



FACULTAD
DE CIENCIAS
ECONÓMICAS



Universidad
Nacional
de Córdoba

REPOSITORIO DIGITAL UNIVERSITARIO (RDU-UNC)

Fideicomiso inmobiliario: una alternativa de inversión

Olga Graciela Andonian, Nancy Gladis Rocabado,
Evelín Mariel Rabbia

Ponencia presentada en XXXVIII Jornadas Nacionales de Profesores Universitarios de
Matemática Financiera realizado en 2017 en San Juan, Argentina



Esta obra está bajo una [Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual
4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/)

“FIDEICOMISO INMOBILIARIO: UNA ALTERNATIVA DE INVERSIÓN”

DRA. ANDONIAN, Olga Graciela

CRA. ROCABADO, Nancy Gladis

CRA. RABBIA, Evelín Mariel



Departamento de Estadística y Matemática

Instituto de Estadística y Demografía

Facultad de Ciencias Económicas

Universidad Nacional de Córdoba

olga.andonian@gmail.com

nancyrocabado@yahoo.com.ar

everabbia@yahoo.com

ÁREA: Técnica



RESUMEN

En el mercado inmobiliario Argentino uno de los instrumentos más empleados por los desarrollistas es la utilización del Fideicomiso Inmobiliario.

En el presente trabajo se evalúan dos alternativas de inversión a través de la figura del Fideicomiso:

- Adquisición de un departamento de un dormitorio.
- Adquisición de un terreno por compra directa al desarrollista.

Se analizan los rendimientos de ambas alternativas de inversión en un contexto de incertidumbre e inestabilidad, donde el riesgo adquiere una importancia superlativa en la decisión.

Se utilizan las herramientas del cálculo financiero, para un contexto inflacionario, donde las alternativas para la adquisición de inmuebles eran escasas, con un deficiente desarrollo del crédito hipotecario y un mercado inmobiliario retraído.

Este panorama provocó que quienes tuvieran capacidad económica se inclinaron por la compra de inmuebles como inversión, que en el caso de sujetos con aversión al riesgo, encontraban en este sector inversiones más seguras.

Palabras Clave: Fideicomiso – Inversión – Financiación - Alternativas



INTRODUCCIÓN

En el mercado inmobiliario Argentino uno de los instrumentos más empleados por los desarrollistas es la utilización del Fideicomiso Inmobiliario. Este instrumento legal fue un factor determinante para el crecimiento del sector inmobiliario argentino en los últimos 20 años.

En el presente trabajo se consideran dos casos de inversiones inmobiliarias, instrumentadas a través de la figura del Fideicomiso Inmobiliario. El período de análisis de ambas decisiones de inversión que se desarrollarán abarca desde Julio de 2012 hasta la actualidad. En dicho período, las alternativas para adquisición de viviendas eran escasas, con un mercado con un deficiente desarrollo del crédito hipotecario.

A partir del año 2008, con distintas crisis regionales e internacionales, el crecimiento inmobiliario primeramente se concentró en emprendimientos para niveles con un alto poder adquisitivo. Los sectores de bajos recursos fueron atendidos por planes de vivienda pública, mientras que los sectores de clase media no se vieron beneficiados, por falta de políticas de créditos hipotecarios. Luego de la crisis internacional del 2008, se retiraron las inversiones extranjeras de la Argentina, lo que tuvo como consecuencia la aceleración de las inversiones locales que empezaron a estructurar el Fideicomiso al Costo.

Con un mercado inmobiliario retraído, en Julio de 2013, desde el Gobierno Nacional, se implementó el CEDIN (Certificado de depósito para Inversión), con un doble fin: frenar la escalada del dólar paralelo y generar desarrollo en el mercado inmobiliario, ambos afectados por la imposibilidad de acceder a la divisa oficial. En Junio de 2012 se había creado el Plan PRO.CRE.AR. Estas medidas propendieron a repuntar este mercado inmobiliario.



DESARROLLO

Principales Características de los Fideicomisos Inmobiliarios

Según lo define la ley 24.441 de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción “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 Fideicomiso Inmobiliario es una denominación genérica que no surge de la Ley.

Es un Contrato cuyo valor y contenido depende de la calidad del negocio subyacente.

- Con la transmisión de la propiedad al Fiduciario, se crea un Patrimonio distinto y separado de Fiduciantes y Fiduciarios.
- Se establece una relación contractual, sin establecer una vinculación societaria.
- No tiene personería jurídica, sí tributaria y fiscal.
- Es un contrato bilateral, consensual y real que necesita de la transferencia de bienes para constituir este patrimonio fideicomitado.
- En el contrato de su constitución se determina expresamente objeto, duración, beneficiarios. En uno de los casos a analizar, el bien objeto al patrimonio de afectación es un departamento de un dormitorio.
- La insuficiencia de los bienes permite la liquidación extrajudicial a cargo del Fiduciario, sin aplicar la Ley de Concursos y Quiebras.
- El patrimonio de afectación aislado y protegido de los acreedores, reduce el costo de endeudamiento para el inversor, otorgando seguridad jurídica a la operatoria.
- Es un contrato usado porque amplía las alternativas de inversión. Elimina la intermediación bancaria.
- Disminuye el riesgo del inversor en cuanto a cambios potenciales y grado de cumplimiento de lo proyectado, ya que en el contrato queda establecido individualización del inmueble, las condiciones de compra, las características del emprendimiento, los plazos de obra, los costos estimados, los derechos y obligaciones de las partes intervinientes, el destino del patrimonio fiduciario, la forma en la que debe administrarse, el tratamiento para inversores morosos, y la independencia del Patrimonio.
- Es un instrumento versátil pactado libremente por las partes. Permite la cesión de derechos del beneficiario, se liquida mucho más rápido que una sociedad y permite la remoción del fiduciario.

Contexto económico:

Históricamente en Argentina, con limitaciones al crédito hipotecario, las bajas tasas pagadas por los bancos para depósitos a plazo fijo en dólares fueron un factor determinante para que el inversor priorizara colocar sus ahorros en activos tangibles, seguros e históricamente dolarizados como la construcción. Conflictos políticos, el crecimiento de la inflación, el valor del dólar, y el difícil acceso al crédito instalaron un nuevo clima en el mercado inmobiliario y de la construcción, con menor actividad, con subas permanentes en los costos, la mínima reactivación de los créditos hipotecarios por parte del Estado, con trabas en su acceso en cuanto a relación ingreso cuota, estabilidad laboral, antigüedad y garantías reales, dio lugar a generar nuevas oportunidades de negocios para constructores y desarrolladores.



Según el Informe de Coyuntura N° 75 (correspondiente al período Noviembre- Diciembre 2011) de IERIC, dentro del mercado de la construcción, respecto de los oferentes, “la forma jurídica que más creció durante el 2011 es la de Personas Físicas (...) denotando la mayor sensibilidad que las tipologías de las firmas menos complejas tienen con relación al ciclo económico”, junto con las Sociedades de Personas (sociedades de hecho, asociaciones civiles, consorcios y Fideicomisos). Ver Cuadro Anexo 1.

Las formas predominantes mediante las cuales las firmas manifiestan insertarse en el proceso de obra es a través de las Constructoras. Se produjo un incremento en la oferta, explicado en parte por un aumento en los fideicomisos inmobiliarios, reflejados en las personas físicas y sociedades de personas.

En Córdoba Capital, respecto a otras jurisdicciones, el aumento fue aún mayor, según se refleja en Cuadro Anexo 2.

En relación a la cantidad de empresas, se puede observar un aumento interanual en la ciudad de Córdoba del 14,3%, el mayor incremento entre las Grandes Jurisdicciones.

Desde el punto de vista de un pequeño inversor, las alternativas a las cuales destinar pequeños ahorros, mes a mes, se encontraban restringidas hacia 2012: dificultades para adquirir dólares a precio oficial, plazos fijos con tasas de rendimientos en términos reales negativas, no calificación a créditos hipotecarios por relación entre cuotas/ingresos, etc. Ante este escenario, una alternativa viable era la adquisición de inmuebles a través de la figura legal de fideicomiso inmobiliario.

Análisis de casos:

El primer caso a analizar se enmarca dentro del Fideicomiso Inmobiliario en la categoría de Fideicomiso al Costo. Esta denominación hace referencia a la constitución de Fideicomisos para construir una casa o edificio residencial comercial o fabril en condiciones pactadas, con aportes de los inversores dados por anticipos en efectivo y cuotas planificadas que le permiten una reserva para su adquisición, y una vez finalizada la obra le transfieren la unidad funcional en su calidad de Beneficiario.

La particularidad de esta modalidad es respecto de la administración del Fiduciario, sus facultades y responsabilidades. Empresas referentes en la construcción, que designan fiduciarios con prestigio y avales que permitan demostrar un fuerte Know How en ese rol, con planes de negocios de los proyectos y el Master Plan de la obra a los contratos, con especificaciones técnicas precisas y proyecciones económicas Financieras.

En el segundo caso a analizar, la adquisición del terreno por la figura del fideicomiso puede considerarse como una modalidad de financiación, como así también como una inversión. Empresas Desarrollistas que adquieren grandes extensiones de terrenos en zonas periféricas al centro de la ciudad, pero con rápido acceso a la zona céntrica, con todos los servicios, realizan Loteos con fines de urbanización. Los Fiduciantes Beneficiarios, con sus aportes, acceden con prioridad a un lote específico del Master Plan que recién se está iniciando. Finalizado el plazo y abonados todos los aportes que integran el precio, acceden a la posibilidad de construir, vender, ceder o escriturar.



• Caso 1:

Este caso corresponde a la adquisición de un departamento de un dormitorio, a construir, con fecha de adhesión al fideicomiso del 31 de julio de 2012, donde el fiduciario adherente (beneficiario), se obliga a pagar 66 aportes mensuales. Asimismo, se realizó un aporte inicial, equivalente a 12 aportes mensuales, correspondiente a los meses de julio de 2011 a junio de 2012. En total, el plan preveía 78 aportes. Éstos, según contrato, se corrigen mensualmente utilizando como base el Índice de Costo de la Construcción, de la Cámara Argentina de la Construcción (ICC-CAC). Los pagos incluyen, en algunos meses, impuesto a los bienes personales, gastos de conexión y fondo de reserva. Dados los flujos de fondos, facilitados por el sujeto inversor, se analiza el rendimiento que podría haber obtenido por el mismo, si se vendía el 8 de septiembre de 2017, considerando un precio de venta estimado, teniendo en cuenta los precios en que se ofrecían departamentos equivalentes. Se supuso que las últimas 3 cuotas se cancelan anticipadamente, junto al aporte del mes de septiembre de 2017, y que en dicho mes no hubo inflación.

Es de destacar que los aportes corregidos observados no responden al índice establecido contractualmente.

El valor final de un proyecto de inversión es el valor de la suma de los Flujos de Fondos, incluido el costo de la inversión, capitalizados al final del año "n", o al final del período de planeamiento de un proyecto.

Para la obtención de la tasa anual promedio de rendimiento, y teniendo en cuenta las fechas exactas de los aportes, se utilizó el criterio de la Tasa Interna de Rendimiento (TIR) no periódica:

$$VA = \sum_{r=1}^n \frac{FF_r}{(1 + TIR_{(anual)})^{\frac{(d_r - d_0)}{365}}}$$

Siendo:

d_0 = momento cero, de inicio del plan de inversión.

d_r = momento de pago r-ésimo, o sea, cuando se paga el aporte r.

FF_r = aporte r-ésimo

VA = valor actual de un proyecto de inversión

A partir de la tasa anual promedio de rendimiento obtenida, se puede confirmar la relación entre valor actual y valor final de un proyecto, utilizando la relación de equivalencia financiera:

$$VF = \sum_{r=1}^n FF_r \cdot (1 + TIR_{(anual)})^{\frac{(d_n - d_r)}{365}}$$

Siendo:

d_n = momento final del horizonte económico.



VF = valor final de un proyecto de inversión.

La diferencia $(d_n - d_r)$ es la cantidad de días desde el pago r-ésimo hasta el final del horizonte económico.

Para un valor estimado de mercado de \$1.550.000, utilizando el método de la Tasa Interna de Rendimiento (no periódica), considerando los flujos dados, ajustados, y a partir del modelo de valor final, el rendimiento que hubiera obtenido el inversor sería de 0,16284 anual. En términos reales, utilizando el mismo método, expresando los flujos en igual poder adquisitivo (Cuadro Anexo 3), la tasa de rendimiento promedio estimada resulta ser nula.

Si el sujeto inversor hubiese podido comprar dólares, con el valor de cada aporte, en el período de análisis existían restricciones para acceder a un precio de tipo de cambio oficial, por lo tanto, se supondrá que se obtenían los dólares billetes en el mercado informal.

La brecha entre el tipo de cambio informal y el tipo de cambio oficial se muestra a continuación:

Gráfico 1: Brecha entre el tipo de cambio oficial e informal – Período 31/07/2012 – 19/12/2016



Fuente: Elaboración propia

El punto de brecha máximo se observa el 30/09/2014, con una diferencia del 86,83% entre ambos valores.



Cuadro 1: Aportes del fideicomiso financiero del Caso 1, y sus equivalentes en dólares, informal y oficial.

Fecha	Total de Aportes	Cotización USD informal	Aportes en USD informal	Cotización USD oficial	Aportes en USD oficial
08/09/2017	\$ 96.024,00	17,83	USD 5.385,53	17,51	USD 5.483,95
15/08/2017	\$ 23.535,00	18,15	USD 1.296,69	17,37	USD 1.354,92
14/07/2017	\$ 23.302,00	17,57	USD 1.326,24	17,15	USD 1.358,72
15/06/2017	\$ 22.845,00	16,49	USD 1.385,39	16,2	USD 1.410,19
15/05/2017	\$ 22.397,00	15,97	USD 1.402,44	15,8	USD 1.417,53
12/04/2017	\$ 22.599,00	15,69	USD 1.440,34	15,49	USD 1.458,94
15/03/2017	\$ 22.271,00	16,06	USD 1.386,74	15,83	USD 1.406,89
15/02/2017	\$ 21.635,00	16,32	USD 1.325,67	15,73	USD 1.375,40
13/01/2017	\$ 21.219,00	16,79	USD 1.263,79	16,13	USD 1.315,50
19/12/2016	\$ 22.324,40	16,74	USD 1.333,60	15,7	USD 1.421,94
16/11/2016	\$ 21.723,75	15,8	USD 1.374,92	15,25	USD 1.424,51
12/10/2016	\$ 21.540,59	15,53	USD 1.387,03	14,93	USD 1.442,77
16/09/2016	\$ 33.257,46	15,5	USD 2.145,64	14,93	USD 2.227,56
26/08/2016	\$ 10.000,00	15,49	USD 645,58	14,8	USD 675,68
17/08/2016	\$ 20.949,24	15,43	USD 1.357,70	14,61	USD 1.433,90
19/07/2016	\$ 20.330,96	15,23	USD 1.334,93	14,85	USD 1.369,09
30/06/2016	\$ 15.000,00	15,05	USD 996,68	14,76	USD 1.016,26
28/06/2016	\$ 19.537,42	15,02	USD 1.300,76	14,7	USD 1.329,08
16/05/2016	\$ 18.665,86	14,68	USD 1.271,52	14	USD 1.333,28
11/04/2016	\$ 18.527,59	14,96	USD 1.238,48	14,28	USD 1.297,45
22/03/2016	\$ 17.999,86	15,34	USD 1.173,39	14,23	USD 1.264,92
17/02/2016	\$ 17.542,48	15,32	USD 1.145,07	14,55	USD 1.205,67
15/01/2016	\$ 17.297,71	14,38	USD 1.202,90	13,37	USD 1.293,77
17/12/2015	\$ 16.931,33	14,36	USD 1.179,06	13,75	USD 1.231,37
11/11/2015	\$ 17.253,26	15,33	USD 1.125,46	9,58	USD 1.800,97
15/10/2015	\$ 17.109,83	15,83	USD 1.080,85	9,44	USD 1.812,48
11/09/2015	\$ 16.640,89	15,52	USD 1.072,22	9,3	USD 1.789,34
18/08/2015	\$ 16.185,03	15,05	USD 1.075,42	9,18	USD 1.763,08
10/07/2015	\$ 15.740,96	13,62	USD 1.155,72	9,06	USD 1.737,41
10/06/2015	\$ 15.119,50	12,62	USD 1.198,06	8,97	USD 1.685,56
18/05/2015	\$ 14.692,80	12,66	USD 1.160,57	8,89	USD 1.652,73
13/04/2015	\$ 14.940,75	12,42	USD 1.202,96	8,79	USD 1.699,74
16/03/2015	\$ 14.601,52	12,89	USD 1.132,78	8,71	USD 1.676,41
13/02/2015	\$ 14.273,02	13,19	USD 1.082,11	8,61	USD 1.657,73
08/01/2015	\$ 14.017,79	13,77	USD 1.017,99	8,51	USD 1.647,21
29/12/2014	\$ 13.822,25	13,55	USD 1.020,09	8,48	USD 1.629,98
27/11/2014	\$ 13.566,69	13,2	USD 1.027,78	8,44	USD 1.607,43
17/10/2014	\$ 13.317,80	14,7	USD 905,97	8,39	USD 1.587,34
30/09/2014	\$ 13.072,05	15,7	USD 832,61	8,35	USD 1.565,52
15/08/2014	\$ 12.494,19	13,2	USD 946,53	8,2	USD 1.523,68
25/07/2014	\$ 12.216,18	12,6	USD 969,54	8,1	USD 1.508,17



Cuadro 1 (cont).

Fecha	Total de Aportes	Cotización USD informal	Aportes en USD informal	Cotización USD oficial	Aportes en USD oficial
12/06/2014	\$ 11.430,66	11,7	USD 976,98	8,06	USD 1.418,20
16/05/2014	\$ 10.895,63	11,05	USD 986,03	8,00	USD 1.361,95
08/04/2014	\$ 10.742,25	10,34	USD 1.038,90	7,95	USD 1.351,23
10/03/2014	\$ 10.449,78	10,95	USD 954,32	7,82	USD 1.336,29
10/02/2014	\$ 9.958,52	11,65	USD 854,81	7,77	USD 1.281,66
13/01/2014	\$ 9.948,80	10,77	USD 923,75	6,66	USD 1.493,81
13/12/2013	\$ 9.838,97	9,60	USD 1.024,89	6,24	USD 1.576,76
08/11/2013	\$ 9.765,15	9,80	USD 996,44	5,92	USD 1.649,52
07/10/2013	\$ 9.655,05	9,55	USD 1.011,00	5,78	USD 1.670,42
11/09/2013	\$ 9.490,77	9,21	USD 1.030,49	5,68	USD 1.670,91
09/08/2013	\$ 9.349,36	8,78	USD 1.064,85	5,50	USD 1.699,88
19/07/2013	\$ 9.144,62	8,52	USD 1.073,31	5,41	USD 1.690,32
07/06/2013	\$ 9.005,59	8,57	USD 1.050,83	5,26	USD 1.712,09
28/05/2013	\$ 8.796,18	8,88	USD 990,56	5,22	USD 1.685,09
11/04/2013	\$ 8.615,35	8,44	USD 1.020,78	5,10	USD 1.689,28
18/03/2013	\$ 8.501,15	8,08	USD 1.052,12	5,05	USD 1.683,40
15/02/2013	\$ 8.315,96	7,71	USD 1.078,59	4,97	USD 1.673,23
15/01/2013	\$ 8.209,00	7,36	USD 1.115,35	4,91	USD 1.671,89
14/12/2012	\$ 8.068,61	6,53	USD 1.235,62	4,84	USD 1.667,07
13/11/2012	\$ 7.936,21	6,32	USD 1.255,73	4,75	USD 1.670,78
10/10/2012	\$ 25.709,00	6,21	USD 4.139,94	4,68	USD 5.493,38
11/09/2012	\$ 25.082,00	6,30	USD 3.981,27	4,63	USD 5.417,28
10/08/2012	\$ 24.470,00	6,27	USD 3.902,71	4,57	USD 5.354,49
03/08/2012	\$ 18.529,00	6,20	USD 2.988,55	4,56	USD 4.063,38
31/07/2012	\$ 5.000,00	6,32	USD 791,14	4,55	USD 1.098,90
Suma en dólares			USD 89.845,71		USD 117.975,26

Fuente: Elaboración propia

La suma total de dólares a comprar en el mercado informal hubiese ascendido a USD 89.845,71 (ver Cuadro 1). En caso de decidir venderlos, también en el mercado informal, en la fecha que se supuso se vendería el departamento, el monto a obtener por los dólares ascendería a \$ 1.570.503 (a un tipo de cambio comprador de \$17,48/USD). Comparando este resultado con el valor a obtener al vender el departamento, neto de las cuotas restantes, que ascendería a \$ 1.453.976, hubiera convenido al sujeto inversor comprar dólares. No obstante esta comparación, la obligación contractual exige un mayor esfuerzo que la inversión voluntaria de un remanente mensual, por lo cual, si se sujetaba la decisión a la voluntad del inversor, probablemente no hubiera logrado el ahorro equivalente en dólares. Además, el mercado financiero era altamente volátil, en el momento de decidir la inversión, y en nuestra economía la inversión en inmuebles o ladrillos ha sido considerada de menor riesgo para los inversores.

Si el sujeto hubiese tenido la oportunidad de comprar dólares al tipo de cambio oficial, la suma hubiese ascendido a USD 117.975,26, que, a tipo de cambio oficial comprador al 8 de septiembre de 2017, de \$17,11/USD, hubiera logrado un importe de \$ 2.018.556,76. Hasta diciembre del 2015, existían restricciones al acceso a este tipo de cambio.



En el caso analizado, se ha visto un ejemplo de aportes sujetos a ajuste por inflación, con indicador de rubro.

- **Caso 2:**

En este caso se analiza la compra de un terreno de 272 mts², para un inversor sin acceso al crédito hipotecario, que puede disponer de un remanente mensual para invertir en el pago de una cuota. El precio en pesos al 10 de septiembre del 2013 es de \$200.276. Dicho valor en dólares promedio entre dólar oficial y paralelo ascendía a USD 28.754. Considerando que el inversor no podía calificar para solicitar un préstamo para compra de terreno, y no podía acceder al mercado de divisas oficiales (para ahorrar en esa moneda), el inversor analizó la adquisición de este terreno en un emprendimiento privado y cerrado, donde le ofrecían la posibilidad de adquirir su lote totalmente financiado.

Se entregó un anticipo del 20% (\$40.056), y el saldo se abonó en 36 cuotas mensuales iguales más 6 pagos extraordinarios (cuota aguinaldo), pagando la primera cuota el 10 de octubre del 2013 (ver Cuadro 2). La tasa enunciada por la compañía era una tasa nominal anual de 0,33, lo cual implicaría una tasa efectiva mensual de 0,0275. Todas las cuotas son constantes e iguales durante el plazo de financiación.

De acuerdo a los flujos de fondos facilitados por el inversor, la tasa mensual efectivamente cobrada por la desarrollista fue de 0,031837 mensual, siendo la tasa equivalente anual del 0,456577. La diferencia con la tasa enunciada surge a partir de los pagos extraordinarios.

Cuadro 2: Aportes abonados por el sujeto inversor en el fideicomiso del Caso 2.

N° Aporte	Aporte	F.VTO.	N° Aporte	Aporte	F.VTO.
1	\$ 6.479,58	10/10/2013	19	\$ 6.479,58	10/04/2015
2	\$ 6.479,58	10/11/2013	20	\$ 6.479,58	10/05/2015
3	\$ 6.479,58	10/12/2013	21	\$ 6.479,58	10/06/2015
4	\$ 12.959,16	10/01/2014	22	\$ 12.959,16	10/07/2015
4	\$ 6.479,58	10/02/2014	23	\$ 6.479,58	10/08/2015
5	\$ 6.479,58	10/03/2014	24	\$ 6.479,58	10/09/2015
7	\$ 6.479,58	10/04/2014	25	\$ 6.479,58	10/10/2015
8	\$ 6.479,58	10/05/2014	26	\$ 6.479,58	10/11/2015
9	\$ 6.479,58	10/06/2014	27	\$ 6.479,58	10/12/2015
10	\$ 12.959,16	10/07/2014	28	\$ 12.959,16	10/01/2016
11	\$ 6.479,58	10/08/2014	29	\$ 6.479,58	10/02/2016
12	\$ 6.479,58	10/09/2014	30	\$ 6.479,58	10/03/2016
13	\$ 6.479,58	10/10/2014	31	\$ 6.479,58	10/04/2016
14	\$ 6.479,58	10/11/2014	32	\$ 6.479,58	10/05/2016
15	\$ 6.479,58	10/12/2014	33	\$ 6.479,58	10/06/2016
16	\$ 12.959,16	10/01/2015	34	\$ 12.959,16	10/07/2016
17	\$ 6.479,58	10/02/2015	35	\$ 6.479,58	10/08/2016
18	\$ 6.479,58	10/03/2015	36	\$ 6.479,58	10/09/2016

Fuente: Elaboración propia

En el período considerado la tasa de inflación promedio mensual fue del 0,02252, utilizando los índices de ajuste para el mes completo (cálculo aproximado), y el método de la Tasa Interna de



Rendimiento, relacionando los aportes actualizados con los aportes a moneda contante actualizados (Cuadro Anexo 4).

La tasa de costo promedio en términos reales surge relacionando la suma de los aportes a moneda constante (Cuadro Anexo 4) con el costo de la financiación (utilizando el método de la Tasa Interna de Rendimiento). Dicha tasa resulta del 0,009 promedio mensual.

Si se hubiera decidido vender este terreno el 10 de septiembre de 2017, el mismo tenía un valor estimado de mercado de \$500.000. Pensando este fideicomiso como inversión, y utilizando el método de la Tasa Interna de Rendimiento y el modelo de valor final, la tasa de rendimiento promedio mensual que podría haber obtenido fue de 0,014482, según aportes de Cuadro Anexo 5. Se supuso que en el último mes de análisis (septiembre de 2017) no hubo inflación.

En términos reales, el rendimiento promedio mensual hubiese sido de -0,6%, según aportes a moneda constante de Cuadro Anexo 5.

Conforme se dijo precedentemente, el riesgo es una variable que al tomar decisiones de inversión juega un papel preponderante, que lleva al inversor a considerar no sólo el rendimiento desde el punto de vista financiero, sino el entorno de incertidumbre de la economía en general.

Considerando como fuente la información proporcionada por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, para el período de análisis del caso planteado, se calculó la relación cuota/ingreso del salario promedio en el sector privado, resultando al inicio de la financiación un esfuerzo del 39,9%, porcentaje que ha ido disminuyendo, representando la última cuota un 17,3% del salario promedio.



CONCLUSIONES

En el mercado inmobiliario Argentino uno de los instrumentos más empleados por los desarrollistas es la utilización del Fideicomiso Inmobiliario.

En el presente trabajo se consideraron dos casos de inversiones inmobiliarias, instrumentadas a través de la figura del Fideicomiso Inmobiliario. En el período de análisis, las alternativas para adquisición de viviendas eran escasas, con un mercado con un deficiente desarrollo del crédito hipotecario.

En el primer caso, el fideicomiso respondía a una inversión, financiada por el futuro propietario. Mientras que, en el segundo caso, el financiamiento de la inversión era externa.

Por las modalidades contractuales adoptadas, en el primer caso, el esfuerzo económico del inversor se mantuvo durante todo el horizonte de planeamiento, dado que los aportes se corregían por el índice de la construcción; en tanto que, en el segundo caso, si bien representaba un porcentaje importante en los primeros aportes, respecto del salario del inversor, dicho porcentaje fue disminuyendo con el transcurso del tiempo, dado que las cuotas eran constantes en un entorno inflacionario.

En ambos casos, como inversión, el rendimiento en términos reales fue prácticamente nulo, pero si se considera el riesgo, el valor del bien invertido lo justificaba, dado que existe la posibilidad de una revalorización de los inmuebles.



ANEXO

Cuadro Anexo 1: Cantidad de empresas en actividad por Forma Jurídica (1). Diciembre 2010 y 2011.

	Dic-11	Dic-10	Variación % interanual	Participación en el Total	
				Diciembre 2011	Diciembre 2010
Personas Físicas (2)	11.216	10.066	11,4%	46,0%	45,9%
Sociedades Personas (3)	836	760	10,0%	3,4%	3,5%
S.A.	4.920	4.443	10,7%	20,2%	20,2%
S.R.L	6.759	6.095	10,9%	27,7%	27,8%
Otras (4)	628	577	8,8%	2,6%	2,6%
Total	24.359	21.941	11,0%	100,0%	100,0%

(1) Se considera solamente las empresas que poseen arancel al día al último día del mes. No incluye las empresas que han presentado su baja ante el IERIC.

(2) Corresponde a empresas unipersonales

(3) Incluye sociedades de hecho, sociedades y asociaciones civiles, consorcios y fideicomisos

(4) Incluye sociedades en comandita simple, por acciones, colectivas, de capital e industria, UTE, cooperativas, sociedades de estado, municipales, etc.

Fuente: IERIC

Cuadro Anexo 2: Cantidad de empresas en actividad por Grandes Jurisdicciones. Diciembre 2010 y 2011.

Provincia	Constructoras		Contratistas		Subcontratistas		Total		Var. % interan.	Part. en el Total	
	Dic-11	Dic-10	Dic-11	Dic-10	Dic-11	Dic-10	Dic-11	Dic-10		Dic-11	Dic-10
Grandes Jurisd.	9.041	8.164	5.422	4.808	2.023	1.874	16.486	14.846	11,0%	67,7%	67,7%
Buenos Aires	4.001	3.536	3.006	2.663	1.116	1.028	8.123	7.227	12,4%	33,3%	32,9%
Cdad. de Bs.As.	2.782	2.652	1.154	1.050	419	403	4.355	4.105	6,1%	17,9%	18,7%
Córdoba	1.085	969	511	433	301	258	1.897	1.660	14,3%	7,8%	7,6%
Santa Fe	1.173	1.007	751	662	187	185	2.111	1.854	13,9%	8,7%	8,4%

Fuente: IERIC



Cuadro Anexo 3: Aportes y aportes a moneda constante. Caso 1.

Fecha	Aportes	Factor de corrección a moneda corriente	Aporte a moneda constante (1)
31/07/2012	\$ 5.000,00	1	\$ 5.000,00
03/08/2012	\$ 18.529,00	1,010872207	\$ 18.329,72
10/08/2012	\$ 24.470,00	1,010872207	\$ 24.206,82
11/09/2012	\$ 25.082,00	1,020840358	\$ 24.569,95
10/10/2012	\$ 25.709,00	1,028259103	\$ 25.002,45
13/11/2012	\$ 7.936,21	1,037019058	\$ 7.652,91
14/12/2012	\$ 8.068,61	1,041355838	\$ 7.748,18
15/01/2013	\$ 8.209,00	1,046232055	\$ 7.846,25
15/02/2013	\$ 8.315,96	1,053494151	\$ 7.893,69
18/03/2013	\$ 8.501,15	1,078220853	\$ 7.884,42
11/04/2013	\$ 8.615,35	1,087906545	\$ 7.919,20
28/05/2013	\$ 8.796,18	1,095758136	\$ 8.027,48
⋮	⋮	⋮	⋮
19/07/2016	\$ 20.330,96	2,802677022	\$ 7.254,12
17/08/2016	\$ 20.949,24	2,835629594	\$ 7.387,86
26/08/2016	\$ 10.000,00	2,835629594	\$ 3.526,55
16/09/2016	\$ 33.257,46	2,859867817	\$ 11.629,02
12/10/2016	\$ 21.540,59	2,987859283	\$ 7.209,37
16/11/2016	\$ 21.723,75	3,007645761	\$ 7.222,84
19/12/2016	\$ 22.324,40	3,027978886	\$ 7.372,71
13/01/2017	\$ 21.219,00	3,13274846	\$ 6.773,29
15/02/2017	\$ 21.635,00	3,149894288	\$ 6.868,48
15/03/2017	\$ 22.271,00	3,162125844	\$ 7.043,05
12/04/2017	\$ 22.599,00	3,324714628	\$ 6.797,28
15/05/2017	\$ 22.397,00	3,335505847	\$ 6.714,72
15/06/2017	\$ 22.845,00	3,352512542	\$ 6.814,29
14/07/2017	\$ 23.302,00	3,532214509	\$ 6.596,99
15/08/2017	\$ 23.535,00	3,583291596	\$ 6.567,98
08/09/2017	\$ -1.453.976,00	3,583291596	\$ -405.765,47

Fuente: elaboración propia

**Cuadro Anexo 4:** Aportes a moneda constante, aportes actualizados a moneda constante y aportes actualizados. Caso 2 – Financiación.

N° Aporte	F.VTO.	Aporte	Factor de corrección a moneda corriente	Aporte a moneda constante (1)	Aporte actualizado a moneda constante	Aporte actualizado
1	10/10/2013	\$ 6.479,58	1,0069969	\$ 6.434,56	\$ 6.236,02	\$ 6.279,65
2	10/11/2013	\$ 6.479,58	1,01304109	\$ 6.396,16	\$ 6.007,55	\$ 6.085,90
3	10/12/2013	\$ 6.479,58	1,02106831	\$ 6.345,88	\$ 5.776,42	\$ 5.898,12
4	10/01/2014	\$ 12.959,16	1,04570359	\$ 12.392,76	\$ 10.932,61	\$ 11.432,27
4	10/02/2014	\$ 6.479,58	1,08973661	\$ 5.946,00	\$ 5.083,58	\$ 5.539,77
5	10/03/2014	\$ 6.479,58	1,11550736	\$ 5.808,64	\$ 4.812,91	\$ 5.368,84
7	10/04/2014	\$ 6.479,58	1,21632991	\$ 5.327,15	\$ 4.277,78	\$ 5.203,19
8	10/05/2014	\$ 6.479,58	1,23690509	\$ 5.238,54	\$ 4.076,83	\$ 5.042,65
9	10/06/2014	\$ 6.479,58	1,2506484	\$ 5.180,97	\$ 3.907,62	\$ 4.887,06
10	10/07/2014	\$ 12.959,16	1,32110576	\$ 9.809,32	\$ 7.170,16	\$ 9.472,54
11	10/08/2014	\$ 6.479,58	1,34053615	\$ 4.833,57	\$ 3.424,10	\$ 4.590,14
12	10/09/2014	\$ 6.479,58	1,36254137	\$ 4.755,51	\$ 3.264,86	\$ 4.448,51
13	10/10/2014	\$ 6.479,58	1,38281146	\$ 4.685,80	\$ 3.117,74	\$ 4.311,25
14	10/11/2014	\$ 6.479,58	1,39898354	\$ 4.631,63	\$ 2.986,62	\$ 4.178,23
15	10/12/2014	\$ 6.479,58	1,41268686	\$ 4.586,70	\$ 2.866,39	\$ 4.049,31
16	10/01/2015	\$ 12.959,16	1,42767438	\$ 9.077,11	\$ 5.497,58	\$ 7.848,75
17	10/02/2015	\$ 6.479,58	1,43963244	\$ 4.500,86	\$ 2.641,85	\$ 3.803,29
18	10/03/2015	\$ 6.479,58	1,45902475	\$ 4.441,03	\$ 2.526,31	\$ 3.685,94
19	10/04/2015	\$ 6.479,58	1,47311037	\$ 4.398,57	\$ 2.424,95	\$ 3.572,21
20	10/05/2015	\$ 6.479,58	1,58950986	\$ 4.076,46	\$ 2.178,03	\$ 3.461,99
21	10/06/2015	\$ 6.479,58	1,60036697	\$ 4.048,81	\$ 2.096,50	\$ 3.355,18
22	10/07/2015	\$ 12.959,16	1,61362419	\$ 8.031,09	\$ 4.030,25	\$ 6.503,31
23	10/08/2015	\$ 6.479,58	1,69186991	\$ 3.829,83	\$ 1.862,63	\$ 3.151,33
24	10/09/2015	\$ 6.479,58	1,71132884	\$ 3.786,28	\$ 1.784,63	\$ 3.054,09
25	10/10/2015	\$ 6.479,58	1,72713156	\$ 3.751,64	\$ 1.713,74	\$ 2.959,86
26	10/11/2015	\$ 6.479,58	1,75971911	\$ 3.682,17	\$ 1.630,11	\$ 2.868,54
27	10/12/2015	\$ 6.479,58	1,80602027	\$ 3.587,77	\$ 1.539,31	\$ 2.780,03
28	10/01/2016	\$ 12.959,16	1,85489605	\$ 6.986,46	\$ 2.905,02	\$ 5.388,51
29	10/02/2016	\$ 6.479,58	1,8846024	\$ 3.438,17	\$ 1.385,50	\$ 2.611,12
30	10/03/2016	\$ 6.479,58	1,91769788	\$ 3.378,83	\$ 1.319,58	\$ 2.530,56
31	10/04/2016	\$ 6.479,58	2,09968659	\$ 3.085,97	\$ 1.168,02	\$ 2.452,48
32	10/05/2016	\$ 6.479,58	2,12405545	\$ 3.050,57	\$ 1.119,00	\$ 2.376,81
33	10/06/2016	\$ 6.479,58	2,14081191	\$ 3.026,69	\$ 1.075,98	\$ 2.303,47
34	10/07/2016	\$ 12.959,16	2,17331969	\$ 5.962,84	\$ 2.054,37	\$ 4.464,80
35	10/08/2016	\$ 6.479,58	2,19887257	\$ 2.946,77	\$ 983,92	\$ 2.163,52
36	10/09/2016	\$ 6.479,58	2,21766796	\$ 2.921,80	\$ 945,48	\$ 2.096,77

(1) Aporte/(factor de corrección a moneda corriente)

Fuente: elaboración propia



Cuadro Anexo 5: Aportes y aportes a moneda constante. Caso 2 – Inversión.

N° Aporte	F.VTO.	Aporte	Factor de corrección a moneda corriente	Aporte a moneda constante (1)
0	10/09/2013	\$ 40.056,00	1	\$ 40.056,00
1	10/10/2013	\$ 6.479,58	1,0069969	\$ 6.434,56
2	10/11/2013	\$ 6.479,58	1,01304109	\$ 6.396,16
3	10/12/2013	\$ 6.479,58	1,02106831	\$ 6.345,88
4	10/01/2014	\$ 12.959,16	1,04570359	\$ 12.392,76
4	10/02/2014	\$ 6.479,58	1,08973661	\$ 5.946,00
5	10/03/2014	\$ 6.479,58	1,11550736	\$ 5.808,64
7	10/04/2014	\$ 6.479,58	1,21632991	\$ 5.327,15
8	10/05/2014	\$ 6.479,58	1,23690509	\$ 5.238,54
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
36	10/09/2016	\$ 6.479,58	2,21766796	\$ 2.921,80
37	10/10/2016	\$ 0,00	1,04475433	\$ 0,00
38	10/11/2016	\$ 0,00	1,00662229	\$ 0,00
39	10/12/2016	\$ 0,00	1,00676048	\$ 0,00
40	10/01/2017	\$ 0,00	1,0346005	\$ 0,00
41	10/02/2017	\$ 0,00	1,00547309	\$ 0,00
42	10/03/2017	\$ 0,00	1,00388316	\$ 0,00
43	10/04/2017	\$ 0,00	1,05141756	\$ 0,00
44	10/05/2017	\$ 0,00	1,00324576	\$ 0,00
45	10/06/2017	\$ 0,00	1,00509869	\$ 0,00
46	10/07/2017	\$ 0,00	1,05360218	\$ 0,00
47	10/08/2017	\$ 0,00	1,01446036	\$ 0,00
48	10/09/2017	\$ -500.000,00	1,01446036	\$ -179.943,97

(1) Aporte/(factor de corrección a moneda corriente)

Fuente: elaboración propia



BIBLIOGRAFÍA

- ❖ Andonian, Olga; Rabbia, Evelín (2016) - *Operaciones financieras a tasas de interés y tasas de rendimiento variables – Tasas de interés y rendimiento promedio* – Córdoba – Asociación Cooperadora de la Facultad de Ciencias Económicas.
- ❖ Banco Central de la República Argentina <http://www.bcra.gov.ar>
- ❖ Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción (IERIC) -Informes de Coyuntura N° 75, Correspondiente al periodo Noviembre-Diciembre 2011 <https://www.ieric.org.ar/files/informes/2012-01.pdf>
- ❖ Informes de CEDUC (Cámara Empresarial de Desarrollistas Urbanos) – “Índice Ceduc de ventas de Inmuebles de Córdoba” (2012) <http://www.ceducba.com.ar/>
- ❖ Ley 24.441/95 (Ley Sobre el financiamiento de la vivienda y Construcción, Título I- Fideicomiso).
- ❖ Lenicov Jorge Remes (2013) “La Economía durante la última década” -Diario Ámbito Financiero, <http://www.ambito.com/689738-la-economia-durante-la-ultima-decada>
- ❖ Ministerio de Trabajo, Boletín de Estadísticas Laborales <http://www.trabajo.gob.ar>
- ❖ Kreimer Néstor (2012) – “Nuevas Normas para Fideicomisos Inmobiliarios”- Reporte Inmobiliario Córdoba 2012 - <http://www.reporteinmobiliario.com/nuke/article2095-nuevas-normas-para-fideicomisos-inmobiliarios.html>
- ❖ Sandoval Carlos Molina (2013) – *El Fideicomiso en la dinámica Mercantil* –Buenos Aires- Euros Editores S.R.L- tercera edición
- ❖ Valor precios dólar históricos por año (2013) http://www.cotizacion-dolar.com.ar/dolar_historico_2013.php