



UNAP E C
UNIVERSIDAD APEC

Vicerrectoría de Estudios de Posgrado

**Trabajo de Investigación Final para Optar por el Título de Máster en
Administración Financiera en el Programa:**

Maestría en Administración Financiera

Título:

“Valoración de la diversificación de financiamiento con instrumentos
financieros para proyectos inmobiliarios en la Rep. Dom.”

Sustentante:

Blanca E. Lauterio Almánzar

Matricula:

2018-0215

Asesor:

Dra. Iara V. Tejada

Santo Domingo, D.N.

Abril 2020

PÁGINA DE APROBACIÓN

Este trabajo de investigación fue sometido por Blanca E. Lauterio Almánzar bajo la asesoría de la Dra. Iara V. Tejada durante el tiempo que se cursó la asignatura Investigación Financiera Aplicada de la Maestría en Administración Financiera de la Universidad APEC (UNAPEC). El Trabajo de Investigación fue evaluado y aprobado por la Dra. Iara V. Tejada en cumplimiento de los requisitos para obtener el grado de Maestría en Administración Financiera.

Dra. Iara V. Tejada

Fecha

AGRADECIMIENTOS

En primer lugar, gracias a Dios por darme la valentía y servirme de guía en la continuidad de mi desarrollo profesional y personal, por ayudarme a superar los obstáculos del proceso y verlos como parte de mi aprendizaje.

A mis padres, hermanos, cuñadas y mis sobrinas, gracias por mostrarme que cuando se quiere se puede, por siempre estar y sobre todo ser un ejemplo para mí, por mostrarme que con el trabajo duro y honrado los logros obtenidos son más satisfactorios, los amo.

A UNAPEC gracias por brindarme el espacio y los asesores que me ayudaron a forjarme como una mejor profesional. A Dios las gracias nuevamente, por permitirme conocer tantas personas valiosas en el transcurso, en especial a Denisse Peña y Milagros Batista por el soporte brindado y siempre recalcar que hay que disfrutar al máximo los momentos que la vida nos regala.

A mis compañeros de trabajo gracias por la colaboración y esfuerzo para que el día a día sea más llevadero y facilitarme el proceso, en especial a Cindy Encarnación compañera y amiga, gracias por la comprensión y el apoyo incondicional que siempre me has brindado.

Gracias a todos los que de una manera u otra estuvieron y aportaron a que pudiera alcanzar otro peldaño de mi carrera profesional.

“Valoración de la diversificación de financiamiento con instrumentos financieros para proyectos inmobiliarios en la Rep. Dom.”

RESUMEN

El sector construcción en la Rep. Dom. en los últimos años ha tomado un gran auge en la economía, por lo que el gobierno e instituciones financieras han elaborado facilidades crediticias para proyectos inmobiliarios. Dada la susceptibilidad del sector a los factores exógenos del mercado, una de las decisiones más importante de la gerencia es la de formular la estructura de capital del proyecto, para lograr esto, se necesita de un modelo financiero que les permita evaluar financieramente todos los costos asociados a la construcción, asimismo, los costos inducidos por las fuentes de financiamiento a optar. Esta investigación muestra un análisis económico y financiero que le atribuye tanto a la entidad implementadora del proyecto como a las fuentes de financiamiento propuestas, tales como, préstamos bancarios, préstamos de accionistas, la utilización de recursos propios de la entidad, la figura del fideicomiso y la emisión de bonos corporativos, aplicados a un proyecto inmobiliario, con la finalidad de medir el impacto de la diversificación del financiamiento en la rentabilidad de un proyecto.

ABSTRACT

The construction sector in the Dominican Republic in recent years has boomed in the economy, so the government and financial institutions have developed credit facilities for real estate projects. Given the susceptibility of the sector to exogenous market factors, one of the most important management decisions is to formulate the capital structure of the project. To achieve this, a financial model is needed that allows them to financially evaluate all associated costs. to the construction, independently, the costs induced by the financing sources to choose. This research shows an economic and financial analysis that attributes both the project implementing entity and the proposed financing sources, such as bank loans, bank loans, the use of the entity's own resources, the figure of the trust and the issuance of corporate bonds, applied to a real estate project, in order to measure the impact of financing diversification on the profitability of a project

INDICE GENERAL

INTRODUCCION	1
CAPITULO I GENERALIDADES SECTOR CONSTRUCCION E INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN LA REP. DOM	4
1.1 Marco conceptual del sector construccion e instrumentos financieros propuestos como estructura de capital.....	4
1.2 Regulaciones para el sector construccion e instrumentos financieros propuestos como estructura de capital.....	9
1.3 Comportamiento actual de los instrumentos financieros propuestos para proyectos inmobiliarios en el mercado financiero dominicano.....	13
CAPITULO II DIAGNOSTICO DE FUENTES DE FINANCIAMIENTO PARA PROYECTOS INMOBILIARIOS.....	19
2.1 Ventajas, desventajas y reisos asociados a los instrumentos financieros propuestos como estructura de capital.....	20
2.2 Generalidades del proyecto de inmobiliario y de la entidad implementadora.....	24
2.3 Modelo de valoración de instrumentos financieros para la diversificación de financiamiento de un proyecto inmobiliario.	28
CAPITULO III VALORACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS PROPUESTOS COMO APLANCAMIENTO PARA EL DESARROLLO DE PROYECTOS INMOBILIARIOS.....	31
3.1 Valoración de la estructura de capital actual del proyecto inmobiliario Edificio de Oficinas “K”.	32
3.1.1 Costos asociados y características de las fuentes de financiamiento actuales.....	33
3.1.2 Análisis comparativo de indicadores financieros de la entidad implementadora.....	37

3.1.3	Análisis económico de la situación actual del Proyecto	40
3.2	Evaluación financiera individual de los instrumentos financieros propuestos.....	43
3.2.1	Fideicomiso de Oferta Pública.....	43
3.2.1	Emisión de Bonos Corporativos.....	49
3.2.2	Comparación de estructuras de capital planteadas.....	56
3.3	Recomendaciones	59
CONCLUSIONES	60
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	63
ANEXOS	68

LISTA DE TABLAS

Tabla 1.1	Resoluciones salario mínimo vigentes al 29 de marzo 2020.....	10
Tabla 1.2	Producto Interno Bruto (PIB) en valor agregado de actividad económica, según sectores de origen, por año, 2010-2019.....	14
Tabla 2.1	Características construcción Proyecto Edificio de Oficinas “K”.....	25
Tabla 2.2	Presupuesto ejecutado Proyecto Edificio de Oficinas “K”.....	26
Tabla 2.3	Composición prestamos accionistas.....	27
Tabla 2.4	Precio de venta propuesto Gerencia Proyecto.....	28
Tabla 3.1	Estructura de capital actual Proyecto Edificio de Oficinas “K”	32
Tabla 3.2	Composición préstamos accionistas.....	34
Tabla 3.3	Determinación costo de oportunidad préstamos accionistas	36
Tabla 3.4	Determinación diferencia rendimiento escenario no. 1 Vs propuesto por la entidad implementadora.....	41
Tabla 3.5	Análisis económico Proyecto Edificio de Oficinas “K” Escenario No. 1 (situación actual).....	42
Tabla 3.6	Determinación Promedio Gastos Iniciales Fideicomiso OPV.....	44
Tabla 3.7	Determinación gastos iniciales fideicomiso OPV Proyecto Edificio Oficinas “K”.....	45
Tabla 3.8	Análisis económico Proyecto Edificio de Oficinas “K” Escenario No. 2 (Fideicomiso).....	47
Tabla 3.9	Emisiones corporativas vigente de renta fija al 17 de abril 2020.....	50
Tabla 3.10	Resumen emisión bonos corporativos Proyecto.....	51
Tabla 3.11	Costo emisión bonos corporativos Edificio Oficinas “K”.....	52
Tabla 3.12	Análisis económico Proyecto Edificio de Oficinas “K” Escenario No. 3 (Emisión Bonos Corporativos).....	54
Tabla 3.13	Comparación de estructura de capital planteadas.....	56

LISTA DE FIGURAS

Gráfico 1.1 Prestamos sector privado producción consolidado Año 2019.....	15
Gráfico 1.2 Distribución de fideicomiso por tipo Periodo 2014-2016.....	16
Gráfico 1.3 Circulación de emisiones de Renta Fija aprobado por la SIV periodo 2017-2019.....	17

INTRODUCCION

Cómo financiar un proyecto es una de las decisiones más relevantes en la gestión financiera. Que consiste en determinar la estructura de capital, es decir, establecer el equilibrio deseado y factible entre deuda financiera y el patrimonio neto (Pérez-Caraballo, 2011).

El mercado financiero dominicano cuenta con una variedad de instrumentos financieros, tanto en el sistema bancario como en el mercado de valores, que pueden ser de utilidad al momento de optar por financiar un proyecto inmobiliario.

Con la promulgación de la Ley 189-11 para el Desarrollo del Mercado Hipotecario y el Fideicomiso en la Rep. Dom., entran en vigor otros mecanismos confiables, ortodoxos y adaptables al sector construcción que amplían la diversidad de las fuentes de financiación tradicionales, con la introducción al mercado hipotecario del fideicomiso y la definición de la personalidad jurídica y fiscal de los fondos de inversión.

Con esta investigación se busca valorar la diversificación del financiamiento con instrumentos financieros para proyectos de inversión inmobiliaria, con la finalidad de comprobar que mezcla de deuda y capital maximiza la utilidad del proyecto y reduce el riesgo financiero inducido por el apalancamiento positivo.

El propósito de este trabajo es evaluar la combinación de fuentes de financiamiento con instrumentos financieros, tales como, fideicomiso de oferta pública, emisión de bonos corporativos, préstamos bancarios y capital propio, para la ejecución de un proyecto inmobiliario. Así mismo, medir el impacto de la diversificación del financiamiento externo respecto a la utilización únicamente de capital propio en la rentabilidad del proyecto. De igual modo, identificar herramientas que permitan a las empresas constructoras realizar este tipo de evaluaciones.

En cuanto al aspecto metodológico estará enfocado a una investigación tipo cuantitativa bajo el método deductivo para profundizar mediante un estudio descriptivo y explicativo sobre los parámetros de evaluación financiera de proyectos aplicables al objeto de estudio, con la intención de valorar la efectividad de utilizar varias fuentes de financiamiento sobre un proyecto de construcción.

El enfoque de esta investigación es probar la factibilidad financiera de un proyecto de inversión inmobiliaria en base a la diversificación del financiamiento y su efecto en la rentabilidad de este. Por lo que dentro de los instrumentos para la recolección de datos se aplicará una entrevista al empresario PYMES del sector construcción que ejecuta la obra de construcción que se analizará, con la finalidad de evidenciar el proceso considerado por su gestión financiera en la ejecución del proyecto.

Otras de las técnicas para la interpretación y recolección de datos será la revisión de fuentes bibliográficas tales como como informes técnicos, revistas especializadas, periódicos, entre otros. De igual forma se analizarán las posibles fuentes de capital sugeridas de manera individual para medir la consecución de los objetivos planteados anteriormente.

Durante el proceso de investigación surgieron ciertas condiciones particulares, por ejemplo, la solicitud por parte de la alta gerencia de la entidad a la no revelación de datos identificativos y relevantes de su actividad económica, como el nombre comercial de la empresa y del proyecto inmobiliario, su línea de negocio e información de su personal, por lo que para la presentación y desarrollo de este estudio se utilizará un seudónimo de la entidad y del proyecto, apegado a los principios de confidencialidad asumido por parte del investigador.

Con relación a la profundización del marco teórico-conceptual otro factor restrictivo fue la escasa disponibilidad de información actualizada y específica de evaluación de proyectos del sector construcción. Por tal razón, las fuentes de referencia se componen principalmente de tecnicismos generales respecto a la evaluación de proyectos, instrumentos

financieros e informes económicos del gobierno. No obstante, todo esto fue tomado en consideración al momento de estructurar el contenido del trabajo de investigación.

La estructura de este estará compuesta por tres capítulos, el primero presentará de manera precisa las conceptualizaciones y regulaciones respecto al sector construcción y a los instrumentos financieros considerados como fuentes de financiación. Se mostrará el comportamiento actual de estos instrumentos en el mercado financiero dominicano aplicados al sector económico del objeto de estudio.

El segundo capítulo se detallarán las ventajas y desventajas de estos instrumentos financieros como financiamiento de proyectos inmobiliarios y se determinarán los riesgos asociados de cada tipo de financiamiento evaluado y su posible repercusión en el proyecto.

De igual modo, se plasmarán las generalidades del proyecto inmobiliario y de la empresa que lo está implementado. Se abarcará el análisis financiero y económico para medir el impacto de la diversificación de la estructura de capital con financiamiento externo sobre la eficiencia del proyecto. Apoyándose de distintos mecanismos que ayudan a la objetividad del estudio, tales como, la aplicación de las razones financieras pertinentes, el costo de oportunidad y el índice de rentabilidad del proyecto.

El tercer capítulo, es donde se mostrarán los resultados del estudio y se identificarán cuáles son las herramientas de análisis para la valoración del financiamiento de un proyecto inmobiliario, a razón de que sea un material que sirva de apoyo para la toma de decisiones de inversión en este tipo de proyectos.

CAPITULO I

GENERALIDADES SECTOR CONSTRUCCION E INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN LA REP. DOM.

Con la finalidad de evidenciar los factores básicos para la toma de decisiones relativas a la estructura de capital de un proyecto inmobiliario este capítulo plasmará las conceptualizaciones básicas y el marco legal necesarios para involucrar al lector con el estudio de la diversificación del financiamiento para proyectos de esta categoría. De igual forma, se planteará el comportamiento actual de los instrumentos financieros en el mercado dominicano.

1.1 MARCO CONCEPTUAL DEL SECTOR CONSTRUCCION E INSTRUMENTOS FINANCIEROS PROPUESTOS COMO ESTRUCTURA DE CAPITAL

De acuerdo con Bretón, H. (octubre 2019) se entiende por sector construcción; “La actividad que comprende la construcción de edificaciones residenciales y no residenciales, obras de ingeniería civil, así como los servicios especializados de apoyo a la construcción. Dentro de la actividad se contabiliza tanto las nuevas construcciones como la reparación, adición o alteración de las obras existentes. El alquiler de equipos de construcción con operarios es clasificado dentro de la actividad de construcción específicamente realizada con este tipo de maquinarias.” (p.16)

El sector construcción en la Rep. Dom. ha sido uno de los elementos de mayor incidencia en el crecimiento de la economía y a su vez como fuente generadora de empleos. Este crecimiento está basado en el desarrollo de diferentes modelos de proyectos (CIEF Consulting, 2018, p.39), tales como:

1. Proyectos Habitacionales: Construcción de unidades residenciales con fines de ventas.

2. Proyectos de Inversión: Cualquier ampliación, remodelación y construcción de edificaciones con fines comerciales.
3. Proyectos Urbanísticos: Construcción de servicios generales para la adecuación de solares ubicados en zonas rurales y urbanas.

El artículo continúa diciendo que, “Para la puesta en marcha de los proyectos anteriormente desglosados se requiere de una estructura de capital sólida, que respalde el presupuesto de la obra y la liquidez requerida durante su construcción” (p.40). En ese mismo orden, Bolta (diciembre 2016) expresa que esto “Incita a la determinación de una composición de deuda financiera y capital, que permita así una diversificación de financiación que facilite el balance entre el control, el costo financiero y el apetito al riesgo” (p.3).

Según Besley y Brigham (2009) “Cuatro factores básicos que influyen en las decisiones relativas a la estructura de capital son:

1. Los riesgos que serían inherentes a la ejecución del proyecto si no se recurriera a la deuda.
2. La posición fiscal de la empresa, ya que los intereses de la deuda son deducibles de impuestos y, por consiguiente, eso reduce el costo efectivo de la deuda.
3. La flexibilidad financiera o la capacidad para reunir capital en términos razonables y en condiciones adversas.
4. La actitud de los administradores en cuanto al endeudamiento, que tan conservadores o audaces sean.” (p.487)

En este punto, interviene el termino de Ingeniería Financiera, definido por Galván (2014) “como el conjunto de análisis y cálculos que se llevan a cabo para determinar la estructura financiera más conveniente para un proyecto”. (p.31), continúa diciendo que, “Unos, los aportantes de capital correrán riesgos para obtener un rendimiento superior a aquel que ofrecen las instituciones financieras; los otros, los que presentan el dinero a largo plazo, querrán asegurarse de que los ingresos del proyecto cubren los costos de operación y los pagos de capital e intereses y que el proyecto y

las garantías colaterales aseguran la recuperación del dinero prestado si la operación sufre tropiezos.” (p.33)

Para el desarrollo de proyectos inmobiliarios se puede contar con una estructura de capital de composición singular ya que puede estar formada por diversas fuentes de financiamiento, que en el mercado financiero dominicano son ofertadas tanto en la banca comercial como en el mercado de valores o banca de inversión, siendo estos definidos como; Banca comercial, (enciclopediafinanciera.com, 2018) “tipo de institución financiera que presta servicios bancarios básicos como la aceptación de depósitos, la concesión de préstamos y productos básicos de inversión a particulares, empresas y sector público.”, mientras que la banca de inversión (BBVA, 2015) “es una institución financiera que levanta capital, comercia en los mercados financieros, gestiona salidas a bolsa, opas y gestiona fusiones y adquisiciones de grandes empresas.”

Estas fuentes de financiamiento son otorgadas a los clientes a través de instrumentos financieros adaptables a sus necesidades, los cuales son definidos por Meza (2016) como “un contrato que da lugar, simultáneamente, a un activo financiero de una empresa y a un pasivo financiero o a un instrumento de patrimonio de otra” (p.85). De acuerdo con Trezza, A. (Junio 2018), estas fuentes de financiación pueden ser:

1. Internas. Como los aportes de capital por los accionistas.
2. Externas. Instrumentos financieros que van desde las más tradicionales como son los préstamos bancarios, y líneas de crédito, ofertadas por la banca comercial, hasta los menos convencionales transados en el mercado de valores tales como los fideicomisos, y emisión de bonos corporativos.

Los dos últimos instrumentos financieros mencionados anteriormente en el mercado de valores dominicano han tenido un gran auge en la utilización de estos para el sector construcción.

Siendo el fideicomiso en la Rep. Dom. una figura nueva en el mercado financiero, podemos contar como referencia en la aplicación de este a más de 16 países de América Latina, tales como, Colombia, Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, entre otros. En los que es un instrumento utilizado frecuentemente para gestionar determinadas operaciones económicas. De acuerdo con Urquizu y Rivas (2010): “Esta figura financiera está sirviendo fundamentalmente para canalizar y controlar recursos, administrar y/o custodiar bienes y derechos, apoyar programas de desarrollo económico y/o social, y con ello contribuir a un nuevo impulso económico de los países del área latinoamericana”.

También el fideicomiso es definido en la Ley 189-11 en el Art. 3 como; “el acto mediante el cual una o varias personas, llamadas fideicomitentes, transfieren derechos de propiedad u otros derechos reales o personales, a una o varias personas jurídicas, llamadas fiduciarios, para la constitución de un patrimonio separado, llamado patrimonio fideicomitado, cuya administración o ejercicio de la fiducia será realizada por el o los fiduciarios según las instrucciones del o de los fideicomitentes, en favor de una o varias personas, llamadas fideicomisarios o beneficiarios, con la obligación de restituirlos a la extinción de dicho acto, a la persona designada en el mismo o de conformidad con la ley”.

En ese mismo orden, los fondos de inversión y los fideicomisos tienen a confundir, dadas sus semejanzas por la forma en que se realizan sus transacciones en el mercado de valores dominicano. Por esta razón es importante definirlos, los Fondos de inversión de acuerdo con la Asociación Dominicana de Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (ADOSAFI), como; “Fondos que unen aportes de muchos ahorrantes para lograr poder de negociación y capacidad de compra de los mejores activos económicos del país, al tiempo de que son productos eficientes en la canalización de flujos financieros hacia las actividades productivas generando riqueza, empleo, desarrollo y bienestar social”.

Para hacer más entendible estos instrumentos es necesario plasmar las diferencias y similitudes de un fideicomiso de oferta pública y un fondo de inversión, de acuerdo con Sicard (Agosto 2019) “el fideicomiso de oferta pública y fondo de inversión, se asemejan en que ambos mecanismos emplean el patrimonio autónomo como vehículo jurídico legal para desarrollar la inversión y darle beneficio a quien decide comprar participación. Ambos instrumentos gestionan activos para generar beneficios a los inversionistas. Dentro de sus diferencias es que las instituciones gestoras para el fideicomiso son las fiduciarias y para los fondos de inversión son las AFI. La especialización de las fiduciarias puede hacer diversas operaciones dentro del mercado de valores, mientras que las AFI solamente puede dedicarse al tema de administrar inversiones.”

En este mismo orden Sicard continúa diciendo “la principal diferencia está en la manera en que se constituyen esos activos, en el fideicomiso se pueden recibir aportes en especies, puede nacer con bienes o recursos ya incorporados en sí, y en los fondos de inversión exclusivamente en la Rep. Dom. tiene primero que buscar los recursos netamente en efectivo para entonces comprar los activos que tienen como propósito rentabilizar. El fideicomiso nace con un mandato que es irrevocable y los fondos de inversión con un lineamiento de inversión, por lo que el propósito del fondo puede ser cambiado por la asamblea de aportantes, la participación de los inversionistas en los fondos de inversión son denominadas cuotas y en los fideicomisos valores fideicomitidos”.

Mientras que, en el caso de la emisión de bonos corporativos, Bolta, S. (Diciembre 2016) expresa lo siguiente,

“Las empresas que buscan el financiamiento y son ofertantes de los instrumentos financieros, al momento de recurrir al mercado de capitales enfrentan restricciones prácticas impuestas por las fuerzas competitivas del mercado de valores: deben pagar la prima por riesgo. En consecuencia, desde el punto de vista del emisor, el nivel de la tasa libre de riesgos y la prima por riesgo últimamente definirán el atractivo de tomar financiamiento

a través del mercado de valores frente a la alternativa del mercado privado (bancos) lo cual tiene dos implicaciones: primero, de esto se desprende la relación inseparable entre la estructura de tasas en la economía, los rendimientos de bonos gubernamentales y la prima por riesgo exigida por inversionistas. Manteniendo la última constante, a mayor dispersión entre los préstamos comerciales y los bonos libres de riesgo, más fuerte será el incentivo de utilizar el mercado de valores. Segundo, el criterio de decisión para el empresario es simple: si, y solo si el costo de financiarse emitiendo valores es más bajo que tomar dinero del banco, la alternativa será considerada viable; de lo contrario, el acceso al mercado no hará sentido económico.” (p.5)

1.2 REGULACIONES PARA EL SECTOR CONSTRUCCION E INSTRUMENTOS FINANCIEROS PROPUESTOS COMO ESTRUCTURA DE CAPITAL

Las resoluciones y normas generales que afectan de manera directa a la operatividad, desde el punto de vista administrativo, del sector construcción son las siguientes;

a. Ministerio de Trabajo

La principal reglamentación es la Ley 16-92 erogada el 29 de mayo del 1992 que conforma el código de trabajo de la Rep. Dom., en él se establecen en el art. 147 la duración de las jornadas de trabajo que corresponde a 8 horas días o 44 semanales, en el art. 135 la nacionalización del trabajo donde estipula que el 80% del total de los trabajadores deben estar integrado por dominicanos. Dispone del Decreto No. 512-97 emitido el 10 de diciembre del 1997 que crea el Comité Nacional de Salario quien es el encargado de fijar los salarios mínimos de todas las actividades económicas.

Tabla No. 1.1
Resoluciones de Salario Mínimo Vigentes al 29 de marzo 2020

Emisión	Resolución
Resolución 22-2017 del 21 de noviembre del 2017.	Salario Mínimo Nacional para los Varilleros a destajo del área de la Construcción.
Resolución 18-2017 del 1 de noviembre del 2017.	Salario Mínimo para los trabajadores a destajo de Albañilería a destajo del área de la Construcción.
Resolución 01-2018 del 23 de enero del 2018.	Salario Mínimo Nacional para los Carpinteros a destajo del área de la Construcción.
Resolución 02-2018 del 24 de enero del 2018.	Salario Mínimo Nacional para los Plomeros a destajo del área de la Construcción.
Resolución 05-2018 del 8 de febrero del 2018	Salario Mínimo Nacional para los Electricistas a destajo del área de la Construcción.
Resolución 07-2018 del 1 de marzo del 2018	Salario Mínimo para los Pintores a destajo del área de la Construcción.
Resolución 11-2017 del 28 de julio del 2017	Salario mínimo para los Operadores de Máquinas Pesadas del Área de la Construcción en todo el territorio nacional.
Resolución 12-2018 del 6 de junio del 2018	Sobre Salario Mínimo Nacional para los trabajadores del sector de la Construcción y sus afines.

Fuente: Observatorio del Mercado Laboral Dominicano, elaboración propia.

b. Tesorería de la Seguridad Social (TSS)

Con la ley 87-01 que crea el Sistema de Seguridad Social, la cual contempla y promueve en el Art. 96 la inversión de los fondos de pensiones en el sector construcción de viviendas, a la cual le determinarán a través de la Comisión Clasificadora de Riesgos el grado de riesgo de cada instrumento financiero y los límites máximos de inversión en el país o en el extranjero, de acuerdo con lo establecido en el Art. 99. En ese mismo orden, la Resolución 1-02 promulgada por la Superintendencia de Pensiones (SIPEN) establece los límites de inversión de los fondos de pensiones.

c. Dirección General de Impuestos Internos (DGII)

Con la Norma 07-2007 del 26 de junio 2017, dictada específicamente para el sector construcción, establecen la forma de aplicación de la exención a los activos del Impuesto sobre la Renta (ISR), esclarece la forma de facturación imponiendo el 18% del Impuesto sobre Transferencias de Bienes Industrializados y Servicios (ITBIS) solo del 10% de la factura, únicamente para el servicio de construcción como tal, exonera del ITBIS a la mano de obra de ajusteros, eliminando así, la emisión de NCF a estos, no obstante, si se debe de realizar la retención del 2% de ISR para que sea admitido por esta entidad regulatoria.

La aplicación de esta norma en combinación con el ordinal No. 13 del Art. 14 de la Ley No. 340-06 sobre Compras y Contrataciones de Bienes, Servicios, Obras y Concesiones, modificada por la Ley No. 449-06, limita la participación de las personas físicas o jurídicas que no estén al día en el cumplimiento de sus obligaciones tributarias o de la seguridad social, reduciendo la cantidad de oferentes contratistas de obras públicas, por un lado; y los obliga, por otro lado, a ser más transparentes en sus gestiones para fines de fiscalización tributaria y supervisión técnica.

En otro orden, los instrumentos financieros que se analizaran en el desarrollo de esta investigación también poseen normativas que regulan las transacciones de estos en el mercado financiero dominicano;

a. Ley 249-17 de Mercado de Valores, del 19 de diciembre 2017, deroga la Ley 19-00 del 8 de mayo del 2000.

Incorpora los objetivos y principios fundamentales de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), facultando a la Superintendencia de Valores (SIV) a ser parte de esta organización, amplía el rango de supervisión de la SIV con el objetivo de asegurar la protección de los inversionistas. Hace la inclusión de nuevos instrumentos de inversión tales como ventas en corto, acciones preferentes, valores extranjeros, entre otros. Promueve el acceso de las Sociedades de

Responsabilidad Limitada (SRL), Sociedades Anónimas Simplificadas (SAS) y Pymes al mercado de valores. Reconoce los siguientes tipos de patrimonios autónomos: Los fondos de inversión administrados por una sociedad administradora de fondos de inversión. Los patrimonios fideicomitidos de oferta pública de valores administrados por una sociedad fiduciaria, autorizada a fungir como tal, y Los patrimonios separados administrados por una sociedad titularizadora.

b. Ley 155-17 Contra Lavado de Activos y el Financiamiento del Terrorismo.

La pieza introduce la implementación de formularios para conocer sus clientes, realizar la debida diligencia, establecer un protocolo de reportería de transacciones sospechosas y regularizar la recepción de pagos a través del sistema bancario, son medidas que deben ser tomadas por la empresa en su programa de cumplimiento. Esta ley exige que los programas de cumplimiento sean basados en riesgos, por lo que las empresas del sector construcción deberán evaluar cada proyecto y hacer un análisis de riesgos considerando su naturaleza. Dependiendo de ese análisis, las obligaciones en materia de prevención de la empresa podrían variar significativamente. Considera también la evasión fiscal como antecedente de lavado de activos, con multas y sanciones más fuertes que las impuestas como contravención en el Código Tributario vigente.

En caso de incumplimiento de la ley de acuerdo con el Art. 8, la sociedad comercial o persona física será sancionada con cualquiera o todas de las siguientes penalidades:

- Multa con valor no menor a dos mil salarios mínimos o hasta el valor de los bienes lavados por dicha persona jurídica.
- Clausura definitiva de locales o establecimientos.
- Prohibición de realizar en el futuro actividades de la clase de aquellas en cuyo ejercicio se haya cometido, favorecido o encubierto el delito.

- Cancelación de licencias, derechos y otras autorizaciones administrativas.
- Disolución de la persona jurídica.

c. *Ley 189-11 Desarrollo del Mercado Hipotecario y el Fideicomiso en la Rep. Dom.*

El objetivo de esta ley es reducir el déficit habitacional promoviendo al desarrollo de proyectos de viviendas. Entran en vigor otros mecanismos confiables, ortodoxos y adaptables al sector construcción que amplían la diversidad de las fuentes de financiación, con la introducción al mercado hipotecario del fideicomiso, la definición de la personalidad jurídica y fiscal de los fondos de inversión y la normativa de las cuentas de ahorro programado para la adquisición de viviendas de bajo costo. De igual forma, contempla disposiciones especiales donde otorga incentivos fiscales en los impuestos de ITBIS, ISR e Impuesto sobre la Transferencia de Bienes a las transacciones realizadas conforme a lo establecido en dicha ley.

1.3 COMPORTAMIENTO ACTUAL DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS PROPUESTOS PARA PROYECTOS INMOBILIARIOS EN EL MECADO FINANCIERO DOMINICANO

De acuerdo con la Asociación de Industrias de la Republica Dominicana (AIRD), hoy en día las PYME en el país, aportan el 27% al PIB y generan el 57% de los empleos. Más del 77% de las MIPYME están ubicadas en la zona urbana y menos de 23% se localiza en la zona rural. La mayoría corresponden al sector comercio (46,6%) y servicios (31,6%).

Tabla No. 1.2
Producto Interno Bruto (PIB) en valor agregado de actividad económica,
según sectores de origen, por año, 2010-2019
(en millones RD\$)

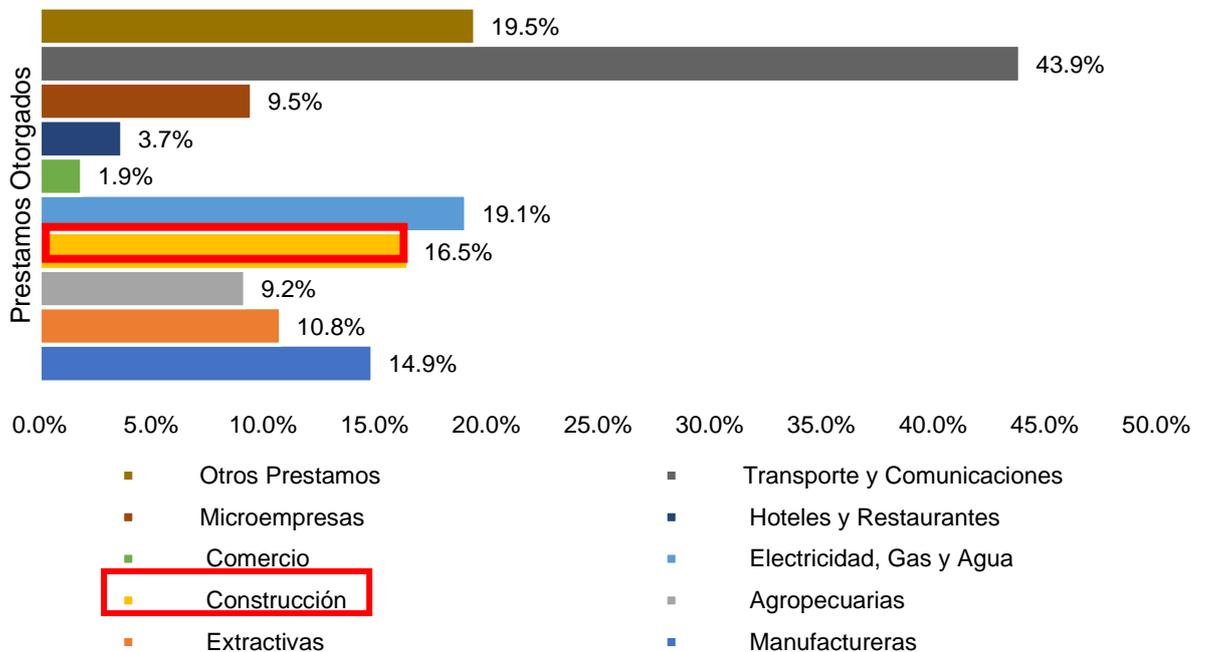
Años	Producto Interno Bruto (PIB)		Sector Industrias		Sector de Origen Construcción	
	Valores	Tc (%)	Valores	Tc (%)	Valores	Tc (%)
2010	1,983,201.68	100.00	511,320.45	25.78	199,658.46	10.07
2011	2,210,213.93	100.00	577,513.11	26.13	225,769.63	10.21
2012	2,386,016.25	100.00	614,705.89	25.76	235,597.74	9.87
2013	2,619,769.70	100.00	697,227.17	26.61	264,408.36	10.09
2014	2,877,527.81	100.00	779,637.25	27.09	307,872.52	10.70
2015	3,099,651.21	100.00	795,503.42	25.66	315,082.33	10.17
2016	3,333,419.26	100.00	814,301.57	24.43	303,635.83	9.11
2017	3,613,147.14	100.00	897,161.51	24.83	354,256.91	9.80
2018	4,235,846.80	100.00	1,039,735.06	24.55	448,999.76	10.60
2019	4,562,235.10	100.00	1,255,369.85	27.51	545,201.95	10.50

Fuente: Banco Central de la República Dominicana (BCRD), elaboración propia.

La gran incidencia de las PYMES en la economía dominicana en combinación con la promulgación de legislaciones para fomentar el desarrollo del mercado hipotecario evidencia el crecimiento sostenible que ha tenido el sector construcción en los últimos años dentro del sector industrias que conforma el Producto Interno Bruto (PIB) Nacional. Tal como se muestra anteriormente, en el intervalo de los años 2010-2019, la construcción ha mantenido un porcentaje de crecimiento entre un 9.11% a un 10.50%, viéndose las fluctuaciones que presentan entre un año y otro afectadas por los incrementos de los niveles de inflación específicamente en los periodos electorales.

En base a la importancia que ha tenido el sector construcción debido al aporte de este sobre la dinamización de la economía, instituciones financieras y el Estado Dominicano han creado programas para inyectar recursos a través del financiamiento, el cual ha sido uno de los instrumentos más utilizados por los empresarios para la cobertura de las necesidades de capital de trabajo o de activos fijos (Ortiz, 2001).

Gráfico No. 1.1
Prestamos sector privado producción consolidado Año 2019



Fuente: Informe de la Economía Dominicana Enero-Diciembre 2019, elaboración propia.

De acuerdo con el Informe de la Economía Dominicana periodo 2019 “Los créditos otorgados al sector privado en el año 2019 equivalentes a RD\$1,218,950.3 millones, respecto al año 2018 tuvieron una expansión de un 11.8%, impactado por las medidas de flexibilización monetaria adoptadas a mediados del 2019, tales como la reducción de las tasa de interés de referencia y la liberación de encaje legal, con el propósito de estimular el consumo y la inversión a través de préstamos a los sectores productivos, sobresaliendo el incremento de los recursos concedidos a las actividades de transporte y comunicaciones por RD\$25,987.3 millones (43.9%), electricidad, gas y agua por RD\$24,651.5 millones (19.1%), construcción por RD\$81,682.2 millones (16.5%), manufactureras por RD\$87,679.2 millones (14.9%), micro empresas con RD\$25,559.5 millones (9.5%) y agropecuarias con RD\$42,199.2 millones (9.2%)”. (p.8, p.9)

En cuanto a los fideicomisos como fuentes de financiamiento también han tenido un gran auge, tal como lo muestra la Unidad de Análisis Financiero (UAF) en el Estudio sectorial de los fideicomisos en la Rep. Dom. y su incidencia en materia de lavado de activos:

Gráfico No. 1.2
Distribución de Fideicomiso por Tipo
Periodo 2014-2016

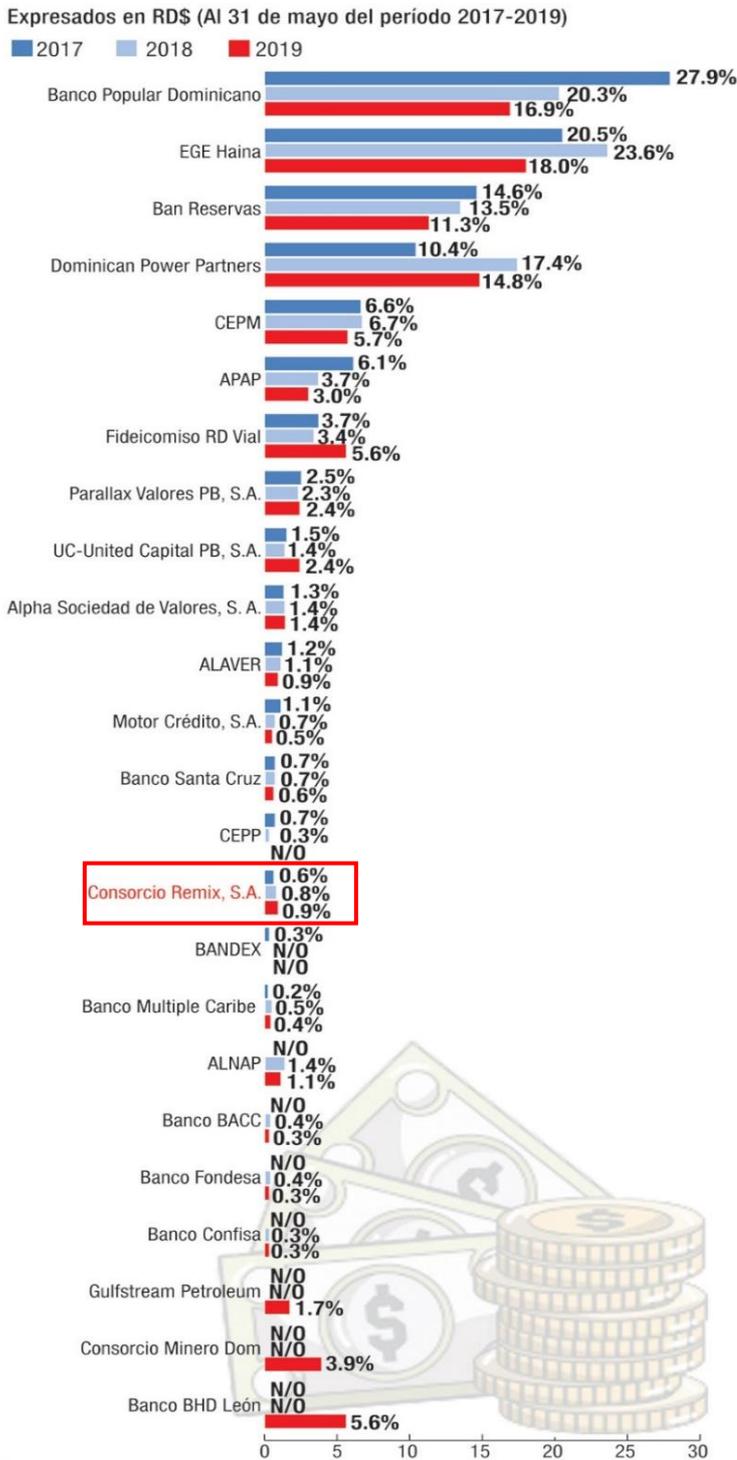


Fuente: Unidad de Análisis Financiero (UAF).

“En lo que respecta a la distribución de los fideicomisos, según su tipo registrados en la Superintendencia de Bancos en el periodo 2014-2016, se evidencia que la mayoría pertenecen a la categoría de Oferta Pública de Valores y Productos con un valor relativo de 48% con respecto al total, seguido por la categoría de Inmobiliaria y Desarrollo Inmobiliario con un 20% del total. Estas dos categorías suman un valor de US\$724 millones lo cual en términos relativos es equivalente al 68% del valor total de estos fideicomisos” (p.21).

Gráfico No. 1.3

Circulación de emisiones de Renta Fija aprobado por la SIV 2017-2019



Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores (SIMV).

Otro punto por considerar en este acápite es la emisión de bonos corporativos o mejor dicho emisión de renta fija, lo cual en el país con la aplicación de la Ley 249-17 ha provocado cambios en estos instrumentos, debido a que el mercado actualmente está más regulado y exige mayor transparencia a los actores en este. De acuerdo con la Superintendencia del Mercado de Valores de la Rep. Dom., muestra que la circulación de emisiones de renta fija del periodo 2017-2019 aprobados por Superintendencia de Valores (SIV), en el cual según el informe de esta entidad para el periodo enero – mayo 2019 el total de las emisiones ascendió a RD\$63,187.7 millones (unos RD\$15,912.7 millones más que en 2018), en cambio, el monto en dólares registro una disminución absoluta de US\$30,333, al pasar de US\$538,520 el año pasado a US\$508,187 (un 5.63%).

De igual forma, para este periodo aumentó a 22 la cantidad de empresas que realizaron emisiones de estos instrumentos. EGE Haina liderando el top 5 con el 18% del total de las emisiones, seguidas por el Banco Popular con 16.9%, Dominican Power Partners se mantuvo en el tercer lugar con 14.8%, el cuarto lugar lo ocupó BanReservas con el 11.3% y el CEPM con un 5.7%.

Cabe resaltar que el sector construcción desde el 2017 ha incursionado en este a través de las emisiones realizadas por el Consorcio Remix, el cual representó al 2019 el 0.9% del total en circulación del mercado de renta fija, tal como se muestra en el grafico no. 3.

CAPITULO II

DIAGNOSTICO DE FUENTES DE FINANCIAMIENTO PARA PROYECTOS INMOBILIARIOS

Ya conocida la actualidad y los factores que indican en el sector construcción en la Rep. Dom., al igual que las conceptualizaciones básicas de las fuentes que pueden intervenir en la diversificación del financiamiento para un proyecto, es de suma importancia adentrarnos en la esencia de cada instrumento para facilitar la toma de decisión sobre la selección de estos.

Por consiguiente, se plantearán las ventajas, desventajas y riesgos asociados de las fuentes de financiación propuestas, como son, el fideicomiso de oferta pública, emisión de bonos corporativos, préstamos bancarios y capital propio.

Se plasmarán las generalidades del proyecto inmobiliario y de la empresa que lo está implementado. Se abarcará el análisis financiero y económico para medir el impacto de la diversificación de la estructura de capital con financiamiento externo sobre la eficiencia del proyecto.

Con esto se busca facilitar la identificación de la relación de deuda más adecuada, derivada de plantar varios escenarios con las diversas alternativas de financiamiento, cuantificar la capacidad de endeudamiento con la que cuenta la entidad, para así formular los criterios esenciales que sirvan de base para la selección y formulación de propuesta de la estructura de capital que más se adapte al desarrollo del proyecto inmobiliario en estudio, respecto a la repercusión de esas fuentes de recursos sobre la rentabilidad, el riesgo, liquidez y el costo de capital del proyecto.

2.1 VENTAJAS, DESVENTAJAS Y REISGOS ASOCIADOS A LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS PROPUESTOS COMO ESTRUCTURA DE CAPITAL

Según Bolta, S. (Diciembre 2016) “El interés corporativo siempre consistirá en ceder discrecionalidad en materia de gobierno corporativo para beneficiarse en el mayor grado posible de una reducción en el costo de la mezcla de financiación. El incentivo es simple: la disminución en el costo financiero posee el potencial de volverse una ventaja competitiva a mediano y largo plazo, ya que podrá traducirse directamente en mejora del margen operativo.” (p.4)

Por consiguiente, se plasmarán un resumen comparativo y riesgos asociados de las siguientes alternativas de financiación, fideicomiso de oferta pública, fondo de inversión cerrados inmobiliarios, emisión de bonos corporativos, préstamos bancarios y capital propio. Esto con la finalidad de facilitar a la Gerencia el proceso de evaluación de estos para seleccionar la combinación óptima de estructura de financiación del proyecto.

♦ *Capital Propio*

La financiación propia o interna, también conocida como autofinanciación, suele proceder de los recursos propios de la entidad, de los beneficios que se han conseguido, pero no distribuidos entre los accionistas.

Dentro de las ventajas de esta fuente, está la autonomía en la toma de decisiones, la efectividad de esta es inmediata lo que deriva menos trámites legales, así mismo, el costo es menor ya que no conlleva el pago de intereses, no se necesita de garantías para poder obtener la misma y tiende a incrementar el valor contable de las acciones.

En cuanto a las desventajas, en primer lugar, el costo de oportunidad implícito de la financiación propia, debido a que este dinero se pudiera destinar a otra acción más rentable, los accionistas no recibirán dividendos,

se reducen los recursos propios y esto puede provocar falta de disponibilidad de efectivo para afrontar los compromisos a corto plazo (el día a día de la entidad).

El riesgo asociado al financiamiento con fuentes internas corresponde al incremento del riesgo de solvencia y liquidez que puede enfrentar la entidad al momento de comprometer todos sus recursos para la implementación de un proyecto, si no hay un buen manejo por parte de la gerencia y el establecimiento de los controles adecuados, esto puede llevar al fracaso del proyecto y por consiguiente de la entidad en el mediano plazo. En este tipo de financiamiento no se requiere de un estudio y/o análisis exhaustivo de la operación que se vaya a ejecutar, por tanto, la toma de decisiones puede hacerse en base a emociones o experiencias anteriores por parte de la directiva, que no necesariamente resulte de manera satisfactoria.

- ♦ *Préstamos bancarios*

Las características esenciales de este tipo de sistema de financiación es que son de duración definida, una forma de cálculo y modificación de la tasa de interés fijado al momento de realizar el contrato, contar con una garantía que avale al préstamo, formas de pago y monto del crédito, el cual oscila entre el 60% - 70% de presupuesto de construcción o de los valores tasados de los inmuebles en garantía, además de cumplir con los requerimientos de la entidad financiera a la cual se le hace la solicitud.

Respecto a las ventajas de este, es una fuente rápida de financiamiento, en el caso de los intereses generados por la deuda son deducibles de impuestos, no revela la información de la entidad públicamente y no aplican obligaciones de gobierno corporativo para la obtención de esta.

Cabe resaltar que los préstamos otorgado para el desarrollo de proyectos inmobiliarios al ser de montos considerables, el total financiado

la entidad financiera hace los desembolsos de manera parcial y periódica según suceden entregables del proyecto. Esto facilita el manejo adecuado de flujo de caja y a su vez genera un ahorro en los costos financieros, debido a que los intereses son calculados en base a las partidas desembolsadas. También se le otorgan facilidades para hacer abonos extraordinarios y saldos anticipados. Lo que, a su vez, se puede considerar como otra de las ventajas de este tipo de crédito.

Al mismo tiempo presenta desventajas tales como, es la forma de financiamiento más costosa en función de la tasa de interés adicional a las comisiones bancarias, se asume la responsabilidad de pagos mensuales compuestos por capital más intereses durante el periodo del préstamo, el incumplimiento de este pone en juego la posesión de la garantía si fue un bien el mismo puede ser adjudicado o en el caso de que el accionista haya fungido como garante sacrificaría sus bienes patrimoniales.

Cuando se asume una deuda bancaria, los riesgos asociados vienen dado por la capacidad de pago de la entidad de las cuotas acordadas con la entidad financiera, esto puede afectar la liquidez y solvencia de la entidad. Esto debido a que con el compromiso de pagos mensuales se limita la capacidad de futuros movimientos en efectivo, se reduce la reinversión en el crecimiento y distribución de beneficios entre los propietarios.

- ♦ *Fideicomiso de oferta publica*

El fideicomiso inmobiliario puede darse de dos formas; fideicomiso de viviendas a bajo costo y fideicomiso inmobiliario ordinario, siendo este último el que desarrollaremos para la consecución de los objetivos de este trabajo de investigación.

Las peculiaridades de este tipo de apalancamiento constan de un contrato entre las partes, dígase, fideicomitente (quien traspasa el bien), el fiduciario (quien administra el fideicomiso) y los fideicomisarios (son los

beneficiarios del fideicomiso), donde se instituyen las condiciones relativas a la construcción, administración y forma de aportación de los inversores.

Se puede decir, que la principal ventaja de un fideicomiso inmobiliario es el asilamiento patrimonial del fideicomiso, es decir, que los bienes fideicomitados forman un patrimonio separado al de las partes implicadas, por tanto, no es embargable ya que solo responde por los compromisos generados por el propio negocio, lo que brinda seguridad y confianza para las partes. Generan menores costo de constitución y de ejecución, esta acción también permite obtener el financiamiento de hasta un 90% de la construcción.

De igual modo, se conoce con anterioridad la información relevante del proyecto y de los involucrados, los aportes de los inversores generan intereses durante la fase de preventa. Los ingresos generados se clasifican como dividendos por lo que están gravados solo por el 10% de Impuestos Sobre la Renta (ISR), adicional esta la exención del impuesto de transferencia, ganancias de capital producto de la enajenación y del IPI en el caso de inmuebles.

Dentro de las desventajas, que se pudieran considerar de igual forma como riesgos asociados a este instrumento, está el posible incumplimiento del contrato por parte del administrador (fiduciario) del mismo. Otros riesgos que se derivan de la correcta gestión del administrador del fideicomiso son los riesgos operativos, financieros, políticos y legales. Debido a todo esto, es que tanto la parte que aporta el bien como los inversores deben de verla que la persona que administre cuente con el expertise necesario para esta función.

- ♦ *Emisión de bonos corporativos*

Es una herramienta de apalancamiento que permite a las empresas con la inversión recibida respaldar sus proyectos como: expansión, creación de nuevos productos o servicios, renovación de tecnología o reestructuración de deuda.

Dentro de sus ventajas se puede considerar que el inversionista no puede redimir su título hasta el vencimiento de este, lo que le da al emisor un rango de tiempo en el que puede recuperar a través de la venta o alquiler del inmueble el monto del capital recibido. Tiende a ser menos costosa que la deuda bancaria, es escalable a grandes proyectos, los intereses pagados son deducible de impuestos y no cede el control de la entidad.

En cambio, compromete a la entidad a realizar pagos de intereses a los inversionistas de manera periódica de acuerdo con lo pactado, lo que obliga a la entidad a contar un flujo de caja estable para hacer poder hacer frente, pudiendo afectar la liquidez y solvencia de la entidad. El tiempo de colocación es más lento que el financiamiento bancario y obliga a cumplir con normas de gobierno corporativo y a revelar información financiera de la entidad públicamente.

2.2 GENERALIDADES DEL PROYECTO DE INMOBILIARIO Y DE LA ENTIDAD IMPLEMENTADORA

El proyecto inmobiliario para el cual se analizará la combinación de deuda más adecuada para el desarrollo de este corresponde a la construcción de un edificio comercial para oficinas con la finalidad de venderlo, identificado en esta investigación bajo el seudónimo Proyecto Edificio de Oficinas “K”, el mismo cuenta con las siguientes características:

Ubicación: Sector La Julia, D.N.

M² de construcción: consta con un área de solar de 584.40 Mt² y una edificación de 1,512.49 Mt²,

Fecha de inicio: 7 enero 2019 Fecha estimada de termino: 31 julio 2020

Presupuesto Estimado: RD\$66,033,767.74 (ver anexo 1).

Características: Capacidad cisterna de 16,000 Gls, planta eléctrica de 75 KVA 1Φ120/240V 60HZ, ascensor con capacidad para 450 kilos igual a 6 personas con 5 paradas/entradas unilaterales, cámaras de seguridad,

sistema de alarma contra incendio, escalera de emergencia, preinstalación de aires acondicionados y control de acceso a las instalaciones.

Tabla 2.1 Características construcción Proyecto Edificio de Oficinas “K”

Nivel	Áreas	Mt²
1 ^{er} Nivel	20 unidades de parqueo y lobby.	563.41
2 ^{do} Nivel	Oficinas, baños, comedor, salón de reuniones y deposito.	265.20
3 ^{er} Nivel		265.20
4 ^{to} Nivel		265.20
Azotea	Área de común para actividades.	153.48

Fuente: Elaboración Propia

En cuanto a la entidad que desarrolla este proyecto inmobiliario es una empresa familiar, que de acuerdo con la clasificación de MIPYMES responde a una Mediana Empresa, ya que concuerda tanto sobre la cantidad de empleados como el rango de ingresos brutos de este renglón. Actualmente posee una empleomanía de 70 empleados, y los ingresos brutos generados para el año 2019 ascienden a RD\$143,008,286.45 (*ver anexo 3*). Cuenta con 6 años de operación en el sector construcción del país, dedicada a la elaboración de proyectos subcontratados en todo lo que engloba la ingeniería, arquitectura y construcción, bajo las denominaciones de contratos de administración y a todo costo. Siendo este proyecto el primero de su propiedad.

De acuerdo con la entrevista realizada al propietario de la entidad quien funge como Gerente General de la misma, respecto al objeto de estudio de esta investigación, se pudo constatar que tienen un estilo conservador en su gestión financiera respecto al financiamiento externo, evidenciado así un apetito al riesgo bajo respecto al apalancamiento, esto debido a que las negociaciones que regularmente manejan con sus clientes no le requieren acudir a fuentes externas para cubrir los compromisos.

Estos operan de acuerdo con los cronogramas de pagos establecidos en los contratos de servicios de sus clientes y con recursos propios. En caso de requerir flujo de caja, cuentan con un fondo de

emergencia de una cuenta de ahorro en US\$ con cierta disponibilidad y con una línea de crédito que le permite tener la holgura que necesitan frente a posibles eventualidades, sin embargo, la línea de crédito la tienen como última instancia. En el tiempo que tienen de operación la misma ha sido utilizada una sola vez.

Con la ejecución de su primer proyecto de construcción, el descrito anteriormente, y viendo la magnitud del mismo respecto al monto presupuestado, las reglas del juego cambian en cuanto a la disponibilidad de los recursos para la ejecución de este, porque al ser una obra de su autonomía no cuentan con el colchón de los avances recibidos por los clientes para la ejecución de sus proyectos.

La entidad al momento del encuentro con el investigador presentaba una ejecución del 75% del presupuesto de la obra equivalente a RD\$49,525,325.26 (ver anexo 2), de igual forma, cuenta con una disponibilidad de US\$370,000.00 equivalentes a RD\$19,998,500.00 considerando RD\$54.05 (ver anexo 4) como tasa de cambio, para concluir con el proyecto, estos recursos son provenientes propiamente de la entidad, no obstante, el monto restante de lo ejecutado vs el presupuesto de la obra es de RD\$16,508,441.76, el remanente es para poder hacer frente a cualquier eventualidad que se presente.

Del porcentaje ejecutado la estructura de capital que han utilizado para financiar el proyecto es la siguiente;

Tabla 2.2 Presupuesto ejecutado Proyecto Edificio de Oficinas “K”

Fuente	Monto RD\$	Proporción
Línea de crédito	8,500,000.00	17%
Préstamo de los propietarios	15,500,000.00	31%
Recursos propios de la entidad	25,582,159.05	52%

49,582,159.05

Fuente: Elaboración Propia

La línea de crédito fue solicitada para aprovechar el desembolso de encaje legal que realizó el gobierno en el mes de Octubre 2019, esta transacción fue pactada con el intermediario financiero a una tasa de interés fija de un 9% por 5 años, los intereses son pagaderos mensualmente equivalentes a RD\$63,750.00 y el total del capital más la última cuota de intereses es pagadera al vencimiento. Los recursos propios corresponden a utilidades no distribuidas de periodos anteriores.

El aporte realizado por parte de los propietarios de la entidad fue en calidad de préstamo, sin embargo, no tenían de manera formal un acuerdo para la devolución de este, tampoco tenían establecido el pago de intereses sobre el monto aportado, la composición de esta deuda es la siguiente;

Tabla 2.3 Composición préstamos accionistas

Accionista	Monto préstamo
Accionista Mayoritario	RD\$10,500,000.00
Accionista Minoritario	RD\$ 5,000,000.00
Total Préstamo	RD\$15,500,000.00

Fuente: Elaboración Propia

Al preguntarle a la Gerencia, respecto al vencimiento de estos préstamos, nos indicaron que ese aspecto ellos lo determinarían al concluir la obra y posterior a la venta del edificio. Con esto se evidencia una debilidad en los controles internos establecidos en el área de finanzas, refleja también la informalidad con la que realizan ciertas operaciones. Lo cual en la Rep. Dom. es muy recurrente en empresas familiares, como es el caso.

Por otro lado, uno de los aspectos importantes respecto a la culminación del proyecto es la determinación del precio de venta y la forma de realización de dicho acto, el cual, de acuerdo con la Gerencia, se realizará a través de agente inmobiliario bajo un acuerdo de no exclusividad con el compromiso de una comisión del 3% sobre el precio de venta del inmueble. El cálculo del precio de ventas lo determinaron en base al costo del proyecto y al juicio del propietario sobre las condiciones del mercado.

Tabla 2.4 Precio de venta propuesto Gerencia Proyecto

Costo de obra en RD\$	RD\$66,033,767.74
Margen de beneficio	25%
Precio de venta en RD\$	RD\$82,542,209.67
Tasa del Dólar	RD\$53.50
Precio de venta en US\$	US\$1,542,845.04
Ganancia neta en RD\$	RD\$16,508,441.93
Rendimiento	25.58%
Precio de venta establecido	US\$1,550,000.00

Fuente: Elaboración Propia

Es interesante ver como para la determinación del precio de venta no consideraron aspectos relevantes que influyen en el costo de la obra, aunque de forma indirecta como es el caso de los intereses de la línea de crédito, estas decisiones tomadas a la ligera sin previo análisis pueden llevar al fracaso del proyecto en términos de utilidad/rendimiento.

Este punto es de donde sale la motivación de nuestra investigación, en base a las informaciones suministras valoraremos los instrumentos financieros propuestos que sean adecuados para proyectos inmobiliarios y así formular una combinación de deuda que eficiente la rentabilidad del proyecto. Por consiguiente, se busca evidenciar la factibilidad del proyecto en cuanto al financiamiento que llevan actualmente respecto al propuesto.

2.3 MODELO DE VALORACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS PARA LA DIVERSIFICACIÓN DE FINANCIAMIENTO DE UN PROYECTO INMOBILIARIO.

Este modelo de valoración se traduce en el análisis económico y financiero del proyecto, con el que se busca reflejar la incidencia del financiamiento en la rentabilidad o factibilidad de un proyecto de construcción inmobiliaria.

De acuerdo con la Sección 11 de NIIF para PYMES, la necesidad de medir, en términos financieros, las fuentes de recursos y darle a las transacciones financieras y comerciales su valor verdadero, hacen necesaria e imprescindible la aplicación de herramientas para el desarrollo de modelos de análisis que aporten cifras que reflejen el desempeño de estos y faciliten la toma de decisiones económicas adecuadas.

Para escoger los proyectos, el primordial criterio económico y financiero es la eficiencia. Esto en el caso del análisis financiero se mide en términos de maximización de las ganancias o minimización de los costos de mercado; y cuando se emplea el análisis económico se mide con la maximización de los beneficios sociales netos. Tal como se mencionó al inicio de este párrafo, todo esto se hará para medir la eficiencia de cada alternativa para financiar el proyecto.

El análisis económico considerado como el modelo de análisis vertical hace posible evaluar de forma sencilla la sensibilidad que tiene cada uno de los rubros del proyecto en el resultado final sobre la utilidad o pérdida de este.

También se considera este análisis como una herramienta de control, ya que permite en el periodo de ejecución del proyecto actualizar los costos que hayan sufrido alguna variación y medir el impacto de esas variaciones en los resultados esperados de utilidad. De igual forma, es posible cuantificar el efecto de definir un mayor precio de venta para recuperar la utilidad inicial esperada.

Para poder efectuar este análisis económico primero se valorará la estructura de capital actual de proyecto en ejecución, planteando las características financieras de cada fuente para evaluar su incidencia en el proyecto.

Mientras que con el análisis financiero se utilizarán herramientas de análisis que facilitarán el proceso de valoración para obtener una perspectiva de su efecto en caso de uso, dentro de estas están:

- Razones financieras.
- Costo de oportunidad.
- Valor del dinero en el tiempo.
- Índice de rentabilidad del proyecto.

De igual forma, se realizará un análisis individual de los costos asociados a cada uno de los instrumento financiero propuestos como fuente de financiamiento a fin de plantear el escenario sobre el análisis económico de la situación actual del proyecto y validar la incidencia en la variación de la rentabilidad y la maximización de la eficiencia del proyecto, pudiendo obtener las bases para realizar la propuesta de la estructura de capital más factible para la ejecución del proyecto inmobiliario del caso de estudio.

CAPITULO III

VALORACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS PROPUESTOS COMO APLANCAMIENTO PARA EL DESARROLLO DE PROYECTOS INMOBILIARIOS

El objetivo de este capítulo es presentar la valoración de la estructura de capital que la Gerencia está utilizando en la ejecución del Proyecto Inmobiliario Edificio de Oficinas “K”. Del mismo modo, se evaluará de manera individual las fuentes de financiamiento propuestas respecto a los gastos financieros asociados que repercuten en el incremento del costo de la obra.

A su vez, se analizará a través de la aplicación de razones financieras a los Estados Financieros de la entidad que implementa el proyecto para medir la liquidez, solvencia, nivel de endeudamiento y capacidad de pago de manera comparativa, dígase para los años 2019 y 2018, antes de empezar el proyecto y durante la ejecución de este.

Se desarrollará el modelo de análisis planteado anteriormente, a través de la realización del análisis económico y la aplicación de las herramientas para realizar el análisis financiero, todo esto con la finalidad de medir el impacto de la diversificación del financiamiento en la rentabilidad de proyecto.

De acuerdo con los resultados obtenidos, se realizará la propuesta de la estructura de capital o fuente de financiamiento más factible para el proyecto inmobiliario que se plantea. Con el fin de facilitar la toma de decisiones financieras respecto a la utilización del apalancamiento externo en el contexto del objeto de estudio.

3.1 VALORACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ACTUAL DEL PROYECTO INMOBILIARIO “K”.

La estructura de capital utilizada para este proyecto es un poco peculiar, dado propiamente por la forma del manejo financiero de la entidad y por su línea de negocio, que hasta el momento le había permitido operar sin la necesidad de apalancamiento externo, específicamente, a través de intermediarios financieros.

Tal como se puntualizó en el Capítulo II, las fuentes de financiación utilizadas son línea de crédito, préstamo del propietario y utilidades retenidas de periodos anteriores, distribuidas de la siguiente manera;

Tabla 3.1 Estructura de capital actual Proyecto Edificio de Oficinas “K”

Fuente	Monto RD\$	Proporción
Línea de crédito	8,500,000.00	13%
Préstamo de los propietarios	15,500,000.00	23%
Recursos propios de la entidad	42,033,767.74	64%
	66,033,767.74	

Fuente: Elaboración Propia

Este a simple vista solo nos permite validar la composición de las fuentes de ingresos del proyecto y parte de los compromisos que asume la entidad por la ejecución de este, como son las partidas de la línea de crédito y del préstamo de los propietarios, las cuales representan un 36% del costo de la obra.

A su vez, esto pone en evidencia la política de endeudamiento reducido que aplica la gestión financiera de la entidad, respecto al financiamiento externo, a razón de que el 64% del proyecto ha sido cubierto por las utilidades retenidas acumuladas que presentaba la entidad desde sus inicios en el sector construcción.

3.1.1 Costos asociados y características de las fuentes de financiamiento actuales.

Estas alternativas de financiamientos las trataremos de manera individual;

- ♦ Línea de crédito

Monto RD\$8,500,000.00.

Vencimiento a 5 años.

Pago de capital al vencimiento.

Tasa de intereses fija a un 9% anual.

Gastos legales de formalización RD\$2,650.00.

Cancelación del pagare anticipado sin penalidad.

Calculo Intereses

Donde;	I = C x i
I – Interés	= RD\$8,500,000.00 x 9%
C – Capital	= RD\$ 765,000.00 Intereses anuales
i – Tasa de interés	= RD\$ 765,000.00 / 12
	= RD\$ 63,750.00 Interés mensual
	= RD\$ 765,000.00 x 5
	= RD\$ 3,825,000.00 Total Intereses x 5 años

El cálculo de los intereses de la línea de crédito se realiza sobre saldos insolutos. En este caso, como el pago del principal (el capital) de la línea de crédito de acuerdo con el contrato es al vencimiento el monto a pagar de los intereses mensuales no sufrirá variaciones, salvo que se realicen a bonos al capital.

- ♦ Préstamo de los propietarios

Estos en el periodo 2019 realizaron varios desembolsos en calidad de préstamo en dólares US\$, los cuales en los registros contables de la entidad a la culminación del periodo indicado anteriormente los tenían

registrados a la tasa de RD\$52.84. Los factores a considerar para el análisis de este rubro son los siguientes;

- La fluctuación de la tasa de cambio en el mercado.
- El costo de oportunidad del monto prestado.

Tabla 3.2 Composición préstamos accionistas

Accionista	Monto US\$	Tasa de Cambio RD\$	Monto RD\$
Mayoritario	US\$198,713.10	RD\$52.84	RD\$10,500,000.00
Minoritario	US\$ 94,625.28	RD\$52.84	RD\$ 5,000,000.00
Total préstamo	US\$293,338.38		RD\$15,500,000.00

Fuente: Elaboración Propia

- Diferencia cambiaria

Para determinar la diferencia cambiaria se realizará una prueba de prima de los registros al 31 de Diciembre del 2019 respecto a la tasa de cambio actual (*ver anexo 5*). En el cálculo, a la tasa de cambio referenciada se le descontará uno (1) para excluir la parte de los dólares US\$ y obtener la prima de cambio y evidenciar su efecto sobre el monto adeudado.

	Al 15 de Abril 2020 (Tasa RD\$54.05)	Al 31 de Dic. 2019 (Tasa RD\$52.84)
Balance US\$	293,338.38	293,338.38
Tasa RD\$ S/DGII (Tasa de cambio -1)	53.05	51.84
Prima RD\$	15,561,601.06	15,206,661.62
Prima Actual	15,561,601.06	
Menos: Prima año 2019	(15,206,661.62)	
Diferencia Cambiaria RD\$	354,939.44	

Podemos validar que en el tiempo transcurrido de la tasa de cambio de referencia y la considerada para realizar la prueba, la misma tuvo un incremento de RD\$1.21, reflejándose en este caso, como diferencia cambiaria negativa. Aunque pudiera sonar un poco contradictorio, ya que

el resultado explícitamente es positivo, desde la perspectiva contable el origen de la cuenta del préstamo es acreedor, y la prueba nos indica que el valor adeudado actualmente es mayor al monto registrado al 31 de diciembre 2019. Por consiguiente, surge un ajuste que aumentara el pasivo con un crédito y a la contrapartida se le otorgaría un debito aumentando el gasto de diferencia cambiaria, dicho de manera coloquial, esto es lo que representa una perdida por diferencia cambiara.

Si esto se prorratea a la fecha en la que se realice el pago que sería posterior a la culminación de la obra 31 de julio 2020, la perdida por este concepto seria mayor, esta consideración es base a la ralentización económica producida por el impacto del COVID-19 y la incertidumbre electoral sobre el proceso previsto para el mes de mayo 2020, se vislumbra que la tasa de cambio de RD\$ frente al US\$ pueda aumentar, tal como se evidencia en la tabla de tasa de cambio para el año 2020 según DGII (*ver anexo 5*), un crecimiento del tipo de cambio lento pero constante.

- Costo de oportunidad

Al darse la situación de que la empresa no realizó ningún acuerdo de pago, dígase, vencimiento de la deuda e intereses a pagar, tomaremos el resultado que arroje el cálculo de costo de oportunidad como referencia para los intereses de este préstamo al momento de efectuar el pago de este. Para seleccionar la tasa de interés para este cálculo se considerará el instrumento financiero certificado de depósito en US\$, con el cual a través de la plataforma *rexido* sacaremos un promedio de las tasas de interés de este instrumento que ofrezcan cuatro (4) intermediarios financieros con mejor calificación de riesgo, la búsqueda de las tasas se hará por cada monto recibido como préstamo en un plazo de 360 días (*ver anexo 6*).

Entidad Financiera	Tasa de Interés
Scotiabank	1.40%
BanReservas	0.43%
Banco BHD León	0.43%
Bandex	1%
Tasa Promedio	<u>0.82%</u>

De acuerdo con la comparación realizada de las tasas de interés de las entidades financieras seleccionadas, nos percatamos que para ambos montos de préstamo ofrecen las mismas tasas, debido a esto, el promedio obtenido se utilizará para las dos partidas.

Tabla 3.3 Determinación costo de oportunidad préstamos accionistas

Accionista	Monto US\$	Tasa de Certificado	Intereses US\$
Mayoritario	US\$198,713.10	0.82%	US\$1,629.45
Minoritario	US\$ 94,625.28	0.82%	US\$ 775.93
Totales	US\$293,338.38		US\$2,405.37

Fuente: Elaboración Propia

Visto esto, la tasa de interés promedio resultó de un 0.82% arrojando un costo de oportunidad por el monto total del préstamo de US\$2,405.37 de acuerdo con el detalle anterior, el cual considerando RD\$54.05 (*ver anexo 5*) como tasa de cambio equivale a RD\$130,010.25. Siendo este monto el que consideraremos como referencia para el costo del financiamiento recibido.

♦ *Recursos propios de la entidad*

Estos recursos corresponden a las utilidades no distribuidas entre los accionistas, por tanto, adicional al costo de oportunidad que pierde la empresa en reinvertir el dinero en otros proyectos o instrumentos financieros con un retorno fijo y más seguro, también los accionistas dejarán de percibir los dividendos por los resultados de las operaciones de la empresa. Estos recursos fueron considerados como aportes a futuras capitalizaciones en el renglón del capital en el Estado de Situación de la entidad (*ver anexo 3*). Este análisis solo se centrará en el costo de oportunidad de la inversión realizada, se tomará como parámetro las tasas de interés promedio de tres (3) emisiones de deuda del Estado en pesos RD\$ con vencimiento en el año 2020 (*ver anexo 6*). De igual forma que en

el análisis de los préstamos de los propietarios se utilizará la plataforma *rexido* para hacer la comparación pertinente.

Tipo Emisión	Institución	Tasa de Interés
Bonos	Ministerio de Haciendas	16.00%
Notas del Banco Central	Banco Central	10.00%
Certificados Especiales	Banco Central	13.00%
	Tasa Promedio	13.00%

Utilidades retenidas utilizadas	42,033,767.74
Tasa promedio	13%
Intereses generados	5,464,389.81

Posterior a esta comparación de tasas, en el supuesto de que la entidad no hubiera realizado el proyecto inmobiliario y redireccionado esos fondos para invertirlos en emisiones de instrumentos de deuda del Estado, hubiese tenido una rentabilidad de un 13% equivalente a RD\$5,464,389.81. No obstante, el proyecto inmobiliario le ofrece una mayor rentabilidad posee mayores riesgos asociados que pueden influir en el fracaso de este trayendo de la mano la pérdida de la inversión.

3.1.2 Análisis comparativo de indicadores financieros de la entidad implementadora.

Con la aplicación de indicadores financieros se busca obtener un diagnóstico de la situación de la entidad que implementa el proyecto inmobiliario Edificios Oficina “K” antes y durante la ejecución de este, para medir la liquidez, solvencia, nivel de endeudamiento y capacidad de pago de la empresa, a fin de evidenciar el desenvolvimiento de la gestión financiera en el transcurso de la ejecución de la obra y que no haya posibles baches que perjudiquen la fase de cierre y liquidación de esta, todos los datos para la realización de este análisis serán tomados de los Estados Financieros de la Entidad del periodo 2019 y 2018 en RD\$ (*ver anexo 3*).

Análisis de liquidez

- Razón Corriente = Activos Corrientes / Pasivos Corrientes

Años	Activos Corrientes	Pasivos Corrientes	Razón Corriente
2019	55,317,522.35	12,427,356.92	4.45
2018	52,844,839.08	16,132,594.19	3.28

- Prueba Defensiva = Efectivo / Pasivos Corrientes

Años	Efectivo, Caja y Bancos	Pasivos Corrientes	Prueba Defensiva
2019	49,927,439.86	12,427,356.92	4.02
2018	47,914,466.91	16,132,594.19	2.97

- Capital de Trabajo = Activo Corriente - Pasivos Corrientes

Años	Activos Corrientes	Pasivos Corrientes	Capital de Trabajo
2019	55,317,522.35	12,427,356.92	42,890,165.43
2018	52,844,839.08	16,132,594.19	36,712,244.88

Estas razones nos muestran que para el año previo a la ejecución y el año de la puesta en marcha del proyecto la entidad contaba con una buena capacidad de pago para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo, tanto con sus activos corrientes totales, los cuales cubrían sus compromisos 4.45 veces para el año 2019 mientras que 3.28 veces para el 2018 como con sus activos más líquidos. Siendo esto un bien indicio de que la continuidad del proyecto no se verá afectada por falta de flujo de caja ni la operatividad normal de la entidad. No obstante, para el año 2019 se evidencia un exceso de liquidez, si no estuviese en proceso de construcción el proyecto inmobiliario, ese excedente significaría una pérdida de valor respecto al costo de oportunidad de ese capital por no reinvertirlo.

♦ Análisis de solvencia, endeudamiento o apalancamiento

- Razón de Deuda = Pasivo Total / Activos Totales

Años	Pasivos Totales	Activos Totales	Razón de deuda
2019	36,779,356.92	124,545,914.78	0.30
2018	27,980,527.13	89,574,308.34	0.31

- Razón de Deuda a corto plazo = Pasivo Corriente / Pasivo Total

Años	Pasivos Corrientes	Pasivos Totales	Razón de deuda a corto plazo
2019	12,427,356.92	36,779,356.92	0.34
2018	16,132,594.19	27,980,527.13	0.58

- Razón de Deuda frente a Capital = Pasivo Total / Capital Contable

Años	Pasivos Total	Patrimonio Neto	Razón de deuda frente a capital
2019	36,779,356.92	87,766,557.86	0.42
2018	27,980,527.13	61,593,781.20	0.45

- Cobertura de Gastos Financieros = Utilidad Operativa / Gastos Financieros

Años	Utilidad Operativa	Gastos Financieros	Cobertura Gastos Financieros
2019	40,175,126.91	338,328.34	118.75
2018	41,633,875.93	193,971.54	214.64

La determinación de estos indicadores muestra la capacidad financiera que tiene la entidad para cumplir con todas sus deudas tanto a corto como largo plazo. De igual forma, denota el bajo nivel de endeudamiento que posee la entidad a través de intermediarios financieros, dado que la cobertura de los gastos financieros, específicamente 2019 que es donde se inicia con la línea de crédito es de 118.75 veces respecto a la utilidad operativa.

Lo cual prueba que la incidencia del apalancamiento sobre el patrimonio es de un 42% y 45% para los años 2019 y 2018 respectivamente, siendo la misma un porcentaje razonable. Esta principalmente corresponde al corto plazo en 34% para el año 2019 y 58% para el año 2018, se ve la reestructuración del pasivo corriente realizada por la entidad en el año 2019 disminuyéndolo en un 24%.

Bajo estos indicadores se evidencia la buena gestión financiera de la entidad respecto al manejo de su liquidez y cumplimiento de sus compromisos. Resaltando su autonomía financiera frente a la incidencia de recursos de terceros en su operatividad. Consideramos que es una empresa estable respecto a la composición de sus pasivos y su incidencia sobre el patrimonio.

3.1.3 Análisis económico de la situación actual del Proyecto Inmobiliario.

La situación económica actual del proyecto inmobiliario, es decir, el escenario sobre el cual se está ejecutando la obra, al aplicarle el modelo de análisis vertical evidenciamos lo siguiente;

- ♦ El costo total de la obra en realidad es mayor al considerado por la entidad en el presupuesto general del proyecto, según el estimado de costo de la obra el total de este es de RD\$66,033,767.74 mientras que el análisis económico arrojó RD\$69,444,752.94, esto debido a que no consideraron los costos asociados al financiamiento y proceso de venta del inmueble, este sobre costo fue de un 5%.
- ♦ La estructura de capital utilizada para la ejecución del proyecto solo generó gastos financieros que representan 1.07% equivalente a RD\$897,660.50 del precio de venta. Dada la magnitud del proyecto respecto al costo de este, ese porcentaje de gastos financieros puede representar una ventaja que maximiza la utilidad del proyecto frente a otras alternativas de financiación.

- ♦ Al momento de la entidad determinar el precio de venta deseado, tal como se abordó en el Capítulo II, solo consideró el costo de la obra según lo presupuestado y la experiencia de los propietarios sobre las condiciones del mercado inmobiliario, estableciendo un 25% de margen de ganancia, sin embargo, el análisis nos muestra que el margen de utilidad es de un 17.11%.

Tabla 3.4

Determinación diferencia rendimiento escenario no. 1 Vs propuesto por la entidad implementadora

Rubros	Calculo s/entidad	Calculo s/análisis económico
Costo de obra en RD\$	66,033,767.44	69,444,752.94
Precio de venta en RD\$ (US\$1,550,000.00 tasa RD\$53.50)	82,925,000.00	83,777,500.00
Beneficio (Pérdida)	16,891,232.56	14,332,747.06
Rendimiento	25.58%	20.64%

Fuente: Elaboración propia.

- ♦ En ese mismo orden se ve la diferencia en el rendimiento del proyecto real del escenario actual del 20.64% donde es menor al referenciado por la entidad 25.58% en un 4.94%. Esta diferencia es también el efecto de los costos financieros y comisiones por venta no considerado al determinar le margen de ganancia del precio de venta.

Tabla 3.5
Análisis económico Proyecto Edificio de Oficinas "K" Escenario No. 1
(situación actual)

Valores en RD\$				
	Mt2	Precio por Mt2	Total	Índices
EGRESOS				
Costos Directos				
Terreno	584.40	21,175.56	12,375,000.00	14.77%
Edificación	1,512.49	28,200.61	42,653,139.47	50.91%
Total Costos Directos	2,096.89	49,376.17	55,028,139.47	65.68%
Costos Indirectos				
Gastos Administrativos			8,254,220.97	9.85%
Seguro y Fianza			1,100,562.80	1.31%
Prestaciones Laborales			550,281.40	0.66%
Transporte			1,100,562.80	1.31%
Total Costo Indirectos			11,005,627.97	13.17%
Total Construcción Obra			66,033,767.44	78.82%
Gastos Generales				
Intereses financieros ¹			765,000.00	0.91%
Cargos legales crédito financiero			2,650.00	0.00%
Intereses otros prestamos ²			130,010.50	0.16%
Comisión por venta ³			2,513,325.00	3.00%
Total Gastos Generales			3,410,985.50	4.07%
Total General Obra			69,444,752.94	82.89%
INGRESOS				
Venta				
Edificio Oficinas "K" ⁴	1,512.49	55,390.45	83,777,500.00	
Total Ingresos			83,777,500.00	100%
UTILIDAD				
Resultados				
Beneficio (Perdida)			14,332,747.06	17.11%
RENDIMIENTO DEL PROYECTO				20.64%
Observaciones:				
1-Linea de crédito RD\$8.5 millones a 5 años al 9% anual				
2-Prestamos de los propietarios en US\$ al 0.82% anual				
3- Comisión por venta 3% sobre el precio de venta contra pago				
4- Precio de venta establecido US\$1,550,000.00 tasa RD\$54.05				

Fuente: Elaboración propia.

3.2 EVALUACIÓN FINANCIERA INDIVIDUAL DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS PROPUESTOS.

Las alternativas de financiación propuestas a considerar para formular la estructura de capital para un proyecto inmobiliario son las siguientes;

- ♦ Capital propio.
- ♦ Préstamo bancario.
- ♦ Fideicomiso de oferta pública.
- ♦ Emisión de bonos.

En la realización de la valoración del escenario actual de estructura de capital con la que están ejecutando el proyecto validamos el efecto de la utilización de capital propio y préstamos bancarios como fuente de financiación, por este motivo, esta parte de la investigación solo se enfocará en las tres últimas alternativas indicadas anteriormente, la cuales se evaluarán de manera individual para medir el efecto de estas sobre la utilidad y rendimiento del proyecto.

3.2.1 Fideicomiso de Oferta Pública.

La implementación de este de tipo de financiación conlleva una serie de costos constitutivos y de mantenimiento, al igual que poseen características distintivas que se convierten en ventajas adicionales.

Tipo de fideicomiso: Inversión Inmobiliaria y de Desarrollo Inmobiliario.

Razones del Fideicomiso: Para fines de obtener fondos destinados a la construcción de un edificio comercial para oficinas, según las características descritas en el capítulo 2.2.

Para determinar los costos iniciales se consultaron dos prospectos de fideicomiso de oferta pública uno de la Fiduciaria Universa y el otro de Fiduciaria Popular (*ver anexo 7*) que, aunque difieren al objeto de estudio

de esta investigación en cuanto a la razón específica y los montos por los que fueron emitidos, ambos corresponden al sector inmobiliario. Adicional a esto, la composición de los gastos iniciales va a depender de las políticas de la fiduciaria que lo maneje y de los montos del programa de emisión, por consiguiente, realizaremos un promedio de los costos iniciales de ambos proyectos para determinar el % de aplicación.

Tabla 3.6
Determinación Promedio Gastos Iniciales Fideicomiso Oferta Publica

Valores en US\$					
Descripción	Fiduciaria				Promedio
	Universal		Popular		
	Absoluto	%	Absoluto	%	
Programa de emisión	12,438,000.00	-	16,300,000.00	-	-
Gastos Iniciales					
Tarifa SIV por Derecho de Deposito de Documentos	5,505.31	0.044%	429.74	0.003%	0.023%
Tarifa SIV por Derecho de Inscripción en el Registro	213.41	0.002%	1,304.00	0.008%	0.005%
Inscripción Programa de Emisiones -BVRD	5,603.91	0.045%	7,335.00	0.045%	0.045%
Inscripción Programa de Emisiones -CEVALDOM	533.51	0.004%	537.17	0.003%	0.004%
Comisión por Estructuración Oferta Publica	-	0.000%	195,600.00	1.200%	0.600%
Comisión por Constitución Fideicomiso	1,070.52	0.009%	32,600.00	0.200%	0.104%
Comisión por Colocación Programa de Emisiones	217,665.00	1.750%	105,950.00	0.650%	1.200%
Calificación de Riesgo	6,500.00	0.052%	6,000.00	0.037%	0.045%
Gastos Legales	6,000.00	0.048%	45,000.00	0.276%	0.162%
Gastos de Mercadeo e Impresión de Prospectos	1,000.00	0.008%	5,000.00	0.031%	0.019%
Total Gastos Iniciales	244,091.66	1.962%	399,755.91	2.452%	2.207%

Fuente: Elaboración propia.

Aplicado estos porcentajes al caso de estudio los costos iniciales de constitución del Fideicomiso serían los siguientes;

Tabla 3.7
Determinación gastos iniciales fideicomiso oferta pública
Proyecto Edificio Oficinas “K”

Valores en RD\$		
Descripción	%	Absoluto
Programa de Emisión	-	66,033,767.44
Gastos Iniciales		
Tarifa SIV por Derecho de Deposito de Documentos	0.023%	15,484.41
Tarifa SIV por Derecho de Inscripción en el Registro	0.005%	3,207.84
Inscripción Programa de Emisiones -BVRD	0.045%	29,733.27
Inscripción Programa de Emisiones -CEVALDOM	0.004%	2,504.29
Comisión por Estructuración Oferta Publica	0.600%	396,202.60
Comisión por Constitución Fideicomiso	0.104%	68,875.48
Comisión por Colocación Programa de Emisiones	1.200%	792,405.21
Calificación de Riesgo	0.045%	29,407.82
Gastos Legales	0.162%	107,078.01
Gastos de Mercadeo e Impresión de Prospectos	0.019%	12,782.40
Total Gastos Iniciales	2.207%	1,457,681.33

Fuente: Elaboración propia.

Estos costos iniciales dependiendo de la política de administración que maneje la fiduciaria son reembolsables al fideicomitente posterior a la emisión de los valores del fideicomiso.

De acuerdo con las fiduciarias consultadas para la realización de este cálculo la Fiduciaria Universal si permite que el fideicomitente emita una factura con valor fiscal al fideicomiso por este concepto, sin embargo, la Fiduciaria Popular no. Este es un aspecto condicionado a las normativas de negociación de la fiduciaria con la que se efectúe el fideicomiso.

Características generales

- ◆ El fideicomiso constituye un patrimonio separado al de los fideicomitentes.
- ◆ Solo responde a las negociaciones generadas por el fideicomiso.

- ♦ El fideicomitente puede ser el administrador de los activos del fideicomitidos por lo cual recibirá el pago de unos honorarios mensualmente.
- ♦ Exento de impuesto sobre la transferencia de activos.
- ♦ El fideicomitente a su vez puede adquirir valores del fideicomiso por los cuales recibirá los dividendos según se pacte, esto están gravados con 10% de Impuesto Sobre la Renta (ISR).
- ♦ También puede optar por una opción de compra al vencimiento del fideicomiso.

Consideraciones para análisis económico

Para realizar la transferencia del activo al fideicomiso hay que realizar la tasación de este, como el terreno fue adquirido en el año 2019, el registrado de la compra corresponde al valor actual del terreno, por consiguiente, no habrá que realizar dicho proceso. Los costos iniciales para formalizar el fideicomiso son RD\$1,457,681.33, lo cuales no serán reembolsados por la entidad.

El fideicomitente como constructora experimentada realizará la construcción de la obra del edificio comercial de para oficinas, concepto por el cual le facturará al fideicomiso a totalidad de los costos indirectos del proyecto más los impuestos correspondientes, estos impuestos se calcularán sobre la base del 18% del 10% tal como lo establece la Dirección General de Impuesto Internos (DGII) mediante la norma 07-2007 donde se estipula la carga tributaria respecto a los ingresos del sector construcción.

De igual forma, por su conocimiento del mercado y el manejo de los costos, será el administrador de los activos fideicomitidos, para lo que la entidad destinará un personal especial para realizar estas funciones. Recibirá unos honorarios de RD\$500,000.00 mensuales más los impuestos

correspondientes, este contrato con el Fideicomiso tendrá una duración de un (1) año.

Con el planteamiento del escenario dos (2) del financiamiento para realizar el proyecto inmobiliario a través de la figura del fideicomiso, podemos validar los siguientes efectos;

- ♦ Vemos un incremento en el rendimiento del proyecto considerable en términos porcentuales, el cual corresponde a un 97.32%, arrojando una diferencia con el escenario actual del proyecto en montos absolutos es de RD\$1,215,199.59, esto se debe a la relación costo – beneficio que plantea esta estructura, donde solo como gastos generales se debe asumir los impuestos que generen las transacciones y los costos iniciales de formalización del fideicomiso, los cuales asciende a RD\$3,600,390.45 equivalente al 11.42% de los ingresos.
- ♦ Adicional al aumento de la utilidad que esta alternativa de financiamiento pudiera generar, su ventaja es la minimización de los riesgos asumidos por la compañía, aunque este caso la entidad le presta los servicios de administración del activo fideicomitado, la responsabilidad total recae sobre la fiduciaria que maneja el fideicomiso de que el mismo opere de acuerdo a las normativas y regulaciones del mercado, de que se cumpla con el acuerdo preestablecido, de dar la cara ante cualquier eventualidad que se presente, lo que no compromete legalmente los activos del fideicomitente.
- ♦ El valor del terreno hace efecto cero, como es el bien aportado al fideicomiso para realizar el proceso de construcción y posterior venta, por tanto, al momento de la emisión los valores del fideicomiso, esta partida es devuelta al fideicomitente en términos monetarios.

Tabla 3.8 Análisis económico Proyecto Edificio de Oficinas “K” Escenario No. 2 (Fideicomiso)

Valores en RD\$								
Descripción	Costos asumidos por la Constructora				Costos asumidos por el Fideicomiso			
	Mt2	Precio por Mt2	Total	índice	Mt2	Precio por Mt2	Total	índice
EGRESOS								
Costos Directos								
Terreno	584.40	21,175.56	12,375,000.00	35.83%	584.40	21,175.56	12,375,000.00	18.74%
Edificación	-	-	-	0.00%	1512.49	28,200.61	42,653,139.47	64.59%
	584.40	21,175.56	12,375,000.00	35.83%	2,096.89	49,376.17	55,028,139.47	83.33%
Costos Indirectos								
Gastos Administrativos							8,254,220.97	11.59%
Seguro y Fianza							1,100,562.80	1.55%
Prestaciones Laborales							550,281.40	0.77%
Transporte							1,100,562.80	1.55%
							11,005,627.97	15.46%
Gastos Generales								
Costos Iniciales Fideicomiso			1,457,681.33	4.62%				
Impuestos			2,142,709.13	6.80%				
			3,600,390.45	11.42%				
Total General Obra			5,975,390.45	50.68%			66,033,767.44	100.00%
INGRESOS								
Terreno			12,375,000.00	39.26%				
Costos Indirectos ejecución de la obra			12,392,337.10	39.31%				
Honorarios por administración de activos fideicomitidos			6,756,000.00	21.43%				
Total Ingresos			29,380,627.97	100%				
UTILIDAD								
Resultados								
Beneficio (Perdida)			15,547,946.64	49.32%				
RENDIMIENTO				97.32%				

Fuente: Elaboración propia

3.2.1 Emisión de Bonos Corporativos.

Para realizar los cálculos pertinentes al caso de estudio tomamos como parámetro el prospecto de emisión simplificado para la tercera emisión de Consorcio Remix realizada el 12 de Abril 2019, una empresa dedicada a la prestación de servicios auxiliares para el desarrollo de proyectos de construcción.

Al realizar una emisión de bonos corporativos se necesitan varios aspectos por considerar;

Análisis financiero de la entidad: contenido en el *Capítulo 3.1.2.*

Programa de Emisiones: normalmente las emisiones de estos instrumentos de deuda se realizan en varias fracciones del monto total del programa de emisiones, hasta completar el monto aprobado. Sin embargo, como la finalidad de esta emisión sería la realización del proyecto inmobiliario con un tiempo de ejecución en el corto plazo se definirá un programa de emisiones compuesto solo por una (1) emisión de deuda. Para la emisión del bono se redondeará el valor del presupuesto de la obra en RD\$67,000,000.00.

Tasa de Interés: se tomará el boletín de la Bolsa de Valores de la Rep. Dom. (BVRD) consolidado al 17 de abril del 2020 de emisiones corporativas vigentes, de las cuales se aplicará un filtro sobre la periodicidad de pago trimestral (T), la moneda en RD\$ (DOP) y tasa fija (F), para obtener un promedio, posteriormente descontarle la tasa de inflación interanual a Febrero 2020 (*ver anexo 8*), ya que los monto de las emisiones sobre la cual se obtuvo la tasa promedio son muy elevados respecto al valor del caso de estudio. La tasa anual de mora será de 1% pasado 10 días de la fecha efectiva de pago del cupón. El pago del cupón será trimestral.

Tabla No. 3.9 Emisiones corporativas vigente de renta fija al 17 de abril 2020

Cod. Programa de Emisiones	Emisor	\$	Monto del Programa de Emisión	Calif.	Monto de Emisión	Monto Colocado	Tasa Vigente (%)	Tasa Fija (F) o Var. (V)	Fecha de Emisión	Fecha de Vencimiento	Pagos
BV1801-BC0073	CMD	DOP	4,820,480,000.00	A- A+	1,000,000,000.00	1,000,000,000.00	12.00	F	28/08/2018	28/08/2028	T
BV1801-BC0073	CMD	DOP	4,820,480,000.00	A- A+	1,000,000,000.00	1,000,000,000.00	12.00	F	18/09/2018	18/09/2028	T
BV1801-BC0073	CMD	DOP	4,820,480,000.00	A- A+	1,000,000,000.00	952,262,219.00	12.00	F	16/11/2018	16/11/2028	T
BV1801-BC0073	CMD	DOP	4,820,480,000.00	A- A+	500,000,000.00	500,000,000.00	11.50	F	01/05/2019	01/05/2029	T
BV1801-BC0073	CMD	DOP	4,820,480,000.00	A- A+	500,000,000.00	500,000,000.00	11.00	F	15/08/2019	15/08/2029	T
BV1902-BC0079	GULFPET	DOP	5,025,310,000.00	AA+	1,515,000,000.00	1,515,000,000.00	11.25	F	28/05/2019	28/05/2029	T
BV1902-BC0079	GULFPET	DOP	5,025,310,000.00	AA+	3,510,310,000.00	3,510,310,000.00	11.15	F	24/06/2019	24/06/2029	T
BV1905-BS0026	PROMERIC	DOP	500,000,000.00	BBB	500,000,000.00	0.00	10.85	F	29/08/2019	29/08/2026	T
BV1910-BC0083	AESTRELL	DOP	2,576,055,000.00		500,000,000.00	500,000,000.00	12.00	F	14/02/2020	14/02/2030	T

Tasa Promedio 9.12

Inflación Feb-2020 3.66

Tasa de Interés para considerar 5.42%

Fuente: Bolsa de Valores de la Rep. Dom.

Cupón: se determinará con la siguiente formula.

Intereses= (Valor nominal) x (Ti nominal anual /365) x días corrientes

El valor de la mora sobre el pago de intereses = cupón adeudado x
(Tasa anual de la mora / 365) x días corrientes

Tabla No. 3.10
Resumen emisión bonos corporativos Proyecto Edificio de Oficinas “K”

Programa de Emisión (RD\$)	79,300,000.00
Vigencia del Programa	1 año, culmina el 13 de abril del 2020
Pago del principal	Al vencimiento
Valor Nominal de la Inversión (RD\$)	10,000.00
Fecha de Emisión	3 de enero de 2019
Tasa de Interés	5.42%
Periodicidad De Pago	Trimestral
Fecha Primer Cupón (Sin Mora)	3 de abril de 2019
Monto del Primer Cupón (Sin Mora)	133.644
Fecha Efectiva de Pago del Primer Cupón	13 de abril de 2019
Días de Mora	10 días
Tasa Anual de Mora	1.00%
Valor de la Mora	0.330
Monto del Cupón más la Mora (RD\$)	133.973

Fuente: Elaboración propia.

Costos de emisión: la emisión de títulos de deuda con lleva a unos gastos fijo y variables de iniciales y de mantenimiento en base al monto de la emisión, se optará por asumir los porcentajes de los costos del prospecto modelo a fin de realizar el caculo de los costos correspondiente del caso de estudio y poder completar los datos para efectuar el análisis económico de esta alternativa de financiamiento para el proyecto Edificio de Oficinas “K”.

Tabla No. 3.11 Costo emisión bonos corporativos Edificio Oficinas “K”

Valores en RD\$			
Programa de emisión	67,000,000.00	Vencimiento	1 año

Descripción	Tipo de Costo	%	Absoluto
Tarifa SIV por Derecho de Deposito de Documentos	Fijo	0.0746%	50,000.00
Tarifa SIV por Derecho de Inscripción en el Registro	Variable	0.0400%	26,800.00
Registro Preliminar del Programa de Emisiones -BVRD	Fijo	0.0149%	10,000.00
Inscripción Programa de Emisiones - BVRD	Variable	0.0590%	39,500.00
Honorarios por Estructuración - PARVAL	Fijo	0.1210%	81,075.00
Registro Programa de Emisiones - CEVALDOM	Fijo	0.1866%	125,000.00
Publicación de ACP/Impresión-digitalización del Prospecto/Otros	Variable	0.0900%	9,000.00
TOTAL GASTOS INICIALES (PAGO UNICO)		0.5861%	341,375.00

Mantenimiento de la Emisión - BRVD (0.003% mensual)	Fijo	0.0030%	3,600.00
Mantenimiento y Supervisión - SIMV	Fijo	0.0746%	50,000.00
Calificadora de Riesgo	Fijo	0.0807%	54,050.00
Rep. De la Masa de Obligacionistas	Fijo	0.0726%	48,645.00
Agente de Pago (Intereses)-CELVADOM	Variable	0.0157%	10,500.00
TOTAL GASTOS ANUALES		0.2466%	166,795.00

Agente de Pago (Capital)-CELVADOM	Fijo	0.0498%	39,500.00
TOTAL GASTOS FINALES (ULTIMO AÑO)		0.0498%	39,500.00

GASTO TOTAL		0.8916%	547,670.00
--------------------	--	----------------	-------------------

Fuente: Elaboración propia

Certificado de Depósito: Para evitar tener todo el dinero recaudado a través de la emisión, utilizaremos el 30% del monto recaudado para obtener un certificado de depósito por 3 meses y así eficientizar las utilidades, se utilizará la plataforma *rexi.do* para hacer la comparación de selección de la entidad financiera con mejor calificación de riesgo y mejor tasa de interés en este instrumento de deuda.

Valor de la Emisión	67,000,000.00
Certificado (30% de la Emisión)	20,100,000.00
Tasa de interés (Bco. BHD León)	3.10%
Intereses a 3 meses	155,775.00

Valor del Bono: Para obtener el monto total de los cupones trimestrales a pagar durante la vida del bono, se determinará el valor del bono al vencimiento y se le descontará el valor nominal o valor facial.

$$V_B = \frac{PIC}{4} \left[\frac{1 - (1 + i/4)^{-4n}}{i/4} \right] + F \left[\frac{1}{1 + i/4} \right]^4$$

PIC = Pago Interés Cupón en cada período

n= Número de años antes de que venza el bono

i= Tasa de interés apropiada sobre el bono

F= Valor Facial del bono liquidable al vencimiento

PIC = (67,000,000*(5.42%/4)) = 907,500.00 Trimestral
i = 5.42% / 4 = 1.36% Trimestral
n = 1 año x 4 = 4 Cupones
F = 67,000,000.00

Valor del bono =	67,860,267.24
Intereses totales =	860,267.24

Tabla 3.12 Análisis económico Proyecto Edificio de Oficinas “K”
Escenario No. 3 (Emisión Bonos Corporativos)

Valores en RD\$				
	Mt2	Precio por Mt2	Total	índice
EGRESOS				
Costos Directos				
Terreno	584.4	21,175.56	12,375,000.00	14.74%
Edificación	1512.49	28,200.61	42,653,139.47	50.82%
Total Costos Directos	2,096.89	49,376.17	55,028,139.47	65.56%
Costos Indirectos				
Gastos Administrativos			8,254,220.97	9.83%
Seguro y Fianza			1,100,562.80	1.31%
Prestaciones Laborales			550,281.40	0.66%
Transporte			1,100,562.80	1.31%
Total Costo Indirectos			11,005,627.97	13.11%
Total Construcción Obra			66,033,767.44	78.67%
Gastos Generales				
Cupones emisión ¹			860,267.24	1.02%
Costos iniciales y mantenimiento emisión			547,670.00	0.65%
Comisión de Venta ²			2,513,325.00	2.99%
Total Gastos Generales			3,921,262.24	4.67%
Total General Obra			69,955,029.68	83.35%
INGRESOS				
Venta ³			83,777,500.00	
Intereses Certificado de Depósito ⁴			155,775.00	
Total Ingresos			83,933,275.00	100%
UTILIDAD				
Resultados				
Beneficio (Perdida)			13,978,245.32	16.65%
RENDIMIENTO				19.98%
Observaciones:				
1-Emisión de bonos corporativos, 6,700 Valores a RD\$10,000.00 c/u, vencimiento a 1 año tasa 5.42% pago trimestral.				
2- Comisión por venta 3% sobre el precio de venta contra pago.				
3- Precio de venta establecido US\$1,550,000.00 tasa de referencia RD\$54.05.				
4- Certificado por el 30% de la emisión de bonos tasa 3.10% a 3 meses.				

Fuente: Elaboración propia.

Si bien es cierto, que una de las ventajas de este instrumento de deuda es obtener financiamiento a menor costo, en este planteamiento la tasa obtenida fue de un 5.42% anual que en comparación con la línea de crédito del primer escenario en términos porcentuales es 3 puntos básicos menor. Sin embargo, este conlleva unos costos asociados inducidos por el pago de los cupones o intereses sobre el valor de la deuda y los gastos iniciales y de mantenimiento para poder salir al mercado de valores en el país proporcional al monto de la emisión que en cierta medida encarece la deuda.

Considerando los costos por financiamiento y comisión por venta como parte del costo total de la obra generó un incremento de RD\$3,921,262.24 dejando el monto total en RD\$69,955,029.68. La incidencia de esta figura de financiamiento sobre el costo de la obra originalmente presupuestado fue de un 6%.

En vista de que el total recaudado no se iba a utilizar de inmediatamente para la ejecución del proyecto, se optó por introducir un certificado de depósito a este planteamiento para evitar el dinero ocioso, por esta transacción se generó un 0.2% de interés equivalente a RD\$155,775.05 adicional al valor de la venta del edificio. Lo no que no tuvo mucha incidencia sobre el rendimiento del proyecto por la longevidad del instrumento.

El escenario no. 3 del financiamiento con la emisión de bonos corporativos generó una utilidad de un 16.65% equivalente a RD\$13,978,245.32, incidiendo en el rendimiento total del proyecto generando un 19.98% del monto presupuestado.

3.2.2 Comparación de estructuras de capital planteadas

En el planteamiento de estos tres (3) escenarios se puede evidenciar el impacto del tipo de financiamiento que se utilice para la ejecución de un proyecto inmobiliario en el rendimiento o eficiencia de este.

Tabla 3.13 Comparación de estructura de capital planteadas

Rubros	Escenario No. 1 (Situación Actual)	Escenario No. 2 (Fideicomiso)	Escenario No. 3 (Emisión Bonos Corp.)
Costo financiero RD\$	897,660.50	1,457,681.33	1,407,937.24
Costo total obra en RD\$	69,444,752.94	15,975,390.45	69,955,029.68
Precio de venta en RD\$ (US\$1,550,000.00 tasa RD\$54.05)	83,777,500.00	31,523,337.10	83,933,275.00
Beneficio (Perdida)	14,332,747.06	15,547,946.64	13,978,245.32
Rendimiento	20.64%	97.32%	19.98%

Fuente: Elaboración propia.

Cada alternativa analizada tiene sus peculiaridades, en cuanto a ventajas y costos, en el detalle de arriba se visualiza que el costo financiero que es la variable en análisis, de las cuales la fuente más costosa es la figura del fideicomiso, planteado en el escenario no. 2, el cual tiene una ponderación sobre los beneficios de un 4.62% equivalente a RD\$1,457,681.33, sin embargo, esto no quiere decir que es la fuente de financiación más riesgosa, como se comentó al inicio, cada financiamiento tiene ventajas adicionales a la obtención de recursos que la hacen factible dependiendo el tipo de proyecto para el cual se utilice.

Siguiendo esa misma línea del fideicomiso, se puede decir que la singularidad de este es que el bien aportado a la creación del mismo, posteriormente el administrador realizar las emisiones de los valores y recaudaciones pertinentes son reembolsados en términos económicos al fideicomitente. Como en este caso la creación de esta figura fue el aportar el terreno para la construcción del inmueble, parte de los fondos

recaudados también serán utilizados para sustentar la ejecución del inmueble y dependiendo la participación que tenga el fideicomitente en la administración del fideicomiso en esa misma medida serán sus ingresos. Por consiguiente, los costos que la entidad estaría asumiendo son únicamente los costos iniciales para la formación del fideicomiso, debido a que el esfuerzo de venta o alquiler del inmueble queda bajo la responsabilidad del fiduciario con cargo al fideicomiso. Los ingresos generados con esta modalidad la entidad obtuvo un rendimiento de RD\$15,547,946.64 un 97.32% respecto al costo incurrido.

En orden de proporción de los costos financieros, la emisión de bonos o títulos de deuda como financiamiento tiene un costo de 1.68% respecto a los beneficios. Los costos asociados por emisión y mantenimiento, adicional a los cupones pagados a los tenedores dependiendo la línea de tiempo y al monto del programa de emisión pueden incrementar en gran medida el nivel de apalancamiento de la entidad, en el sentido de que a estos costos se le suman los costos de comercialización del inmueble asumiendo el riesgo de la prolongación de la venta afectado por el comportamiento económico del mercado, en el caso de estudio este rubro corresponde al 2.99% de los ingresos obtenidos, estos tuvieron una incidencia menor debido a las condiciones planteadas para realizar el cálculo. El rendimiento obtenido con relación al gasto en este escenario fue de RD\$13,978,425.32 ponderado en un 19.98%.

El escenario no. 1 que corresponde a la situación actual de la ejecución del proyecto fue la que genero un menor costo de financiamiento equivalente a 1.07% de los ingresos, esto porque en la estructura de financiamiento utiliza fuentes de recursos externa fue de un 36% del costo total de la obra con tasas de interés relativamente bajas, para el crédito bancario la entidad aprovecho las condiciones del mercado con la tasa ofrecida por el Gobierno por la liberación del encaje legal de octubre 2019 adicional a que el monto no fue tan alto, otro 64% del presupuesto fue autofinanciado con las utilidades retenidas de ejercicios anteriores. Este

planteamiento genero un rendimiento de un 20.64% en contraste con el costo incurrido en la obra.

En base al riesgo asociado a la comercialización y venta del inmueble, aunque para todos los escenarios, exceptuando el escenario no. 2 que no lo requiere, se consideró un 3% de comisión por gestión de venta sobre el precio establecido del inmueble. A la entidad no tener el control de que este proceso se efectúe, si no que el mismo es influenciado por las condiciones económicas del mercado, se convierte en el punto decisivo del fracaso o factibilidad del proyecto, posterior a la selección de la fuente de financiamiento que no sobre cargue de costos al proyecto.

3.3 RECOMENDACIONES

Luego de analizado los diferentes puntos específicos para medir el efecto de las alternativas de financiamiento utilizadas en un proyecto inmobiliario, se puede recomendar lo siguiente:

- ♦ En el proceso financiero del proyecto es importante realizar el estimado de costo que se ajuste lo más posible a la realidad tanto del tipo de proyecto como de la situación económica de la entidad y del mercado, con el fin de desarrollar el modelo financiero apropiado.
- ♦ Al escoger las fuentes de los recursos para la ejecución del proyecto, es necesario plantear los escenarios representativos de cada opción para validar el efecto de los mismo sobre los costos de la obra y la capacidad de la entidad para hacerle frente.
- ♦ Tener el control del progreso de la ejecución de los costos de la obra, a través del análisis del flujo de caja le permitirá mantenerse apegado a lo presupuestado y conocer la disponibilidad de recursos que requieran en cada etapa del proyecto.
- ♦ Realizar un análisis económico vertical, tal como se planteó durante la investigación, el cual le permite realizar las actualizaciones durante la ejecución del proyecto de las partidas que sufran algún cambio y asegurarse que la rentabilidad esperada o la viabilidad económica se mantiene.
- ♦ Con la determinación del precio de venta, adicional al criterio y experiencia de la persona encargada para obtenerlo, se debe hacer considerando todas las informaciones concernientes al costo de la obra, la línea de tiempo de ejecución, el costo de la deuda, etc., con el objetivo de hacer la valoración correcta.
- ♦ Se debe establecer control continuo del modelo financiero establecido, para evitar los sobrecostos y asegurar los niveles de liquidez requeridos para poder desarrollar de manera óptima el proyecto.

CONCLUSIONES

Al realizar los análisis pertinentes respecto a la valoración de la diversificación del financiamiento para el proyecto inmobiliario del caso de estudio, se concluyen diciendo que para realizar dicha evaluación es esencial determinar un modelo financiero que permita el análisis previo de todas las variables del proyecto, la actualización de los costos en la línea de tiempo de ejecución del mismo y medir el impacto de los gastos financieros, asegurando de esta manera el desarrollo óptimo del proyecto.

El planteamiento de los escenarios de las fuentes de financiamiento propuestas respecto a la estructura de capital actual del proyecto analizado, con la finalidad de medir su incidencia en el rendimiento y/o utilidad de la obra son los siguientes;

Rubros	Escenario No. 1 (Situación Actual)	Escenario No. 2 (Fideicomiso)	Escenario No. 3 (Emisión Bonos Corp.)
Costo financiero RD\$	897,660.50	1,457,681.33	1,407,937.24
Costo total obra en RD\$	69,444,752.94	15,975,390.45	69,955,029.68
Precio de venta en RD\$ (US\$1,550,000.00 tasa RD\$54.05)	83,777,500.00	31,523,337.10	83,933,275.00
Beneficio (Perdida)	14,332,747.06	15,547,946.64	13,978,245.32
Rendimiento	20.64%	97.32%	19.98%

Escenario no. 1 responde a la situación actual del proyecto, posee una estructura de capital de un 36% de financiamiento externo a través de préstamos bancarios y préstamos de los propietarios, y un 64% de financiamiento con recursos propios de la entidad, lo cual generó un rendimiento de un 20.64% sobre los costos incurridos, esto equivale a RD\$14,332,747.06 como beneficio en la ejecución del proyecto, la variable en estudio de este caso, el costo del financiamiento, representó el 1.07% de los ingresos, siendo la que obtuvo un menor costo financiero, esto se

debió a que la mayor parte de los recursos recaudados fue por medio de las utilidades retenidas de periodos anteriores.

Respecto al escenario no. 2 donde se utilizó como fuente de financiamiento la figura del fideicomiso por el 100% del costo de la obra, se evidenció con esta estructura un rendimiento del 97.32% equivalentes a RD\$15,547,946.64 de utilidad, que en términos porcentuales y absolutos es el mayor de los rendimientos obtenidos en los tres (3) planteamientos realizados, sin embargo, la incidencia de los costos financieros sobre los ingresos fue la mayor de los casos con 4.62%, como consecuencia a la carga de los gastos iniciales de formalización de la figura y los impuestos asociados a esto.

En cuanto al escenario no. 3, es un poco más complejo en afinidad a la forma e identificación de los elementos que lo componen para su correcta valoración, mediante este modelo se obtuvo un rendimiento de un 19.98% equivalente a RD\$13,978,245.32 de beneficio, la carga financiera que tuvieron los ingresos fue de RD\$1,407,937.24 ponderado en 1.68%. Este escenario fue el que tuvo menor rendimiento debido a los cupones (intereses) que se le deben de pagar a los tenedores de los bonos en adición a los costos de emisión y mantenimiento en los que hay que incurrir para optar por este tipo de financiación.

Desde el punto de vista de las variables en estudio, un menor costo de financiamiento derivado de una combinación de deuda y capital adecuada viabiliza la factibilidad del proyecto y por ende un mejor rendimiento en aspectos económicos, en ese caso, sería el escenario no.1 que cumple con estas condiciones, es decir, el contexto actual de la ejecución del proyecto, a razón de que la composición de la deuda generadora de costos conforma la menor parte de la estructura de capital.

Sin embargo, como resultado de un análisis macro de todo el proceso de valoración y los aspectos asociados a cada fuente de financiamiento evaluadas, se considera que la figura del fideicomiso ofrece, adicional al logro de un excelente índice de rendimiento, otros beneficios

colaterales como son, la seguridad respecto a los fondos para la ejecución del proyecto, un costo financiero aceptable y manejable, confiabilidad para el comprador del inmueble de que es un bien lícito, lo que facilitaría la venta, una menor carga fiscal de los ingresos obtenidos mediante la figura.

De igual forma, le da a la entidad la posibilidad de otras fuentes de ingreso dentro de la misma estructura del fideicomiso, generando una ventaja frente a las otras que induce a un incremento en la rentabilidad que pudiera obtener, también exime a la entidad de la responsabilidad de la gestión de venta y comercialización del inmueble.

El efecto de las fuentes de financiamiento sobre la rentabilidad de un proyecto siempre va a depender de las negociaciones crediticias que se realicen, la forma en la que se manejen los costos en la ejecución del mismo y los análisis que se efectúen para eficientizarlos.

Se espera que el presente trabajo de investigación sirva de base a los actores del sector construcción para la formulación de modelos financieros que le permitan realizar la valoración de las alternativas de financiamiento que les interesen para la ejecución de sus proyectos y medir el impacto de las mismas en el logro de sus objetivos.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Adames Martes, M. (12 de Septiembre del 2017). Código de Trabajo, una de las leyes más violadas. Metrord. Recuperado de <https://www.metrord.do/do/destacado/2017/09/12/codigo-trabajo-una-las-leyes-mas-violadas.html>
- ADOSAFI (2020). Fondos de Inversión en Rep. Dom. Recuperado de <http://adosafi.org/wp-content/uploads/2020/03/01.-Bolet%C3%ADn-Enero-2020-VFR.pdf>
- AFI Popular (s.f.). Tipos de fondos Recuperado de https://www.afipopular.com.do/app/do/ap_conoce_tipos.aspx
- Asunción, L. (14 de Mayo 2015). Pequeñas y medianas empresas son beneficiarias del crédito del sector financiero. Superintendencia de Bancos (SIB). Recuperado de <https://www.sib.gob.do/noticias/peque%C3%B1as-y-medianas-empresas-son-beneficiarias-del-cr%C3%A9dito-del-sector-financiero>
- Banco Central de la Rep. Dom. (BCRD). (28 de Enero del 2020). BCRD informa que el PIB creció un 5.1 % en 2019. Recuperado de <https://www.bancentral.gov.do/a/d/4767-bcrd-informa-que-el-pib-crecio-un-51--en-2019>
- Banco Central de la Rep. Dom. (BCRD). (s.f.) Informe de la economía dominicana enero-diciembre 2019. Recuperado de <file:///C:/Users/blanc/Downloads/Infeco2019-12.pdf>
- Banco Central de la República Dominicana. (s.f.) Producto Interno Bruto (PIB) por sectores de origen. Valores corrientes e índices de volumen encadenados referenciados al año 2007, trimestral. Recuperado de <https://www.bancentral.gov.do/a/d/2533-sector-real>
- Banco Central de la Rep. Dom. (Febrero 2020). Variables Macroeconómicas. Recuperado de <https://www.bancentral.gov.do/>
- Banco Comercial (2018). Enciclopedia Financiera. Recuperado de <https://www.encyclopediafinanciera.com/definicion-banco-comercial.html>

- BBVA (2015). Diferencias entre banca comercial y banca de inversiones. Recuperado de <https://www.bbva.com/es/banca-comercial-banca-inversiones/>
- Besley, S, Brigham, E. (2009). Fundamento de Administración Financiera. 14a. ed. México: CENGAGE Learning
- Breton Sánchez, H. (13 de Octubre del 2016). Asociación Dominicana de Constructores y Promotores de la Vivienda (ACOPROVI). Situación Actual y Perspectivas del Mercado de Viviendas en la República Dominicana. Recuperado de <http://acoprovi.org/demo/wp-content/uploads/2016/10/CONFERENCIA-EN-INTEC-Presidente-ACOPROVI-13-de-octubre-2016.pdf>
- Bolsa de Valores de la Rep. Dom. (BVRD) (Abril del 2020). boletín consolidado al 17 de abril del 2020 Recuperado de <https://bvr.com.do/boletines-diarios-consolidados/>
- Bolta, S. (2016). Decisiones de Acceso al Mercado de Capitales: Incentivos Económicos a la Emisión de Renta Variable en la República Dominicana. Recuperado de [file:///C:/Users/blanc/Downloads/Decisiones-de-Acceso-al-Mercado-de-Capitales-Incentivos-Econ%C3%B3micos-a-la-Emisi%C3%B3n-de-Renta-Variable-en-la-Rep%C3%ABlica-Dominicana%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/blanc/Downloads/Decisiones-de-Acceso-al-Mercado-de-Capitales-Incentivos-Econ%C3%B3micos-a-la-Emisi%C3%B3n-de-Renta-Variable-en-la-Rep%C3%ABlica-Dominicana%20(2).pdf)
- CIEF Consulting (Febrero 2018). Oportunidades que brindan las entidades de intermediación financiera a la construcción. Construmedia Revista Especializada Edición 49. 39-45. Recuperado de https://issuu.com/construmediarevista/docs/rev_ed49
- Consortio Remix (12 de Abril 2019). Prospecto de emisión simplificado del programa de emisiones de bonos corporativos valido para la tercera emisión. Recuperado de <https://www.consorcioremix.com/wp-content/media/2019/04/Prospecto-de-emision-sivem-122-3era.pdf>
- Estévez, Sarah (Julio 2019) Fideicomiso en la construcción Construmedia Revista Especializada Edición 57. Recuperado de https://issuu.com/construmediarevista/docs/revista_especial_edicion_57_300

- Fiduciaria Universal (2019) (1-2,122-123). Prospecto de emisión Fideicomiso de oferta pública de a valores de participación inmobiliaria, denominado "Fideicomiso de Oferta Pública de Valores Fiduciarios G-PATIO 01-FU". Recuperado de https://www.universal.com.do/fiduciariauniversal/Documentos_SIV_Oferta_Publica/FOP%20G-%20Patio%2001-%20FU%20-%20Prospecto%20de%20emisi%C3%B3n.pdf
- Fiduciaria Popular (2017) (1-3,17). Prospecto de emisión Fideicomiso de oferta pública de a valores de participación inmobiliaria, denominado "Fideicomiso de Oferta Pública de Valores Fiduciarios FPM No. 02-FP". Recuperado de <https://seri.simv.gob.do/docs/Prospectos/SIVFOP-002-PS-0717.pdf>
- Galván, S. (2014) Desarrollo integral de proyectos. Recuperado de <http://ebookcentral.proquest.com/lib/bibliounapecsp/detail.action?dclid=5486074>.
- García, J., Echeverry, D., Mesa, H. (2013). (145-180) Gerencia de proyectos: aplicación a proyectos de construcción de edificaciones. Universidad de los Andes. Recuperado de <https://elibro.net/es/ereader/unapec/69464?page=180>
- George, D., Vásquez, J., Matos Marcos, (2017) Fideicomiso en La República Dominicana. (Paper Académico, INTEC) Recuperado de https://issuu.com/signaresrl/docs/paper_infografiado_fideicomiso
- GMAT Safi (s.f.). Fondos de desarrollo inmobiliario. Recuperado de <http://gmatsafi.com.do/producto.html>
- Granel, M. (2018). ¿Qué es el Apalancamiento? ¿Cómo funciona y cuáles son los riesgos? Rankia.cl. Recuperado de <https://www.rankia.cl/blog/analisis-ipsa/3874942-que-apalancamiento-como-funciona-cuales-son-riesgos>

Meza, J. (2016) Valoración de instrumentos financieros en NIIF para PYMES. 2ª ed. Colombia: Ediciones de la U <https://books.google.com.do/books?id=pTOjDwAAQBAJ&pg=PA85&dq=instrumentos+financieros&hl=es-419&sa=X&ved=0ahUKEwia0Ybr6sDoAhVym-AKHc-0Bg4Q6AEILjAB#v=onepage&q=instrumentos%20financieros&f=false>

Observatorio del mercado laboral dominicano (OMLAD) (s.f.). Resoluciones Salariales. Comité Nacional de Salario. Recuperado de <http://www.omlad.gob.do/ResolucionesSalariales.aspx>

Ortiz, M. (2001) Pequeñas y medianas empresas en la Rep. Dom. Marina. Fondo para el Financiamiento de la Microempresa, Inc. (FondoMicro). Recuperado de http://www.fondomicro.org/serve/listfile_download.aspx?id=828&num=1

Oficina Nacional de Estadísticas. (2018) Producto interno bruto (PIB) Valor agregado de actividad económica, según sector de origen por trimestre. Recuperado de <https://www.one.gob.do/economicas/cuentas-nacionales>

Oficina Nacional de Estadísticas. (2017-2019) Distribución del Producto Interno Bruto (PIB) en valor agregado de actividad económica, según sectores de origen, por año. Recuperado de <https://www.one.gob.do/economicas/cuentas-nacionales>

Peredo, G., Peralta, S. (2017). Estudio integral del sector de la Construcción. Recuperado de <https://unctadcompal.org/wp-content/uploads/2017/03/Republica-Dominicana-Estudio-Sector-Construccion.pdf>

Rosario Lagares, Daniel. (12 de agosto del 2018). Impacto de la Ley 155-17 al sector inmobiliario en la Republica Dominicana. Inmobiliaria Lagares. Recuperado de <https://www.inmobiliarialagares.com.do/impacto-de-la-ley-155-17-al-sector-inmobiliario/>

Pérez-Caraballo, J. (2014). La estructura de capital: cómo financiar la empresa. 2ª ed. España: ESIC EDITORIAL

Reyes, Alberto (Diciembre 2017) El uso del fideicomiso en proyectos inmobiliarios regulares y de vivienda de bajo costo. Guzmán Ariza Abogados. Construmedia Revista Especializada Edición 48. Recuperado de https://issuu.com/construmediarevista/docs/rev_ed48

Rexi.do (16 de Abril 2020). Comparador de Certificados de depósito o Depósitos a plazo fijo. Recuperado de <https://rexi.do/certificados-de-deposito/resultados?p=1&ido=true&o=4&iw=false&pg=1&a=94625&t=360&aec=1&pfec=1&capl=true&c=1>

Rexi.do (16 de Abril 2020). Comparador de Emisiones de Bonos de deuda. Recuperado de <https://rexi.do/emisiones-de-bonos/resultados?p=1&ido=false&o=9&iw=false&pg=1&a=0&t=360&c=1&cu=0>

Sicard, S. (2019) Fideicomiso de oferta pública y fondos de inversión, ¿en qué se diferencian? Argentarium. Recuperado de <https://www.argentarium.com/educate/48417-fideicomiso-de-oferta-publica-y-fondos-de-inversion-en-que-se-diferencian/>

Superintendencia de Valores (SIV) (Octubre 2018). Reglamento de tarifas por concepto de regulación y por los servicios de la superintendencia del mercado de valores R-CNMV-2018-10-MV. <file:///C:/Users/blanc/Downloads/R-CNMV-2018-10-MV.pdf>

Trenza (2018). ¿Cuáles son las fuentes de financiación más usadas por una empresa? Recuperado de https://anatreza.com/fuentes-de-financiaciempresa/#2_Definicion_y_tipos_de_fuentes_de_financiacion

Unidad de Análisis Financiero Rep. Dom. (UAF). (2017). Estudio sectorial de los fideicomisos en república dominicana, y su incidencia en materia de lavado de activos. Recuperado de [file:///C:/Users/blanc/Downloads/Estudio%20Sectorial%20de%20Fideicomisos%20en%20RD%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/blanc/Downloads/Estudio%20Sectorial%20de%20Fideicomisos%20en%20RD%20(1).pdf)

ANEXOS

Anexo No. 1

Presupuesto Estimado Edificio Oficinas "K"

Valores en RD\$

ESTIMADO DE COSTOS EDIFICIO OFICINAS "K"						
ITEM	DESCRIPCION	CANT.	UND.	P.U.	VALOR	TOTAL
I	IMPUESTOS Y PERMISOLOGIA					425,345.10
1.01	Impuesto en MOPC	1.00	PA	93,000.00	93,000.00	
1.02	Impuesto en ADN	1.00	PA	232,173.10	232,173.10	
1.03	Impuesto en CODIA	1.00	PA	32,067.00	32,067.00	
1.04	Impuesto en Medio Ambiente	1.00	PA	32,705.00	32,705.00	
1.05	Tramitación de permisos	1.00	PA	35,400.00	35,400.00	
II	DISEÑO DE PLANOS INSTALACIONES					277,060.67
2.01	Diseño de planos eléctricos	1.00	PA	37,170.00	37,170.00	
2.02	Diseño de planos sanitarios	1.00	PA	41,890.00	41,890.00	
2.03	Presupuesto, flujo de caja y cronograma	1.00	PA	17,110.00	17,110.00	
2.04	Estudio de suelo	1.00	PA	72,924.00	72,924.00	
2.05	Estudio de resistividad eléctrica	1.00	PA	41,300.00	41,300.00	
2.06	Diseño de planos estructurales	1.00	PA	66,666.67	66,666.67	
III	MOVIMIENTO DE TIERRA					1,866,300.39
3.01	Excavaciones y bote de escombros	1.00	PA	1,498,400.39	1,498,400.39	
3.02	Relleno	1.00	PA	367,900.00	367,900.00	
IV	ESTRUCTURA METALICA					1,859,202.17
4.01	Portón (6.00m x 2.40m)	1.00	PA	264,797.16	264,797.16	
4.02	Puerta Tola lisa Deposito Basura Corrediza (3.22m x 1.70m)	1.00	PA	56,780.00	56,780.00	
4.03	Puerta Louver Bomba Doble abatible (1.90mx1.88m)	1.00	PA	35,800.00	35,800.00	
4.04	Puerta Louver de Planta (1.60 m x 2.10m) con Fibra de vidrio	1.00	PA	40,000.00	40,000.00	
4.05	Base y Puerta para ascensor (1.25 m x 2.55m)	1.00	PA	49,500.00	49,500.00	
4.06	Estructura escalera de emergencia	1.00	PA	404,076.75	404,076.75	
4.07	Estructura Louver escalera de emergencia	1.00	PA	250,000.00	250,000.00	
4.08	Materiales de estructura metálica	1.00	PA	178,470.00	178,470.00	

4.09	Foam	1.00	PA	438,178.26	438,178.26
4.08	Mano de obra	1.00	PA	141,600.00	141,600.00

V	ESTRUCTURA DE VIGAS, COLUMNAS Y PISO				5,114,619.54
----------	---	--	--	--	---------------------

5.01	Suministro de varillas Mano de obra varillero	1.00	PA	4,035,452.98	4,035,452.98
5.02	confección de vigas y losas piso	1.00	PA	1,079,166.56	1,079,166.56

VI	HORMIGON				3,213,186.50
-----------	-----------------	--	--	--	---------------------

6.01	Estriado en nivel de parqueo	450.36	M2	500.00	225,180.00
6.02	Torta de hormigón	252.44	M3	6,150.00	1,552,506.00
6.03	Zapata de Muro	73.70	M3	6,350.00	468,000.00
6.04	Zapata de Columna	53.83	M3	5,950.00	320,300.00
6.05	Topping hormigón	80.35	M2	6,150.00	494,152.50
6.06	Pedestales	6.38	M3	6,150.00	39,237.00
6.07	Perforaciones	1.00	PA	113,811.00	113,811.00

VII	INSTALACIONES SANITARIAS				1,511,940.30
------------	---------------------------------	--	--	--	---------------------

7.01	Suministro e instalación mueble de lavamanos (Damas, Caballeros y Minusválido)	1.00	PA	251,372.00	251,372.00
7.02	Suministro e instalación de lavamanos corona y mezcladora sencilla	10.00	UD	10,000.00	100,000.00
7.03	Suministro e instalación de inodoro corona	10.00	UD	15,000.00	150,000.00
7.04	Espejo para baño	10.00	UD	1,000.00	10,000.00
7.05	Suministro e instalación fregadero acero inoxidable	4.00	UD	9,500.00	38,000.00
7.06	Canaleta	1.00	PA	250,000.00	250,000.00
7.07	Instalaciones de sistemas de aguas negras y potables y drenajes pluviales	1.00	PA	712,568.30	712,568.30

VIII	INSTALACIONES ELECTRICAS				4,760,546.06
-------------	---------------------------------	--	--	--	---------------------

8.01	Instalaciones eléctricas	1.00	PA	3,277,946.06	3,277,946.06
8.02	Suministro e Instalación de luminarias generales, lobby y 5to piso	1.00	PA	300,000.00	300,000.00
8.03	Motor de puerta eléctrica	1.00	PA	75,000.00	75,000.00
8.04	Planta eléctrica silenciosa de 100 kw	1.00	PA	1,057,600.00	1,057,600.00
8.05	Tanque de combustible	1.00	PA	50,000.00	50,000.00

IX	AIRE ACONDICIONADO				590,385.57
-----------	---------------------------	--	--	--	-------------------

9.01	Diseño instalaciones aires acondicionados	1.00	PA	182,528.95	182,528.95
------	--	------	----	------------	------------

9.02	Materiales preinstalación estructura aires acondicionados	1.00	PA	215,988.62	215,988.62
9.03	Mano de obra instalación estructura aires acondicionados	1.00	PA	191,868.00	191,868.00

X	TERMINACION				357,665.00
----------	--------------------	--	--	--	-------------------

10.01	Impermeabilizante	250.00	M2	540.00	135,000.00
10.02	Fino de techo	250.00	M2	535.00	133,750.00
10.03	Zabaleta	126.10	ML	150.00	18,915.00
10.04	Plafones en área de baño	50.00	M2	1,400.00	70,000.00

XI	PINTURA				662,500.00
-----------	----------------	--	--	--	-------------------

11.01	Pintura	2,500.00	M2	265.00	662,500.00
-------	---------	----------	----	--------	------------

XII	REVESTIMIENTO DE PISO				1,577,740.07
------------	------------------------------	--	--	--	---------------------

12.01	Instalación de revestimiento de escalera	53.81	M2	650.00	34,976.50
12.02	Instalación de revestimiento de Lobby	15.81	M2	650.00	10,276.50
12.03	Instalación de revestimiento de baños (Damas, Caballeros, Minusválido Y Unisex)	287.00	M2	650.00	186,550.00
12.04	Suministro e instalación de revestimiento en Fachada	202.85	M2	2,644.00	536,335.40
12.05	Instalación de revestimiento 5to nivel	88.47	M2	650.00	57,505.50
12.06	Suministro de revestimiento escaleras, lobby, baños y 5to nivel	445.09	M2	1,689.76	752,096.17

XII	VENTANAS Y PUERTAS				2,212,657.40
------------	---------------------------	--	--	--	---------------------

13.01	Suministro e instalación de puertas y ventanas de vidrio	1.00	PA	2,212,657.40	2,212,657.40
-------	--	------	----	--------------	--------------

XIV	CASETA DE PLANTA				191,028.33
------------	-------------------------	--	--	--	-------------------

14.01	Excavación de Zapata de Muro	1.00	PA	7,000.00	7,000.00
14.02	Relleno Compactado	1.00	PA	3,000.00	3,000.00
14.03	Bote de Material	1.00	Viaje	2,300.00	2,300.00
14.04	Zapata de Muro	1.00	M3	7,263.47	7,263.47
14.05	Muro de bloques de 6"	34.39	M2	1,300.00	44,707.00
14.06	Techo hormigón 12 cm	1.34	M3	13,500.00	18,090.00
14.07	Piso hormigón Pulido	11.00	M2	1,500.00	16,500.00
14.08	Pintura	74.78	M2	272.34	20,365.59
14.09	Pañete	74.78	M2	298.51	22,322.28
14.10	Cantos y mochetas	1.00	PA	3,000.00	3,000.00
14.11	Impermeabilizante	12.00	M2	540.00	6,480.00
14.12	Puerta Louver de Planta (1.60 m x 2.10m) con Fibra de vidrio	1.00	PA	40,000.00	40,000.00

XV CASETA DE BASURA					117,599.04
15.01	Excavación de Zapata de Muro	1.00	PA	4,000.00	4,000.00
15.02	Relleno Compactado	1.00	PA	2,000.00	2,000.00
15.03	Bote de Material	1.00	Viaje	2,300.00	2,300.00
15.04	Zapata de Muro	0.40	M3	7,263.47	2,905.39
15.05	Muro de bloques de 6"	10.80	M2	1,300.00	14,040.00
15.06	Techo hormigón 12 cm	0.80	M3	13,500.00	10,800.00
15.07	Piso hormigón Pulido	4.00	M2	1,500.00	6,000.00
15.08	Pintura	25.60	M2	272.34	6,971.90
15.09	Pañete	25.60	M2	298.51	7,641.75
15.10	Cantos y mochetas	1.00	PA	2,000.00	2,000.00
15.11	Impermeabilizante	4.00	M2	540.00	2,160.00
15.12	Puerta Tola lisa Deposito Basura Corrediza (3.22m x 1.70m)	1.00	PA	56,780.00	56,780.00
XVI EBANISTERIA					296,055.00
16.01	Counter lobby con cuerpo en MDFH laqueado	1.00	UD	77,490.00	77,490.00
16.02	Mueble de baño damas en MDFH laqueado	3.00	UD	37,800.00	113,400.00
16.03	Mueble de baño caballeros en MDFH laqueado	3.00	UD	35,055.00	105,165.00
XVII MANO DE OBRA					7,494,570.06
17.01	M.O. Albañilería	1.00	PA	1,560,000.00	1,560,000.00
17.02	M.O. Carpintería	1.00	PA	1,123,200.00	1,123,200.00
17.03	M.O. Maestro Constructor	1.00	PA	2,184,000.00	2,184,000.00
17.04	M.O. Terminadores	1.00	PA	755,370.06	755,370.06
17.05	M.O. Ingeniero de Campo	1.00	PA	1,872,000.00	1,872,000.00
XVIII MISCELANEOS					22,499,738.57
18.01	Mobiliario Lobby	1.00	PA	90,000.00	90,000.00
18.02	Mueble Cocina 5to nivel	1.00	PA	170,659.62	170,659.62
18.03	Kitchenette (2do,3er y 4to Nivel)	1.00	PA	413,960.76	413,960.76
18.04	Diseño letrero y pancarta edificio	1.00	PA	32,300.00	32,300.00
18.05	Terreno	1.00	PA	12,375,000.00	12,375,000.00
18.06	Ascensor	1.00	PA	1,730,862.16	1,730,862.16
18.07	Materiales ferreteros	1.00	PA	6,082,179.61	6,082,179.61
18.08	Alquiler baños portátiles	1.00	PA	161,793.92	161,793.92
18.09	Alquiler y uso de equipos	1.00	PA	1,002,726.50	1,002,726.50
18.10	Camiones de agua	1.00	PA	75,700.00	75,700.00
18.11	Cámaras de Seguridad	1.00	PA	87,400.00	87,400.00
18.12	Cajetines de durock en puertas de ascensor	5.00	UD	15,000.00	75,000.00
18.13	Jardinera	1.00	PA	150,000.00	150,000.00

18.14	Tratamiento preventivo contra termitas soterradas e insectos	1.00	PA	52,156.00	52,156.00
-------	--	------	----	-----------	-----------

TOTAL DE COSTOS DIRECTOS

55,028,139.78

COSTOS INDIRECTOS

11,005,627.96

A	Gastos Administrativos	15.00	%	8,254,220.97
B	Seguro y Fianza	2.00	%	1,100,562.80
C	Prestaciones Laborales	1.00	%	550,281.40
D	Transporte	2.00	%	1,100,562.80

TOTAL GENERAL

66,033,767.74

Observaciones: Esto es un aproximado de costos, el presupuesto puede variar con la realidad.

ANEXO 2

Presupuesto Ejecutado Edificio Oficinas "K" Valores en RD\$

ESTIMADO DE COSTOS EJECUTAD EDIFICIO OFICINAS "K"					
ITEM	DESCRIPCION	ESTIAMDO		EJECUTADO	
		VALOR	TOTAL	%	MONTO
I	IMPUESTOS Y PERMISOLOGIA		425,345.10		425,345.10
1.01	Impuesto en MOPC	93,000.00		100%	93,000.00
1.02	Impuesto en ADN	232,173.10		100%	232,173.10
1.03	Impuesto en CODIA	32,067.00		100%	32,067.00
1.04	Impuesto en Medio Ambiente	32,705.00		100%	32,705.00
1.05	Tramitación de permisos	35,400.00		100%	35,400.00
II	DISEÑO DE PLANOS INSTALACIONES		277,060.67		277,060.67
2.01	Diseño de planos eléctricos	37,170.00		100%	37,170.00
2.02	Diseño de planos sanitarios	41,890.00		100%	41,890.00
2.03	Presupuesto, flujo de caja y cronograma	17,110.00		100%	17,110.00
2.04	Estudio de suelo	72,924.00		100%	72,924.00
2.05	Estudio de resistividad eléctrica	41,300.00		100%	41,300.00
2.06	Diseño de planos estructurales	66,666.67		100%	66,666.67
III	MOVIMIENTO DE TIERRA		1,866,300.39		1,866,300.39
3.01	Excavaciones y bote de escombros	1,498,400.39		100%	1,498,400.39
3.02	Relleno	367,900.00		100%	367,900.00
IV	ESTRUCTURA METALICA		1,859,202.17		1,553,899.64
4.01	Portón (6.00m x 2.40m)	264,797.16		100%	264,797.16
4.02	Puerta Tola lisa Deposito Basura Corrediza (3.22m x 1.70m)	56,780.00		100%	56,780.00
4.03	Puerta Louver Bomba Doble abatible (1.90mx1.88m)	35,800.00		100%	35,800.00
4.04	Puerta Louver de Planta (1.60 m x 2.10m) con Fibra de vidrio	40,000.00		100%	40,000.00
4.05	Base y Puerta para ascensor (1.25 m x 2.55m)	49,500.00		100%	49,500.00
4.06	Estructura escalera de emergencia	404,076.75		60%	242,446.05
4.07	Estructura Louver escalera	250,000.00		80%	200,000.00
4.08	Materiales de estructura metálica	178,470.00		80%	142,776.00
4.09	Foam	438,178.26		90%	394,360.43
4.08	Mano de obra	141,600.00		90%	127,440.00
V	ESTRUCTURA DE VIGAS, COLUMNAS Y PISO		5,114,619.54		5,114,619.54

5.01	Suministro de varillas	4,035,452.98	100%	4,035,452.98
5.02	Mano de obra varillero confección de vigas y losas piso	1,079,166.56	100%	1,079,166.56
VI	HORMIGON	3,213,186.50		4,976,498.80
6.01	Estriado en nivel de parqueo	225,180.00	100%	225,180.00
6.02	Torta de hormigón	1,552,506.00	100%	1,552,506.00
6.03	Zapata de Muro	468,000.00	100%	468,000.00
6.04	Zapata de Columna	320,300.00	100%	320,300.00
6.05	Topping hormigón	494,152.50	100%	494,152.50
6.06	Pedestales	39,237.00	100%	39,237.00
6.07	Perforaciones	113,811.00	100%	113,811.00
VII	INSTALACIONES SANITARIAS	1,511,940.30		1,511,940.30
7.01	Suministro e instalación mueble de lavamanos (Damas, Caballeros y Minusválido)	251,372.00	100%	251,372.00
7.02	Suministro e instalación de lavamanos corona y mezcladoras sencillas	100,000.00	100%	100,000.00
7.03	Suministro e instalación de inodoro corona	150,000.00	100%	150,000.00
7.04	Espejo para baño	10,000.00	100%	10,000.00
7.05	Suministro e instalación fregadero acero inoxidable	38,000.00	100%	38,000.00
7.06	Canaleta	250,000.00	100%	250,000.00
7.07	Instalaciones de sistemas de aguas negras y potables y drenajes pluviales	712,568.30	100%	712,568.30
VIII	INSTALACIONES ELECTRICAS	4,760,546.06		2,442,773.03
8.01	Instalaciones eléctricas	3,277,946.06	50%	1,638,973.03
8.02	Suministro e Instalación de luminarias generales, lobby y 5to piso	300,000.00	50%	150,000.00
8.03	Motor de puerta eléctrica	75,000.00	100%	75,000.00
8.04	Planta eléctrica silenciosa de 100 kw	1,057,600.00	50%	528,800.00
8.05	Tanque de combustible	50,000.00	100%	50,000.00
IX	AIRE ACONDICIONADO	590,385.57		118,077.11
9.01	Diseño instalaciones aires acondicionados	182,528.95	20%	36,505.79
9.02	Materiales preinstalación estructura aires acondicionados	215,988.62	20%	43,197.72
9.03	Mano de obra instalación estructura aires acondicionados	191,868.00	20%	38,373.60
X	TERMINACION	357,665.00		233,665.00
10.01	Impermeabilizante	135,000.00	60%	81,000.00
10.02	Fino de techo	133,750.00	100%	133,750.00
10.03	Zabaleta	18,915.00	100%	18,915.00

10.04	Plafones en área de baño	70,000.00	100%	70,000.00
XI	PINTURA	662,500.00		198,750.00
11.01	Pintura	662,500.00	30%	198,750.00
XII	REVESTIMIENTO DE PISO	1,577,740.07		1,577,740.07
12.01	Instalación de revestimiento de escalera	34,976.50	100%	34,976.50
12.02	Instalación de revestimiento de Lobby	10,276.50	100%	10,276.50
12.03	Instalación de revestimiento de baños (Damas, Caballeros, Minusválido Y Unisex)	186,550.00	100%	186,550.00
12.04	Suministro e instalación de revestimiento en Fachada	536,335.40	100%	536,335.40
12.05	Instalación de revestimiento 5to nivel	57,505.50	100%	57,505.50
12.06	Suministro de revestimiento escaleras, lobby, baños y 5to nivel	752,096.17	100%	752,096.17
XII	VENTANAS Y PUERTAS	2,212,657.40		1,106,328.70
13.01	Suministro e instalación de puertas y ventanas de vidrio	2,212,657.40	50%	1,106,328.70
XIV	CASETA DE PLANTA	191,028.33		191,028.33
14.01	Excavación de Zapata de Muro	7,000.00	100%	7,000.00
14.02	Relleno Compactado	3,000.00	100%	3,000.00
14.03	Bote de Material	2,300.00	100%	2,300.00
14.04	Zapata de Muro	7,263.47	100%	7,263.47
14.05	Muro de bloques de 6"	44,707.00	100%	44,707.00
14.06	Techo hormigón 12 cm	18,090.00	100%	18,090.00
14.07	Piso hormigón Pulido	16,500.00	100%	16,500.00
14.08	Pintura	20,365.59	100%	20,365.59
14.09	Pañete	22,322.28	100%	22,322.28
14.10	Cantos y mochetas	3,000.00	100%	3,000.00
14.11	Impermeabilizante	6,480.00	100%	6,480.00
14.12	Puerta Louver de Planta (1.60 m x 2.10m) con Fibra de vidrio	40,000.00	100%	40,000.00
XV	CASETA DE BASURA	117,599.04		94,887.04
15.01	Excavación de Zapata de Muro	4,000.00	100%	4,000.00
15.02	Relleno Compactado	2,000.00	100%	2,000.00
15.03	Bote de Material	2,300.00	100%	2,300.00
15.04	Zapata de Muro	2,905.39	100%	2,905.39
15.05	Muro de bloques de 6"	14,040.00	100%	14,040.00
15.06	Techo hormigón 12 cm	10,800.00	100%	10,800.00
15.07	Piso hormigón Pulido	6,000.00	100%	6,000.00
15.08	Pintura	6,971.90	100%	6,971.90
15.09	Pañete	7,641.75	100%	7,641.75
15.10	Cantos y mochetas	2,000.00	100%	2,000.00

15.11	Impermeabilizante	2,160.00	100%	2,160.00
15.12	Puerta Tola lisa Deposito Basura Corrediza (3.22m x 1.70m)	56,780.00	60%	34,068.00

XVI	EBANISTERIA		296,055.00	177,633.00
------------	--------------------	--	-------------------	-------------------

16.01	Counter lobby con cuerpo en MDFH laqueado	77,490.00	60%	46,494.00
16.02	Mueble de baño damas en MDFH laqueado	113,400.00	60%	68,040.00
16.03	Mueble de baño caballeros en MDFH laqueado	105,165.00	60%	63,099.00

XVII	MANO DE OBRA		7,494,570.06	4,496,742.04
-------------	---------------------	--	---------------------	---------------------

17.01	M.O. Albañilería	1,560,000.00	60%	936,000.00
17.02	M.O. Carpintería	1,123,200.00	60%	673,920.00
17.03	M.O. Maestro Constructor	2,184,000.00	60%	1,310,400.00
17.04	M.O. Terminadores	755,370.06	60%	453,222.04
17.05	M.O. Ingeniero de Campo	1,872,000.00	60%	1,123,200.00

XVIII	MISCELANEOS		22,499,737.97	12,796,741.69
--------------	--------------------	--	----------------------	----------------------

18.01	Mobiliario Lobby	90,000.00	70%	63,000.00
18.02	Mueble Cocina 5to nivel	170,659.02	70%	119,461.31
18.03	Kitchenette (2do,3er y 4to Nivel)	413,960.76	50%	206,980.38
18.04	Diseño letrero y pancarta edificio	32,300.00	100%	32,300.00
18.05	Terreno	12,375,000.00	100%	12,375,000.00
18.06	Ascensor	1,730,862.16	70%	1,211,603.51
18.07	Materiales ferreteros	6,082,179.61	60%	3,623,164.00
18.08	Alquiler baños portátiles	161,793.92	68%	110,019.87
18.09	Alquiler y uso de equipos	1,002,726.50	67%	671,826.76
18.10	Camiones de agua	75,700.00	70%	52,990.00
18.11	Cámaras de Seguridad	87,400.00	50%	43,700.00
18.12	Cajetines de durock en puertas de ascensor	75,000.00	100%	75,000.00
18.13	Jardinera	150,000.00	50%	75,000.00
18.14	Tratamiento preventivo contra termitas subterráneas e insectos	52,156.00	100%	52,156.00

	TOTAL DE COSTOS DIRECTOS		55,028,139.18	41,271,104.38
--	---------------------------------	--	----------------------	----------------------

	COSTOS INDIRECTOS		11,005,627.84	8,254,220.88
--	--------------------------	--	----------------------	---------------------

A	Gastos Administrativos	8,254,220.97	75%	6,190,665.73
B	Seguro y Fianza	1,100,562.78	75%	825,422.09
C	Prestaciones Laborales	550,281.39	75%	412,711.04
D	Transporte	1,100,562.78	75%	825,422.09

	TOTAL GENERAL		66,033,767.01	49,526,773.47
--	----------------------	--	----------------------	----------------------

Observaciones: Esto es un aproximado de costos, el presupuesto puede variar con la realidad.

ANEXO 3

Estados Financieros entidad implementadora del proyecto inmobiliario

	ESTADO DE RESULTADO			
	VALORES EN RD\$			
	2019	2018	Variación	
			Absoluta	%
Ingresos	143,008,286.45	164,459,529.42	(21,451,242.97)	-13.04%
TOTAL INGRESOS	143,008,286.45	164,459,529.42	(21,451,242.97)	-13.04%
Costo de Venta	85,804,971.87	106,898,694.12	(21,093,722.25)	-19.73%
TOTAL COSTO DE VENTA	85,804,971.87	106,898,694.12	(21,093,722.25)	-19.73%
UTILIDAD BRUTA	57,203,314.58	57,560,835.30	(357,520.72)	-0.62%
Gastos de Personal	10,911,224.17	8,431,158.08	2,480,066.09	29.42%
Gastos Por Suministro y Servicio	3,159,139.47	3,433,473.17	(274,333.70)	-7.99%
Gastos de Representación	405,062.99	218,829.97	186,233.02	85.10%
Gastos de Depreciación y mantenimiento equipos	2,552,761.04	3,843,498.15	(1,290,737.11)	-33.58%
Gastos Financieros	338,328.34	193,971.54	144,356.80	74.42%
TOTAL GASTOS GENERALES Y ADMINISTRATIVOS	17,366,516.01	16,120,930.91	1,245,585.10	7.73%
UTILIDAD ANTES DE BONIFICACION E IMPUESTOS	39,836,798.57	41,439,904.39	(1,603,105.82)	-3.87%
Bonificación 10%	3,983,679.86	4,143,990.44	(160,310.58)	-3.87%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	35,853,118.71	37,295,913.95	(1,442,795.23)	-3.87%
ISR 27%	9,680,342.05	10,069,896.77	(389,554.71)	-3.87%
UTILIDAD NETA DEL PERIODO	26,172,776.66	27,226,017.18	(1,053,240.52)	-3.87%

BALANCE GENERAL
VALORES RD\$

ACTIVOS	2019	2018	Variación	
			Absoluta	%
ACTIVOS CORRIENTES				
Efectivo Caja y Bancos				
Caja Chica	100,000.00	100,000.00	-	0.00%
Banco BDI 0051 RD\$ (Corriente)	6,612,756.82	5,295,966.91	1,316,789.90	24.86%
Banco BDI 0032 US\$ (Ahorro)	564,640.33	602,370.00	(37,729.67)	-6.26%
Banco BHD 0019 US\$ (Ahorro)	253,200.00	248,000.00	5,200.00	2.10%
Prima Cta. Ahorro US\$	42,396,842.71	41,668,130.00	728,712.71	1.75%
Total Efectivo Caja y Bancos	49,927,439.86	47,914,466.91	2,012,972.94	4.20%
Cuentas por Cobrar Clientes				
CxC Factura con Valor Fiscal	1,548,599.61	1,138,222.74	410,376.87	36.05%
CxC Factura sin Valor Fiscal	326,954.00	125,879.00	201,075.00	159.74%
Total Cuentas por Cobrar Clientes	1,875,553.61	1,264,101.74	611,451.87	48.37%
Otras Cuentas por Cobrar				
CxC Empleados	154,686.68	98,000.00	56,686.68	57.84%
Otras CxC	330,785.26	328,429.26	2,356.00	0.72%
Total Otras Cuentas por Cobrar	485,471.94	426,429.26	59,042.68	13.85%
Total Cuentas por Cobrar	2,361,025.55	1,690,531.00	670,494.55	39.66%
Gastos Pagados por Adelantado				
Anticipo Impuestos/Benef	3,029,056.94	3,239,841.16	(210,784.22)	-6.51%
Total Gastos Pagados por Adelantado	3,029,056.94	3,239,841.16	(210,784.22)	-6.51%

TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	55,317,522.35	52,844,839.08	2,472,683.27	4.68%
INVERSIONES				
Inversiones				
Certificado US\$	500,000.00	465,000.00	35,000.00	7.53%
Prima certificado US\$	25,920,000.00	22,785,000.00	3,135,000.00	13.76%
Total Inversiones	26,420,000.00	23,250,000.00	3,170,000.00	13.63%
TOTAL INVERSIONES	26,420,000.00	23,250,000.00	3,170,000.00	13.63%
ACTIVOS FIJOS				
Terreno	29,032,520.00	750,000.00	28,282,520.00	3771.00%
Edificaciones (Cat. 1)				
Construcción en proceso	37,150,325.81	12,375,000.00	24,775,325.81	200.20%
Total Edificaciones (Cat. 1)	37,150,325.81	12,375,000.00	24,775,325.81	200.20%
Automóviles y Equipos (Cat. 2)				
Valor de Adquisición	26,474,837.44	10,957,044.92	15,517,792.52	141.62%
Depreciación Acumulada	(14,956,389.14)	(11,163,328.73)	(3,793,060.41)	33.98%
Total Automóviles y Equipos (Cat. 2)	11,518,448.30	(206,283.81)	11,724,732.11	-5683.79%
Otros Activos (Cat. 3)				
Valor de Adquisición	2,779,197.60	742,539.10	2,036,658.50	274.28%
Depreciación Acumulada	(521,773.47)	(181,786.03)	(339,987.44)	187.03%
Total Otros Activos (Cat. 3)	2,257,424.13	560,753.07	1,696,671.06	302.57%
TOTAL ACTIVOS FIJOS	42,808,392.43	13,479,469.26	29,328,923.17	217.58%
TOTAL ACTIVOS	124,545,914.78	89,574,308.34	34,971,606.44	39.04%

PASIVOS**Cuentas Por Pagar**

Proveedores	393,233.33	755,349.61	(362,116.28)	-47.94%
Línea de Crédito	8,500,000.00	-	8,500,000.00	0.00%
Porción corriente línea de crédito	765,000.00	-	765,000.00	0.00%
Otras CxP	92,547.99	14,723.22	77,824.77	528.59%
C.x P Relacionada	1,773,206.97	5,663,410.81	(3,890,203.84)	-68.69%
C.x P Accionistas RD\$	352,000.00	5,447,432.94	(5,095,432.94)	-93.54%
C.x P Accionistas US\$	293,338.38	128,010.00	165,328.38	129.15%
Prima C.x P Accionistas US\$	15,206,661.62	6,272,490.00	8,934,171.62	142.43%
Caja Chica por Reponer	5,691.71	56,346.18	(50,654.47)	-89.90%

Total Cuentas Por Pagar	27,381,680.00	18,337,762.76	9,043,917.24	49.32%
--------------------------------	----------------------	----------------------	---------------------	---------------

Acumulaciones Por Pagar

ITBIS	857,108.51	697,259.40	159,849.11	22.93%
Infotep	218,061.00	488,136.00	(270,075.00)	-55.33%
Nomina por Pagar	109,863.12	20,072.41	89,790.71	447.33%
Seguridad Social	697,964.57	444,504.56	253,460.01	57.02%
ISR Asalariados	122,265.45	146,764.55	(24,499.10)	-16.69%
ISR por pagar	7,267,077.22	7,737,074.09	(469,996.87)	-6.07%
Retención ISR	125,337.05	108,953.36	16,383.69	15.04%

Acumulaciones Por Pagar	9,397,676.92	9,642,764.37	(245,087.45)	-2.54%
--------------------------------	---------------------	---------------------	---------------------	---------------

TOTAL PASIVOS	36,779,356.92	27,980,527.13	8,798,829.78	31.45%
----------------------	----------------------	----------------------	---------------------	---------------

CAPITAL

Capital Suscrito y Pagado	100,000.00	100,000.00	-	0.00%
Aportes P/Fut. Capitalizaciones	42,038,245.61	4,477.87	42,033,767.74	938700.05%
Utilidades Retenidas	19,455,535.59	34,263,286.15	(14,807,750.56)	-43.22%
Resultado del periodo	26,172,776.66	27,226,017.18	(1,053,240.52)	-3.87%
TOTAL CAPITAL	87,766,557.86	61,593,781.20	26,172,776.66	42.49%

TOTAL PASIVO Y CAPITAL	124,545,914.78	89,574,308.34	34,971,606.45	39.04%
-------------------------------	-----------------------	----------------------	----------------------	---------------

ANEXO 5

Tasa de cambio Año 2020 según Dirección General de Impuestos Internos

Dirección General de Impuestos Internos
Gerencia de Estudios Económicos y Tributarios
Departamento de Análisis de Recaudación y Estadísticas
Sección de Estadísticas



Tasa de cambio diaria del Dólar por mes, 2020.

Días	Enero	Febrero	Marzo	Abril
1	52.9022	53.1375	53.4391	53.8481
2	52.9022	53.1375	53.4553	53.8794
3	52.9079	53.1394	53.4631	53.9317
4	52.9079	53.1603	53.4705	53.9317
5	52.9079	53.1661	53.5107	53.9317
6	52.9079	53.1725	53.5531	53.9526
7	52.9084	53.1739	53.5531	53.9718
8	52.9086	53.1739	53.5531	53.9923
9	52.9087	53.1739	53.5542	54.0135
10	52.9088	53.1994	53.5765	54.0135
11	52.9088	53.2082	53.5854	54.0135
12	52.9088	53.2157	53.6003	54.0135
13	52.9090	53.2303	53.6211	54.0135
14	52.9153	53.2348	53.6211	54.0324
15	52.9206	53.2348	53.6211	54.0509
16	53.1127	53.2348	53.6399	
17	53.1262	53.3189	53.6457	
18	53.1262	53.3294	53.6508	
19	53.1262	53.3395	53.6555	
20	53.1274	53.3597	53.6701	
21	53.1274	53.3606	53.6701	
22	53.1252	53.3606	53.6701	
23	53.1273	53.3606	53.7204	
24	53.1278	53.3846	53.7422	
25	53.1278	53.3852	53.7597	
26	53.1278	53.3888	53.7689	
27	53.1284	53.3888	53.7933	
28	53.1296	53.4391	53.7933	
29	53.1307	53.4391	53.7933	
30	53.1349		53.8076	
31	53.1375		53.8279	
Promedio	53.0218	53.2706	53.6383	

Fuente de Información: Banco Central de la República Dominicana

ANEXO 6

Comparación certificados de depósitos en US\$198,713

16/4/2020

Comparador de Certificados de depósito o Depósitos a plazo fijo - Rexi



Compara Certificados de depósito en **Dólares**, por un monto de **US\$198,713** a un plazo de **360** días.

Scotiabank	 X	 X	 X
Certificado de Depósito en Dolares	Certificado de Depósito en Dólares	Certificado de Depósito en Dolares	Certificado de Depósito en Dolares
Tasa de interés	Tasa de interés		
1.40% Por US\$198,713 a 360 días	0.43% Por US\$198,713 a 360 días	0.43% DE REFERENCIA: Variará conforme al plazo y monto invertido.	1.00% DE REFERENCIA: Variará conforme al plazo y monto invertido.
Ganancia	Ganancia		
US\$2,800 US\$201,513 a vencimiento	US\$856 US\$199,569 a vencimiento	US\$856 US\$199,569 a vencimiento	US\$1,996 US\$200,709 a vencimiento
Monto mínimo	Monto mínimo		
US\$10,000	US\$2,000	US\$2,500	US\$10,000
Riesgo	Riesgo		
★★★★★ Calificación AAA por Fitch Ratings	★★★★★ Calificación AA+ por Fitch Ratings	★★★★★ Calificación AA+ por Fitch Ratings	★★★★★ Calificación AA+ por Fitch Ratings

Comparación certificados de depósitos por US\$94,625. 00

16/4/2020

Comparador de Certificados de depósito o Depósitos a plazo fijo - Rexi



Compara Certificados de depósito en Dólares, por un monto de US\$94,625 a un plazo de 360 días.

Scotiabank	 X	 X	 X
Certificado de Depósito en Dólares	Certificado de Depósito en Dólares	Certificado de Depósito en Dólares	Certificado de Depósito en Dólares
Tasa de interés	Tasa de interés		
1.40% Por US\$94,625 a 360 días	0.43% Por US\$94,625 a 360 días	0.43% DE REFERENCIA: Variará conforme al plazo y monto invertido.	1.00% DE REFERENCIA: Variará conforme al plazo y monto invertido.
Ganancia	Ganancia		
US\$1,333 US\$95,958 a vencimiento	US\$408 US\$95,033 a vencimiento	US\$408 US\$95,033 a vencimiento	US\$951 US\$95,576 a vencimiento
Monto mínimo	Monto mínimo		
US\$10,000	US\$2,000	US\$2,500	US\$10,000
Riesgo	Riesgo		
★★★★★ Calificación AAA por Fitch Ratings	★★★★★ Calificación AA+ por Fitch Ratings	★★★★★ Calificación AA+ por Fitch Ratings	★★★★★ Calificación AA+ por Fitch Ratings

Comparación emisiones bonos del Estado con vencimiento en el año 2020 en RD\$.

16/4/2020

Comparador de Emisiones de Bonos de deuda - Rexi



Compara Emisiones de bonos ▾ de Bonos del estado ▾ en Pesos ▾

El bono es un instrumento de deuda emitido por una empresa o el estado en un mercado de valores. Representa una deuda del emisor con quien adquiere el título. Se adquieren a través de un Puesto de bolsa. [Aprender más](#)

 MINISTERIO DE HACIENDA	 BANCO CENTRAL	 BANCO CENTRAL
SIVEMGC-034 MH1-2020 Emisión de Bonos	SIVEMBC-207 Notas del Banco Central	SIVEMBC-155 Certificados Especiales
Tasa de cupón	Tasa de cupón	
16.00% Pago semestral	10.00% Pago semestral	13.00% Pago semestral
Valor de unidad	Valor de unidad	
RD\$100,000	RD\$10,000	RD\$10,000
Vencimiento	Vencimiento	
Julio 10, 2020	Julio 17, 2020	Agosto 7, 2020
Nivel de riesgo	Nivel de riesgo	
★ ★ ★ ★ ★	★ ★ ★ ★ ★	★ ★ ★ ★ ★

Certificados de depósito a 90 días por RD\$20,100,000.00

Compara Certificados de depósito en Pesos, por un monto de RD\$20,100,000 a un plazo de 90 días.

Scotiabank	 X	 X	 X
Certificado de Depósito en Pesos	Certificado de Depósito en Pesos	Certificado de Depósito en Pesos	Certificado de Depósito en Pesos
Tasa de interés	Tasa de interés		
No disponible	2.50% Por RD\$20,100,000 a 90 días	3.10% DE REFERENCIA: Variará conforme al plazo y monto invertido.	No disponible
Ganancia	Ganancia		
No disponible	RD\$125,887 RD\$20,225,887 a vencimiento	RD\$156,178 RD\$20,256,178 a vencimiento	No disponible
Monto mínimo	Monto mínimo		
RD\$100,000	RD\$10,000	RD\$10,000	RD\$2,500
Riesgo	Riesgo		
 Calificación AAA por Fitch Ratings	 Calificación AA+ por Fitch Ratings	 Calificación AA+ por Fitch Ratings	 Calificación AA- por Fitch Ratings

ANEXO 7

Prospectos Fideicomiso Inmobiliario de Oferta Pública



Superintendencia del
Mercado de Valores (SIMV)
Resolución No. 005-17

2018-03-28 08:11
01-2018-000899



I "PROSPECTO DE EMISION DE LA UNICA EMISION DEL FIDEICOMISO DE OFERTA PÚBLICA DE VALORES DE PARTICIPACIÓN INMOBILIARIA, DENOMINADO "FIDEICOMISO DE OFERTA PÚBLICA DE VALORES FIDUCIARIOS G-PATIO 01 - FU"

La sociedad Fiduciaria Universal, S.A., (La "Fiduciaria" o el "Emisor que emite los valores respaldado y con cargo al patrimonio fideicomitado del "FIDEICOMISO DE OFERTA PÚBLICA DE VALORES FIDUCIARIOS G-PATIO 01 - FU") es una sociedad comercial que tiene por objeto único y exclusivo la administración de fideicomisos, se encuentra registrada en el Registro Mercantil de la Cámara de Comercio y Producción de Santo Domingo, Inc., con el No. 926345D, inscrita en el Registro Nacional del Contribuyente (RNC) con el número 1-30-95165-9, en el Registro del Mercado de Valores (el "RMV") a cargo de la Superintendencia del Mercado de Valores (la "SIMV") con el número SIVSF-004, su domicilio social se encuentra ubicado en la Avenida Winston Churchill, esquina Andrés Julio Aybar, 9no Piso de la Torre Acrópolis Center Santo Domingo, República Dominicana. Teléfono: 809-544-7899.

El presente Programa de la Única Emisión y la Fiduciaria recibieron calificaciones A+ fo (N) y A+ sf, respectivamente, por la agencia calificadora de riesgos Feller Rate Sociedad Calificadora de Riesgo. La Única emisión posee las siguientes características generales:

Denominación	"FIDEICOMISO DE OFERTA PÚBLICA DE VALORES FIDUCIARIOS G-PATIO 01 - FU"
Tipo de Valores a Emitir	VALORES DE PARTICIPACION FIDUCIARIAS DE FIDEICOMISO G-PATIO 01 - FU que le otorgan a los Tenedores derecho a la parte alícuota de pérdidas o utilidades que genere el FIDEICOMISO DE OFERTA PÚBLICA DE VALORES FIDUCIARIOS G-PATIO 01 - FU.
Representación de los Valores	Desmaterializada. Mediante Anotación en Cuenta
Monto Total del Programa de Emisiones	Hasta Doce Millones Cuatrocientos treinta y ocho Mil Dólares de los Estados Unidos de América con 00/100 (US\$ 12,438,000.00)
Cantidad de los Valores	Doce mil cuatrocientos treinta y ocho (12,438)
Número de Emisiones	Única Emisión
Nombre del Agente Colocador	CCI Puesto de Bolsa, S.A.
Nombre del Agente de Custodia de las Inversiones y Pago de los valores	CEVALDOM Depósito Centralizado de Valores, S.A.
Nombre del Administrador y custodia de los activos	Patio Capital Partners, S.R.L.
Nombre de Auditores Externos	BDO Auditoría, S.R.L.
Monto mínimo de inversión	El monto mínimo de inversión será de un (1) valor de Fideicomiso, correspondiente a la valoración de los Valores de Fideicomiso del día anterior de la transacción (t).
Nombre del Representante de Tenedores	SALAS PIANTINI & ASOCIADOS, S.R.L.
Valor nominal de los Valores	Mil dólares de los Estados Unidos de América con 00/100 (US\$1,000.00).
Plazo de Vencimiento de los Valores	Quince (15) años a partir de la fecha de emisión del programa de emisiones.

El presente Programa de Emisiones de VALORES DE PARTICIPACIÓN FIDUCIARIAS DE FIDEICOMISO G-PATIO 01 - FU fue aprobada por el Consejo Nacional de Valores, mediante la Resolución R-CNV-2017-29-FOP de fecha 12 de Septiembre de 2017 inscrita en el Registro del Mercado de Valores bajo el registro No. SIVFOP-005 y la aprobación otorgada por el Consejo Nacional de Valores mediante la Quinta Resolución del Consejo Nacional de Valores de fecha once (11) de Diciembre de Dos mil Dieciocho (2018) (R-CNMV-2018-14-FOP), inscrita en el Registro de Mercado de Valores bajo el No. SIVFOP-005, así como por la Dirección General de Impuestos Internos, mediante a Resolución de fecha [27] de [Marzo] de 2018, número [1-31-72983-5].

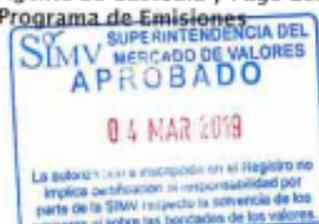
"La inscripción del Programa de Emisión de VALORES DE PARTICIPACION FIDUCIARIAS DE FIDEICOMISO G-PATIO 01 - FU en el Registro del Mercado de Valores y la autorización para realizar la Oferta Pública por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores no implica certificación sobre la calidad de los valores, el Fiduciario la solvencia de los Fideicomitentes o del Fideicomiso".

El Fiduciario no responderá con sus bienes por las obligaciones contraídas en la ejecución del FIDEICOMISO DE OFERTA PÚBLICA DE VALORES FIDUCIARIOS G-PATIO 01 - FU; estas obligaciones serán satisfechas exclusivamente con cargo al Patrimonio Fideicomitado y hasta donde éste alcance, salvo lo establecido en el Artículo 64 de la Norma de Fideicomisos de Oferta Pública y de conformidad con lo dispuesto en el Párrafo III Literal b) del Artículo 31 de la Ley 189-11.

La información contenida en este prospecto de emisión, en lo sucesivo el Prospecto, es de responsabilidad exclusiva del Fiduciario, de los Fideicomitentes y del o los responsables que han participado en su elaboración.

II RESUMEN DE LA OFERTA

El presente resumen hace referencia a la información detallada que aparece en otras secciones del Prospecto. Los términos que aparecen en este resumen se utilizan como referencia en otras secciones del Prospecto. Se hace constar que toda decisión de invertir en los VALORES DE PARTICIPACION FIDUCIARIAS DE FIDEICOMISO G-PATIO 01 - FU debe estar basada en la consideración por parte del inversor de este Prospecto de Emisión en su conjunto.

Agente Colocador	CCI Puesto de Bolsa, S.A., registrado en la Superintendencia del Mercado de Valores bajo el número SIVPB-019 en la Bolsa de Valores de la República Dominicana bajo el número PB-1020.
Agente de Custodia y Pago del Programa de Emisiones	 <p>En virtud del Contrato suscrito en fecha nueve [9] de Julio de 2018 entre CEVALDOM y la Fiduciaria, CEVALDOM Depósito Centralizado de Valores, S.A. queda designado como agente de custodia, pago y administrador del Programa de Emisiones, para que realice los servicios de custodia, compensación y liquidación de los valores, así como del pago de las utilidades y los pagos de los VALORES DE PARTICIPACION FIDUCIARIAS DE FIDEICOMISO G-PATIO 01 - FU al momento de la liquidación del Programa de Emisiones. "El agente de pago no responde por los atrasos o incumplimientos que pueda tener el Emisor"</p>
Denominación del Fideicomiso	"FIDEICOMISO DE OFERTA PÚBLICA DE VALORES FIDUCIARIOS G-PATIO 01 - FU".
Derechos que los Valores de Fideicomiso otorgan a los Tenedores.	Los Valores de Fideicomiso o VALORES DE PARTICIPACION FIDUCIARIAS DE FIDEICOMISO G-PATIO 01 - FU otorgan a los tenedores derecho a una parte alícuota de las utilidades o pérdidas que genere el Patrimonio Fideicomitado.
Fideicomitentes	Porto Madin, S.R.L, Grupo Sevren, S.R,L Grupo Quindy, S.R.L y Grupo Parson, S.R.L.
Fideicomisarios	Los Tenedores de VALORES DE PARTICIPACION FIDUCIARIAS DE FIDEICOMISO G-PATIO 01 - FU.
Fiduciario	Fiduciaria Universal, S.A.
Descripción general del programa de emisiones.	El Programa de Emisiones se colocará mediante única emisión durante sus tres (3) años de vigencia y se irán colocando a través de ampliaciones hasta agotar el monto aprobado.
Modalidad de la Colocación.	La colocación de 12,438 (Doce mil cuatrocientos treinta y ocho valores) será mediante el formato de Colocación con base en Mejores esfuerzos al precio de colocación primaria correspondiente.
Razones para emitir los VALORES DE PARTICIPACION FIDUCIARIAS DE FIDEICOMISO G-PATIO 01 - FU	Constituir una fuente de recursos que permita el pago de los Créditos que se relacionan en el ANEXO XIV de este Prospecto. Así mismo, mayor productividad de los activos a través de la eficiencia en las actividades de mantenimiento y operación de los Activos Inmobiliarios que componen el Patrimonio del Fideicomiso.
Características de los Activos Inmobiliarios del Fideicomiso.	<p>Los Activos Inmobiliarios del Fideicomiso tendrán las siguientes características: Estar localizados dentro del territorio de la República Dominicana. Deberán ser inmuebles destinados a la operación comercial, al arrendamiento, el uso y disfrute oneroso y/o la percepción de frutos por usufructo o cualquier acto jurídico análogo a los anteriores, mediante el cual el Fideicomiso perciba ingresos por esos conceptos.</p> <p>Los Fideicomitentes aportan al "FIDEICOMISO DE OFERTA PÚBLICA DE VALORES FIDUCIARIOS G-PATIO 01 - FU" los siguientes inmuebles para conformar los Activos Inmobiliarios</p> <p>PORTO MADIN, S.R.L.</p>

- documentos, gastos y costos de impresión y traducción de los documentos de la emisión, si los hubiere;
- g) Gastos relacionados con los esfuerzos de venta de la oferta de Valores de Fideicomiso. En caso de que alguno de los Fideicomitentes adelante algún Gasto de Emisión o Gasto del Fideicomiso, los mismos le serán reembolsados por el Fiduciario en cuanto el FIDEICOMISO DE OFERTA PÚBLICA DE VALORES FIDUCIARIOS C-PATIO 01 - FU tenga los recursos suficientes dentro de su patrimonio.

En la siguiente tabla están los porcentajes máximos anuales correspondientes a esta emisión con relación al monto a emitir en USD.

		%
		Maximo
Gastos Iniciales		
Tarifa SIMV por depósito de documentos y derecho a inscripción	5,505.31	0.044%
Registro Preliminar de la Emisión - BRVD	233.406	0.002%
Comisión constitución Fideicomiso	1,070.52	0.009%
Calificación de Riesgos	6,500.00	0.052%
Gastos Legales	6,000.00	0.048%
Inscripción Programa de Emisiones en BVRD	5,603.91	0.045%
Registro de la Emisión - CEVALDOM	533.51	0.004%
Gastos de Mercadeo y publicidad	1,000.00	0.008%
Comisión Agente Colocador (CC) 1.75 % por la colocación a mejores esfuerzos	217,665.00	1.750%
Total Gastos Iniciales	244,091.66	1.962%



		%
		Maximo
Gastos Recurrentes		
Encargados de elaborar los informes de valoración de los flujos*	12,535.05	0.101%
Tasación Inmuebles	2,375.99	0.019%
Gastos Legales	7,916.87	0.064%
Administrador (Patio Capital Partners) **	116,062.98	0.933%
Comisión Administración (Fiduciaria Universal) **	88,765.55	0.80%
Representante de Tenedores **	5,277.92	0.042%
Asamblea de Tenedores *** (de la Cantidad de Tenedores)	19,001.75	0.153%
Calificadora de Riesgo **	7,916.87	0.064%
Audidores Externos del Fideicomiso **	10,276.10	0.083%
Seguro de Inmueble todo riesgo y lucro sesante *** (Dependiente de la cantidad de siniestros)	41,090.97	0.330%
BRVD -Mantenimiento Emisión ****	3,997.73	0.032%
Cevaldom - Mantenimiento ****	1,257.70	0.010%
Custodia de los Valores CEVALDOM****	8,388.34	0.067%
Supervisión custodia CEVALDOM	124.38	0.001%
Cevaldom - Agente de Pago ****	682.87	0.005%
Gastos de Liquidación CEVALDOM ****	5,772.00	0.046%
Gastos de Supervisión SIMV****	3,731.40	0.030%
Total de Gastos Recurrentes	335,174.48	2.78%

* Indexados a la inflación

** Precio Pactado en el contrato

*** Variable dependiendo cuanto se necesite

**** Estas Entidades poseen su tarifario, el mismo esta sujeto a la modificación de las Tarifas

Nota: Los Porcentajes están calculados con respecto al total emitido.

Para determinar los porcentajes máximos de los gastos se ha tomado en cuenta el presupuesto anexo en el acápite 17.3 del presente prospecto y los tarifarios vigentes de la Bolsa de Valores, Deposito Centralizado de Valores y Superintendencia del Mercado de Valores.

Fiduciaria Universal no podrá cobrar al fideicomiso los gastos que no se encuentren expresamente previstos en el contrato de emisión del programa de valores de fideicomiso, el prospecto del programa de emisiones de valores de fideicomiso o en sus contratos por servicios.

17.6.3 Gastos iniciales

A continuación se listan los gastos iniciales principales, para mejor detalle ver que están detallado con sus respectivos porcentajes en el acápite 17.6.2 del presente prospecto. A saber:

1. Tarifa SIMV por derecho a inscripción.
2. Tarifa SIMV por depósito de documentos.
3. Comisión constitución Fideicomiso.
4. Calificación de Riesgos.
5. Gastos Legales.
6. Inscripción Programa de Emisiones en BVRD.
7. Inscripción Programa de Emisiones - CEVALDOM.
8. Gastos de Mercadeo y publicidad.
9. Comisión Agente Colocador (CCI) 1.75 % por la colocación con base en mejores esfuerzos.



Los gastos listados del 1 al 9 serán asumidos inicialmente por los fideicomitentes, deberán ser facturados al fideicomiso en un plazo no mayor a trescientos sesenta y cinco (365) días calendario contados a partir de la fecha de inicio del periodo de colocación del fideicomiso. El Fideicomiso a su vez deberá devengar en su totalidad el gasto facturado por la sociedad fiduciaria a más tardar al cierre del ejercicio fiscal en el cual recibió la factura. El gasto 9 será asumido por los fideicomitentes y no será reembolsado por el Fideicomiso.

17.6.4 Tarifas periódicas Depósito Centralizado de Valores (CEVALDOM)

Durante la vigencia del Programa de Emisiones podrán existir comisiones de custodia y administración, entre otras, a cargo del inversionista. El pago de tarifas y demás cargos correspondientes a las cuentas de depósito de los inversionistas correrán por cuenta de los Agentes de Depósito (en el caso de los potenciales inversionistas, éste es su correspondiente Intermediario de Valores).

Sin embargo según lo dispuesto en el Artículo 357 del Reglamento de Mercado de Valores, los Agentes de Depósito podrán transferir los referidos cargos a los inversionistas. En este caso, el Agente de Depósito hará constar este hecho en el contrato que suscriba con el inversionista.

Las tarifas y comisiones que resulten aplicables podrán ser consultadas en las páginas de internet de los intermediarios de valores y, en caso de que el Agente de Depósito fuere transferir las comisiones cobradas por el depósito centralizado de valores al inversionista, las tarifas cobradas por dicha entidad podrán ser consultadas a través de su página web o directamente con su intermediario de valores.

Al momento de la elaboración del presente Prospecto, las tarifas de CEVALDOM son las siguientes:

- a) Comisión por supervisión custodia mensual: DOP 0.001 00% por cada Millón pesos dominicanos en custodia o su equivalente en DOP.
- b) Comisión por custodia mensual: DOP 0.063 por cada Mil pesos dominicanos en custodia o su equivalente en DOP.
- c) Liquidación de Operaciones bajo la modalidad de libre de pago: Tres Mil Pesos Dominicanos con 00/100 (DOP 3,000.00).
- d) Transferencia de los Valores del mismo titular: DOP 150.00 cada vez que ocurra.
- e) Emisión de Certificado de Tenencia: Trescientos Cincuenta Pesos Dominicanos con 00/100 (DOP 350.00) cada vez que ocurra.
- f) Emisión de Estado de Cuenta Adicional, Comunicaciones y Confirmación de Valores: Doscientos Cincuenta Pesos Dominicanos con 00/100 (DOP 250.00) cada vez que ocurra.

VALIDO PARA LA COLOCACIÓN DE MIL TRESCIENTOS (1,300) VALORES DE FIDEICOMISO

Fideicomiso De Oferta Pública De Valores Inmobiliario FPM No. 02 - FP



FIDUCIARIA POPULAR

RNC: 1-30-95410-2

Superintendencia de Valores
Departamento de Registro
Comunicaciones de Entradas
28/07/2017 2:16 PM m.manzano

59003

Fiduciaria Popular, S.A. ("la Fiduciaria" o el "Emisor con cargo al patrimonio del Fideicomiso de Oferta Pública Inmobiliario FPM No. 02 - FP") es una empresa con el objeto exclusivo de fungir como entidad administradora de Fideicomisos. Posee domicilio social en la Ave. Abraham Lincoln esquina Calle Andrés Julio Aybar No. 702, piso 3, Santo Domingo, D.N., Rep. Dom. Posee Registro Mercantil No. 92914SD y se encuentra inscrita en el Registro del Mercado de Valores y Productos de la Superintendencia de Valores bajo el No. de Registro: SIVSF-001 como Sociedad Fiduciaria de Fideicomisos de Oferta Pública. El presente Programa de Emisiones y la Fiduciaria recibieron calificación Afo (N) y AAsf respectivamente por la agencia calificadoradora de riesgos Feller Rate, S.R.L.

FIDEICOMISO DE OFERTA PÚBLICA DE VALORES	
Denominación	Fideicomiso de Oferta Pública de Valores Inmobiliario FPM No. 02 - FP ("el Fideicomiso")
Tipo Valores a Emitir	Valores de Fideicomiso
Monto y Moneda del Programa	Dieciséis Millones Trescientos Mil dólares de los Estados Unidos de América (USD 16,300,000.00)
Valor Nominal	Mil dólares de los Estados Unidos de América (USD 1,000) por cada valor
Cantidad de Valores del Programa	Dieciséis mil trescientos (16,300)
Vencimiento de los Valores	Diez (10) años a partir de la fecha de emisión del Programa de Emisiones
Cantidad de Emisiones	Emisión Única
Representación	La representación de los valores será desmaterializada, mediante Anotación en Cuenta

El presente Prospecto contiene información relevante sobre el patrimonio del Fideicomiso de Oferta Pública de Valores Inmobiliario FPM No. 02 - FP y debe ser leído en conjunto con el Acto Constitutivo del Fideicomiso de Oferta Pública por los interesados en materializar una inversión para que formen su propio juicio sobre la misma.

		<p>Agente Estructurador y Colocador</p>  <p>INVERSIONES POPULAR Inversiones Popular, S.A. - Puesto de Bolsa</p>	 <p>FIDUCIARIA POPULAR</p>
<p>Representante de Tenedores de los Valores</p>  <p>BDO Auditoria, S.R.L.</p>	<p>Agente de Administración, Pago y Custodia de los Valores</p>  <p>CEVALDOM Deposito Centralizado de Valores</p>		
<p>Audidores Externos del Fideicomiso</p>  <p>PriceWaterhouseCoopers</p>	<p>Administrador de los Activos del Fideicomiso</p>  <p>Cole, S.R.L.</p>	<p>Calificadora de Riesgo</p>  <p>Feller Rate Calificadora de Riesgo Feller Rate, S.R.L.</p>	

El presente Fideicomiso de Oferta Pública de Valores fue aprobado por el Consejo Nacional de Valores de la República Dominicana mediante la Cuarta Resolución de fecha 03 de Marzo del 2016 e inscrito en el Registro del Mercado de Valores y Productos (en lo adelante "el Registro") bajo el No. de Registro SIVFOP-002. La Dirección General de Impuestos Internos expidió el Acta de Inscripción en el Registro Nacional del Contribuyente en fecha 06 del mes de Junio del 2016 mediante la cual se le otorgó al Fideicomiso el Registro Nacional de Contribuyente (RNC) No. 1-31-43377-4.

CAPITULO II.- RESUMEN DEL PROSPECTO DE EMISIÓN

El presente resumen hace referencia en su totalidad a información que aparece más elaborada en otras secciones de este Prospecto de Emisión. Los términos que aparecen entre comillas en este resumen se utilizan como referencia en otras secciones del Prospecto.

Toda decisión de invertir en los valores objeto del presente Programa de Emisiones debe ser basada en la consideración individual por parte del inversionista del presente Prospecto de Emisión en su conjunto.

- *El Prospecto aprobado en fecha 02/12/2016 complementa el presente Prospecto Simplificado. Fiduciaria Popular se ha mantenido en estricto cumplimiento en cuanto a la remisión de información periódica requerida por la normativa vigente. El informe de representante de tenedores se encuentra disponible tanto en la página web de la SIV como de la Fiduciaria.*
- *En fecha 16/05/2017 Fiduciaria Popular comunicó al mercado y a la SIV como un hecho relevante el alquiler de un local, 10 parques y dos techos para la colocación de paneles solares a la empresa Cole, S.R.L.*

Sociedad Fiduciaria y Emisor	Fiduciaria Popular, S.A.
Denominación del Fideicomiso	Fideicomiso de Oferta Pública de Valores Inmobiliario FPM No. 02 - FP
Fideicomitente	Cole, S.R.L
Fideicomisario o Beneficiario	La persona física o jurídica que adquiera los valores del fideicomiso, pudiendo estar dentro de éstos el fideicomitente.
Descripción General del Programa de Emisiones	<p>El programa de emisiones se colocará en el mercado primario mediante Una (1) Única Emisión durante sus tres (3) años de vigencia contados a partir de la fecha de inscripción del programa en el Registro del Mercado de Valores y Productos. A partir del 30 de noviembre del 2016, los valores de Fideicomiso tendrán un plazo de vencimiento de diez (10) años. Los valores que integran el Programa de Emisiones serán de carácter desmaterializado mediante anotación en cuenta. Debido a su naturaleza, los valores de fideicomiso originan una participación de propiedad del patrimonio del fideicomiso. En ese orden, los valores otorgan a los inversionistas que los adquieren un derecho o parte alícuota sobre el patrimonio del Fideicomiso. Los Valores de Fideicomiso objeto del presente Prospecto van a generar un rendimiento variable producto del resultado de las ganancias o pérdidas que genere el Fideicomiso y serán susceptibles de ser negociados en el mercado secundario bursátil.</p>
Monto Total a Emitir por la Fiduciaria con Cargo al Patrimonio del Fideicomiso	Dieciséis Millones Trescientos Mil Dólares de los Estados Unidos de América (USD 16,300,000.00)
Plazo del Vencimiento del Fideicomiso	Diez (10) años a partir del 30 de noviembre del 2016.



Periodicidad del Pago del Rendimiento Generado por el Fideicomiso

La periodicidad del pago del rendimiento será de manera trimestral según se determine en los Avisos de Colocación Primaria y Prospectos Simplificados correspondientes a cada monto a colocar.

Razones del Fideicomiso

Para fines de obtener fondos destinados principalmente para saldos de deudas bancarias y capital de inversión del Fideicomitente según descrito en el acápite 6.5 del presente prospecto.

Características de los Activos del Fideicomiso

1) El edificio Federico Pagés More;

Nivel	Área Neta (mts2) Uso de Oficina	Área Bruta (mts2)
1	680.91	758.33
2	687.11	732.57
3	758.39	803.85
4	758.36	803.85
5	773.36	793.41
6	773.36	793.41
Total mts2	4,431.52	4,685.42

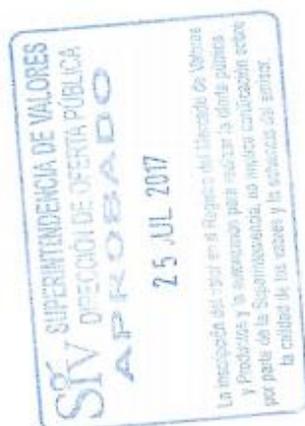
2) El edificio para parqueos; tiene un total de 340 parqueos con un área total de construcción de 4,283.96 mts2.

3) El edificio Secundario; tiene un total de dos niveles en un área total de 388.83 mts2.

Nivel	Area Neta (mts2) Uso de Oficina	Area Bruta (mts2)
1	125.33	194.42
2	125.33	194.42
Total mts2	250.67	388.83

Acorde a la tasación elaborada en Marzo de 2017, por la firma de tasadores Sistemas & Ingeniería, S.R.L.,

También forman parte de los activos que conforman el patrimonio: (i) todos y cada uno de los activos, propiedades, pagos o derechos que reciba el Fideicomiso, que resulten de todos y cada uno de los Activos Inmobiliarios; (ii) todas y cada una de las cantidades depositadas de tiempo en tiempo en las Cuentas del Fideicomiso; (iii) todos los derechos y pagos derivados de o relacionados con todas y cada una de las operaciones con derivados que puedan formar parte del Patrimonio del Fideicomiso en cualquier momento de conformidad con los términos del Acto Constitutivo; (iv) todos y cada uno de los rendimientos obtenidos con los recursos líquidos existentes en cualquier momento en las Cuentas del Fideicomiso, por concepto de inversión de los mismos; (v) todos y cada uno de los demás activos y/o adquiridos por, la Fiduciaria para los Fines del Fideicomiso de conformidad con el Acto Constitutivo; y (vi) todas y cualesquiera cantidades en efectivo y todos los accesorios, frutos, productos y/o rendimientos derivados de o relacionados con los bienes inmuebles.



CEVALDOM – Depósito Centralizado de Valores, S.A. y la Bolsa de Valores de la República Dominicana se reservan el derecho de modificar sus tarifas de servicios. Sin embargo, de ocurrir modificaciones en su tarifario de servicios, dichas modificaciones deberán ser remitidas a la SIV para su aprobación.

Las comisiones y los gastos iniciales propios de la estructuración tanto del Fideicomiso como del Programa de Emisiones de Oferta Pública objetos del presente Prospecto fueron asumidos por el Fideicomitente. Estos gastos iniciales no serán devueltos al fideicomitente. Los mismos se detallan a continuación:

Monto del Programa de Emisión en USD:	USD	16,300,000	
Monto por Emisión:	USD		
Plazo:		10 años	
Tasa Cambio: (DOP x 1.00 USD)		46.5400	
Gastos Iniciales (montos expresados en USD)	Fijos	Variables	Total Inicial
Tarifa SIV por Derecho de Depósito de Documentos	20,000		429.74
Tarifa SIV por Derecho de Inscripción en el Registro		0.008%	1,304.00
Inscripción Programa de Emisiones - BVRD		0.045%	7,335.00
Inscripción Programa de Emisiones - CEVALDOM	25,000		537.17
Comisión por Estructuración Oferta Pública		1.200%	195,600.00
Comisión por Constitución Fideicomiso		0.200%	32,600.00
Comisión por Colocación Programa de Emisiones		0.650%	105,950.00
Calificación de Riesgo			6,000.00
Gastos Legales			45,000.00
Gastos de Mercadeo e Impresión de Prospectos			5,000.00
Total Gastos Iniciales			399,755.91

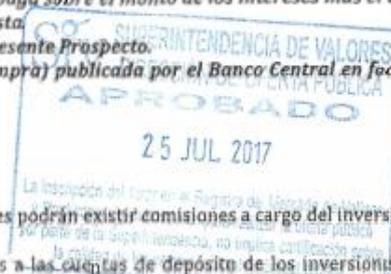
Notas:

- Los porcentajes de los gastos variables, son calculados en base al monto total de la emisión en el equivalente de pesos dominicanos, para facilitar el entendimiento del lector
- En Rep. Dominicana existe un impuesto de transferencia que se paga sobre el monto de los intereses más el capital al momento de redención. Este cargo se le refleja a cada inversionista.
- Toda información presentada es a la fecha de elaboración del presente Prospecto.
- Los saldos en pesos fueron convertidos a la tasa de cambio (compra) publicada por el Banco Central en fecha 28 de marzo del 2016

5.12 Comisiones y Gastos a cargo del Inversionista

Durante la vigencia de los valores objeto del presente Programa de Emisiones podrán existir comisiones a cargo del inversionista.

El pago de tarifas relativas a la custodia y demás cargos correspondientes a las cuentas de depósito de los inversionistas en el depósito centralizado de valores correrán por cuenta de los Agentes de Depósito, éste es su correspondiente Intermediario de Valores.



ANEXO 8

Tasa de inflación a febrero 2020

VARIABLES MACROECONÓMICAS			
			
INFLACIÓN	MONETARIAS	SECTOR REAL	SECTOR EXTERNO
Meta de inflación	Tasa de política monetaria	IMAE original (variación % interanual)	Tipo de cambio 17 de Abril 2020
4.0% ± 1.0%	Marzo 2020 3.50%	Enero 2020 Ene-Dic 2019 4.7% 5.1%	Compra Venta 54.0891 54.1734
Inflación (variación %) Febrero 2020	Tasas de interés (promedio ponderado) Marzo 2020	Producto Interno Bruto (variación % interanual)	Reservas internacionales (en US\$ MM) Marzo 2020
Interanual 3.66%	Interbancaria 6.07%	Ene-Sep 2019 4.8%	Brutas \$9,324.6
Acumulada 0.20%	Activa B.M. 13.28%	Ene-Dic 2018 7%	Netas \$9,324.6
Mensual -0.13%	Pasiva B.M. 6.00%		
Inflación subyacente Febrero 2020	Préstamos privados (variación % interanual) Marzo 2020	PIB anual (variación % interanual)	Cuenta corriente (como % del PIB)
Interanual 2.50%	Mon. nacional 11.8%	2016 6.7%	2017 -0.2%
Acumulada 0.60%	Total 11.8%	2017 4.7%	2018 -1.4%
Mensual 0.21%		2018 7.0%	2019 -1.4%