704,6	-0,3%	13,0%
	Materiales	678,8	1,5%	10,4%
	Mano de Obra	733,6	-2,2%	15,8%
Agosto 2010	Costo de Construcción	733,3	4,1%	17,6%
	Materiales	690,8	1,8%	12,4%
	Mano de Obra	781,1	6,5%	23,3%
Septiembre 2010	Costo de Construcción	738,5	0,7%	18,4%
	Materiales	700,6	1,4%	14,0%
	Mano de Obra	781,1	0,0%	23,3%
Octubre 2010(*)	Costo de Construcción	745,5	0,9%	19,5%
	Materiales	713,9	1,9%	16,1%
	Mano de Obra	781,1	0,0%	23,3%
Noviem 2010(*)	Costo de Construcción	758,6	1,8%	21,6%
	Materiales	732,7	2,6%	19,2%
	Mano de Obra	787,8	0,9%	24,3%
Diciem 2010(*)	Costo de Construcción	790,3	4,2%	26,7%
	Materiales	742,0	1,3%	20,7%
	Mano de Obra	844,7	7,2%	33,3%

Fuente: Camara Argentina de la Construccion www.camarco.org.ar

2011	Denominación	INDICADOR CAC		
		INDICE Base=100 Dic-01	VARIACION EN %	
			mes anterior	Acumulado Anual
Enero 2011	Costo de Construcción	817,2	3,4%	3,4%
	Materiales	751,6	1,3%	1,3%
	Mano de Obra	891,1	5,5%	5,5%
Febrero 2011(*)	Costo de Construcción	826,4	1,1%	4,6%
	Materiales	766,1	1,9%	3,2%
	Mano de Obra	894,3	0,3%	5,9%
Marzo 2011(*)	Costo de Construcción	835,0	1,0%	5,7%
	Materiales	782,4	2,1%	5,4%
	Mano de Obra	894,3	0,0%	5,9%

Fuente: Camara Argentina de la Construccion www.camarco.org.ar

ANEXO Nro. 9:

Sr. Empleador de la Industria de la Construcción

ACUERDO DE PAGO DE:

A) SUMA NO REMUNERATIVA Y EXTRAORDINARIA DE FIN DE Año 2010

B) CONTRIBUCION EMPRESARIA EXTRAORDINARIA

Suscriptas el día 20 de diciembre de 2010, homologadas por Resolución ST N° 2032 de fecha 30 de diciembre de 2010 aplicable a las distintas categorías previstas en el C.C.T. N° 76/75, 577/10 y 545/08.

SUMA NO REMUNERATIVA

1- Se establece el pago de una suma no remunerativa y extraordinaria de fin de año 2010, para el personal comprendido en el ámbito de aplicación de los Convenios Colectivos de Trabajo (CCT) 76/75, 577/10 y 545/08.

2.- Esta suma no remunerativa se abonará a todos aquellos trabajadores activos a la fecha de suscripción del presente de acuerdo a las siguientes condiciones:

- Trabajadores con fecha de ingreso hasta el 31/7/2010: percibirán el 100%.
- Trabajadores con fecha de ingreso posterior al 31/7/2010 y hasta el 30/9/2010: percibirán el 75%.
- Trabajadores con fecha de ingreso posterior al 30/9/2010: percibirán el 50%

3.- Los montos a percibir por el concepto descrito en el punto 1, respetando la porcentualidad establecida en el punto 2, serán los siguientes:

a) A los trabajadores ocupados en las obras radicadas en las siguientes zonas geográficas: Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Provincia de Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe, Entre Ríos, San Juan, Mendoza, San Luis, La Pampa, Neuquén, Río Negro y Chubut **un monto de \$ 900 (pesos novecientos).**

b) A los trabajadores ocupados en las obras radicadas en las siguientes zonas geográficas: Provincias de Jujuy, Salta, Tucumán, Catamarca, Santiago del Estero, La Rioja, Chaco, Misiones, Formosa y Corrientes **un monto de \$ 700 (pesos setecientos).**

c) A los trabajadores ocupados en las obras radicadas en las siguientes zonas geográficas: Provincia de Santa Cruz y Tierra del Fuego **un monto de \$ 1.200 (pesos mil doscientos)**.

Dichos montos podrán abonarse en tres (3) cuotas iguales y consecutivas según el siguiente cronograma: La primera con la primera quincena del mes de enero de 2011, la segunda cuota con la primera quincena de febrero de 2011 y la tercera con la primera quincena de marzo de 2011 o al momento del pago de su liquidación final si el trabajador se desvinculara con anterioridad.

4.- Habida cuenta del carácter no remunerativo y extraordinario de la suma acordada, la misma no se incorporará a los salarios básicos, ni será tenida en cuenta a los efectos del cálculo de horas extras, aguinaldo, vacaciones, asignación por Fondo de Cese Laboral y ninguna indemnización y/o concepto cuyo cálculo module sobre el salario. Tampoco estarán sujetos a aportes y contribuciones de la seguridad social, salvo los correspondientes a la Obra Social. 2

5.- El pago de la suma no remunerativa y extraordinaria de fin de año 2010 acordado, será compensado hasta su concurrencia con cualquier gratificación y /o asignación que se hubiere liquidado tanto voluntariamente o como consecuencia de acuerdos y/o convenios firmados individualmente por los empleadores con la representación gremial, los que mantendrán su vigencia, por el concepto establecido en la cláusula primera del presente acuerdo.

CONTRIBUCION EMPRESARIA EXTRAORDINARIA

6.- La Contribución empresaria extraordinaria destinada a la realización de las acciones sociales asistenciales y de apoyo en lo previsional, culturales o turísticos y esparcimiento realizadas por el Sindicato: **Cada Empleador incluido en la presente Convención Colectiva de Trabajo, procederá a pagar por única vez, la cantidad de \$ 200 (pesos doscientos) por cada trabajador incluido en los incisos a) y c) del punto 3 del presente acuerdo y la cantidad de \$ 150 (pesos ciento cincuenta) por cada trabajador incluido en el inciso b) del punto 3 referido y que integre su plantel al momento de la suscripción de la presente.** Queda expresamente aclarado y establecido que esta contribución debe ser imputada, administrada y ejecutada en un todo de acuerdo con los términos y condiciones establecidos en el Arts. 9 de la Ley Nro. 23.551 y en el Art. 4 de su Decreto Reglamentario Nro. 467/88. El monto finalmente resultante deberá ser integrado por cada empresa en oportunidad del vencimiento de los aportes sindicales del mes siguiente al de la firma del presente acuerdo, pudiendo ser fraccionado en tres cuotas mensuales iguales de \$ 66,66 o \$ 50, según corresponda, con vencimiento en las siguientes fechas 15 de

febrero de 2011, 15 de marzo de 2011 y 15 de abril de 2011. Sea que se opte por el pago único o en cuotas, los importes establecidos deberán ser depositado en la Cuenta N° 83820/01 del Banco Nación Argentina Sucursal Caballito o por la red vigente autorizada para el ingreso de cuotas sindicales.



Ministerio de Trabajo,
Empleo y Seguridad Social

"2010 - Año del BICENTENARIO DE LA REVOLUCIÓN DE MAYO"

EXPEDIENTE N°: 1.443.043/11

En la Ciudad de Buenos Aires, a los 28 días del mes de Abril de 2011, siendo las 17 horas, comparecen al **MINISTERIO DE TRABAJO, EMPLEO Y SEGURIDAD SOCIAL**, DIRECCIÓN NACIONAL RELACIONES DEL TRABAJO, por ante, el Sr. Luis Emir **BENITEZ**, Secretario de Conciliación, del Departamento de Relaciones Laborales N° 3, el Dr. Alberto MENENDEZ y el Sr. Julián RUIZ, en representación de la CAMARA ARGENTINA DE LA CONSTRUCCION, Arquitecto Eduardo Juan SPROVIERI, en representación de la FEDERACION ARGENTINA DE ENTIDADES DE LA CONSTRUCCION, el Sr. Jorge A. DE FILIPPO en representación del CENTRO DE ARQUITECTOS, INGENIEROS, CONSTRUCTORES Y AFINES, por una parte y por la otra el Dr. Juan Martin EGIDO y la Dra. Claudia Silvana TESTA, en su carácter de Apoderados de la UNION OBRERA DE LA CONSTRUCCION DE LA REPUBLICA ARGENTINA.-----

Declarado abierto el acto por el Funcionario Actuante, y cedida la palabra a ambas partes, las mismas manifiestan: Que vienen por este acto a fin de ratificar el acuerdo alcanzado en forma directa, el que se agrega mediante el presente, solicitando forme parte integrante de estos actuados y su respectiva homologación. Asimismo se deja aclarado, que en el punto 2 inciso c) donde dice \$ 899.- debe decir \$ 889.- y en las escalas salariales del Anexo 1, para las categorías de Oficial Especializado, Oficial, Medio Oficial y Ayudante, los valores están expresados en pesos por hora, y para el Sereno están expresados en pesos por mes.-----

Con lo que se dio por terminado el acto firmando de conformidad por ante mi para constancia.-----

SECTOR SINDICAL

SECTOR EMPRESARIO

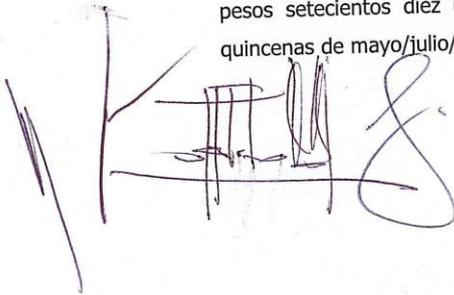
Sr. LUIS EMIR BENITEZ
Secretario de Conciliación
Depto. R.L. N° 3 - D.N.C.
O.N.R.T. - MTE y SS

En la Ciudad Autónoma de Buenos Aires a los veinticinco días del mes de abril de 2011, comparecen por una parte el Sr. Gerardo Alberto Martínez en representación de la UNIÓN OBRERA DE LA CONSTRUCCIÓN DE LA REPUBLICA ARGENTINA (UOCRA) y por la otra, el Ingeniero Carlos E. G. Wagner, en representación de la CÁMARA ARGENTINA DE LA CONSTRUCCIÓN; el Arq. Eduardo Sprovieri en representación de la FEDERACIÓN ARGENTINA DE ENTIDADES DE LA CONSTRUCCIÓN y el Sr. Jorge A. De Filippo, en representación del CENTRO DE ARQUITECTOS, INGENIEROS, CONSTRUCTORES Y AFINES, y expresan que han alcanzado un acuerdo en los siguientes términos:

1.- Establecer un incremento salarial del veinticuatro por ciento (24%) que se aplicará de la siguiente manera: doce por ciento (12%) sobre los salarios básicos vigentes al 31 de marzo de 2011 que regirá a partir del 01 de abril de 2011; el seis por ciento por ciento (6%) sobre los salarios básicos del mes de julio de 2011, que regirá a partir del 01 de Agosto de 2011; y el seis por ciento (6%) sobre los salarios básicos del mes de octubre de 2011, que regirá a partir del 01 de Noviembre de 2011.- Los incrementos indicados se aplicarán respecto de las distintas categorías previstas en el Convenio Colectivo de Trabajo N° 76/75, conforme las tablas que se adjuntan como Anexo I.

2.- Las partes acuerdan establecer, para los meses de Mayo, Julio, Setiembre y Octubre, el pago de cuatro sumas no remunerativas que se efectivizarán según se detalla:

- a) Zona "A". Para el Sereno pesos cuatrocientos ochenta (\$480), para el ayudante pesos quinientos diez (\$510), para el medio oficial pesos quinientos sesenta (\$560), para el oficial pesos seiscientos (\$600), y para el oficial especializado pesos setecientos diez (\$710), pagaderos con los haberes de las segundas quincenas de mayo/julio/setiembre y octubre.



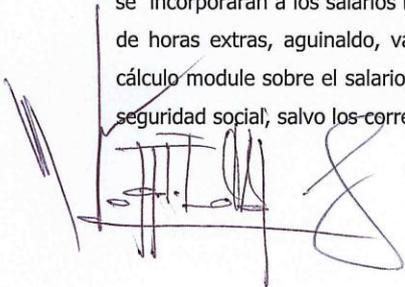
LUIS EMIR BENITEZ
Secretario de Conciliación
Dpto. A.L. N° 3 - D.N.G.
G.N.N.T. - M.T.E.Y.S.S.

- b) Zona "B". Para el Sereno pesos quinientos treinta y tres (\$ 533), para el ayudante pesos quinientos sesenta y seis (\$566), para el medio oficial pesos seiscientos veintidós (\$622), para el oficial pesos seiscientos sesenta y seis (\$ 666) , y para el oficial especializado pesos setecientos ochenta y ocho (\$ 788); pagaderos con los haberes de la segunda quincena de mayo/julio/setiembre y octubre.
- c) Zona "C". Para el Sereno pesos ochocientos ochenta y nueve (\$899) para el ayudante pesos novecientos cuarenta y cinco (\$ 945), para el medio oficial pesos novecientos ochenta y cuatro (\$ 984), para el oficial pesos mil nueve (\$ 1009) y para el oficial especializado pesos mil noventa (\$ 1.090). pagaderos con los haberes de la segunda quincena de mayo/julio/setiembre y octubre.
- d) Zona "C Austral". Para el Sereno pesos novecientos sesenta (\$960) para el ayudante pesos mil veinte (\$1.020), para el medio oficial pesos mil ciento veinte (\$1.120), para el oficial pesos mil doscientos (\$1.200), y para el oficial especializado pesos mil cuatrocientos veinte (\$ 1.420). pagaderos con los haberes de la segunda quincena de mayo/julio/setiembre y octubre.

Las sumas no remunerativas establecidas en el presente artículo serán abonadas a los trabajadores de la siguiente forma:

- A todo trabajador activo que se desempeñare durante todo el mes correspondiente al pago se le abonará la suma completa
- A los que hubieren ingresado o egresado durante el transcurso del mes correspondiente al pago se le abonará en forma proporcional al tiempo trabajado.

Los montos a pagarse bajo este concepto, habida cuenta su carácter no remunerativo, no se incorporarán a los salarios básicos, ni serán tenidos en cuenta a los efectos del cálculo de horas extras, aguinaldo, vacaciones, fondo de cese laboral y ningún concepto cuyo cálculo module sobre el salario; tampoco estarán sujetos a aportes y contribuciones de la seguridad social, salvo los correspondientes a la Obra Social.



LUIS EMER BENITEZ
Secretario de Conciliación
Depto. R.L. Nº 3 - D.N.G.
D N R T - MTE y SS

3.- Los valores establecidos en el punto 1 del presente acuerdo absorben y/o compensan hasta su concurrencia todos los incrementos en el nivel de ingreso de los trabajadores otorgados voluntariamente por los empleadores, ya sea con carácter remunerativo o no remunerativo, cualquiera sea el concepto, denominación, forma, presupuesto y condiciones de devengamiento, y que no tuvieran por fuente lo dispuesto en el C.C.T. N° 76/75.

4.- Las Partes dejan expresamente establecido que la aplicación de la precedente cláusula de absorción en ningún caso podrá traducirse en una disminución del nivel total de ingreso que, para una prestación laboral equivalente en cuanto a su duración, condiciones de trabajo, régimen de turno y demás condiciones, hubiera percibido cada trabajador alcanzado por el presente acuerdo durante el mes de marzo de 2011 por una jornada normal de trabajo (sin computar horas extraordinarias).

5.- Las partes dejan expresamente aclarado que el adicional por zona desfavorable convenido respecto de las zonas B, C y Austral tiene carácter remunerativo y salarial de conformidad con lo establecido por acuerdo paritario obrante en el Expediente 1.403.216/10 homologado por Resolución ST Nro. 1713/10 del 08 de Noviembre de 2010, por lo que deberá ser tenido en cuenta a los efectos del cálculo de horas extras, aguinaldo, vacaciones, asignación por Fondo de Cese Laboral y cualquier indemnización y/o concepto cuyo cálculo module sobre el salario. Asimismo dado el referido carácter dicho adicional estará sujeto a aportes y contribuciones de la seguridad social.

6) Los empleadores comprendidos en el ámbito personal y territorial de aplicación de los Convenios Colectivos de Trabajo N° 76/75 retendrán a todos los trabajadores incluidos en el mismo, en concepto de Aporte Extraordinario Solidario, el uno y medio por ciento (1,50 %) mensual de los salarios sujetos a aportes y contribuciones legales, durante un período de seis (6) meses contados a partir del mes inmediato posterior al de la homologación del presente acuerdo, y la depositará a la orden de UOCRA que la afectará a la realización de acciones de carácter sindical.

Se deja aclarado que en el caso de trabajadores afiliados el monto de la cuota sindical absorbe el monto del aporte de solidaridad establecido en el presente, no debiendo realizarse retención por este concepto.

Sr. LUIS EMIR BENITEZ

 Secretario de Conciliación

 Depto. R.L. N° 3 - O.N.C.

 U.N.H.T. - MTEySS

Asimismo, dado su carácter de extraordinario, bajo ningún supuesto adquirirá normalidad y habitualidad, aplicándose exclusivamente durante el plazo establecido.-

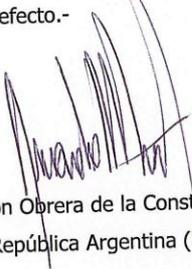
7) Contribución empresaria extraordinaria para la realización de las acciones sociales, asistenciales y de apoyo en lo previsional, culturales o turísticos y esparcimiento realizadas por el Sindicato: Cada Empleador incluido en la presente Convención Colectiva de Trabajo, procederá a pagar por única vez, la cantidad de pesos setenta y seis (\$ 76) por cada trabajador que integre su plantel al momento de la suscripción de la presente. Queda expresamente aclarado y establecido que esta contribución debe ser imputada, administrada y ejecutada en un todo de acuerdo con los términos y condiciones establecidos en el Arts. 9 de la Ley Nro. 23.551 y en el Art. 4 de su Decreto Reglamentario Nro. 467/88. El monto finalmente resultante deberá ser integrado por cada empresa en oportunidad del vencimiento de los aportes sindicales del mes de junio de 2011, pudiendo ser fraccionado en cuatro cuotas iguales de pesos diecinueve (\$ 19) con vencimiento en las siguientes fechas 11/07/11, 10/08/11, 12/09/11 y 10/10/11. Sea que se opte por el pago único o en cuotas, los importes establecidos deberán ser depositado mediante la boleta oficial – en el casillero "Otros conceptos" - a la orden de UNIÓN OBRERA DE LA CONSTRUCCIÓN DE LA REPÚBLICA ARGENTINA (UOCRA) en la Cuenta Nº 83820/01 del Banco Nación Argentina Sucursal Caballito o por la red vigente autorizada para el ingreso de cuotas sindicales.

8) Las Partes convienen que el presente acuerdo tendrá vigencia hasta el 31 de marzo de 2012, con excepción de la cláusula 2, 6 y 7 que tiene plazos específicos de cumplimiento, y en el marco de la negociación colectiva se comprometen a conformar una Comisión específica para realizar el seguimiento de las variables del sector, su impacto socioeconómico y el análisis integral de las relaciones laborales de la Industria.

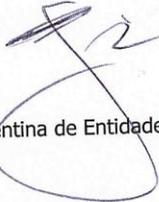
9) Las Partes ratifican el principio de buena fe que rige en la negociación colectiva y asumen el compromiso de mantener la paz social relacionada con el objeto del presente acuerdo, durante la vigencia del mismo.

Sr. LUIS EMIR BENÍTEZ
Secretario de Conciliación
Depto. R.L. Nº 3 - D.N.G.
D.N.R.T. - MTE y SS

10) Las Partes solicitan a la autoridad de aplicación que proceda a homologar el presente acuerdo para su aplicación y vigencia.
Previa lectura y ratificación, las partes firman cinco ejemplares de idéntico tenor y a un solo efecto.-


Unión Obrera de la Construcción de
la República Argentina (UOCRA)


Cámara Argentina de la Construcción
CAC


Federación Argentina de Entidades de la Construcción


Centro de Arquitectos, Ingenieros, Constructores y Afines


LUIS EMIR BENITEZ
Secretario de Conciliación
Depdo. R.L. Nº 3 - D.N.G.
D.N.M.T. - MTE y SS

Identificación del autor

Apellido y nombre del autor	Bustamante Virginia
E-mail	Virgib7@hotmail.com
Título de grado	Contador Público

Identificación del Trabajo Final de Graduación

Título del TFG en español	“ Análisis de la rentabilidad de un fideicomiso dedicado a la construcción en un rango de escenarios posibles hasta el ejercicio 2012”
Título del TFG en Inglés	“ Analysis of a real state trust with a range of various scenarios until taxable year 2012”
Integrantes de la CAE	Tortone Julio y Pretini Marcelo
Fecha de último coloquio con la CAE	12 de agosto de 2011.
Versión digital del TFG: Contenido y tipo de archivo en el que fue guardado.	Versión en formato digital del TFG en formato PDF.

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.

Publicación electrónica

Después de _____ mes(es)