



**Universidad**  
Zaragoza

## Trabajo Fin de Grado

Análisis comparado de fuentes de financiación de  
una empresa real

Autor/es

Paula Martínez Torres

Director/es

María Pilar Portillo Tarragona

Facultad de Economía y Empresa, Universidad de Zaragoza  
Grado en Administración y Dirección de Empresas  
Año 2015 - 2016

## **INFORMACIÓN**

Autor del trabajo:

Paula Martínez Torres

Director del trabajo:

María Pilar Portillo Tarragona

Título del trabajo:

Análisis comparado de fuentes de financiación de una empresa real

Titulación:

Grado en Administración y Dirección de Empresas

## **RESUMEN**

El sector de la construcción, y más concretamente la actividad inmobiliaria, ha sido el sector más afectado tras la llegada de la crisis económica en el año 2007. Es por ello por lo que se ha elegido una empresa perteneciente a este sector, realizando un análisis económico-financiero en el periodo comprendido entre los años 2006 y 2013. Este periodo se ha elegido con el fin de apreciar cómo la sociedad se ha visto afectada tras la recesión económica de España, además de haber entrado ésta en concurso de acreedores en 2013.

Por otra parte, la estructura financiera de la empresa presenta unas características particulares por el hecho de ser una empresa constructora. Con el propósito de llevar a cabo un estudio de la misma, se realizará un análisis de las diferentes fuentes de financiación y, posteriormente, se observarán cuáles son de aplicación en el sector de la construcción. Finalmente, se distinguirán los métodos de financiación de la empresa objeto de estudio, realizándose una posterior comparativa con la herramienta más utilizada en el sector llamada *Project Finance*.

*Palabras clave: sector construcción, crisis, análisis, fuentes de financiación, Project Finance*

## **ABSTRACT**

The construction sector, and more specifically the real estate business, has been the most affected sector after the arrival of the economic crisis in 2007. That is why a company belonging to this sector has been chosen to do an economic and financial analysis in the period between 2006 and 2013. This period has been chosen in order to see how society has been affected in the years after the economic recession in Spain, besides having gone into bankruptcy in 2013.

On the other hand, the financial structure of the company has particular characteristics for being a construction company. With the aim of carrying out a study of it, an analysis will be made of the different sources of funding and, afterwards, it will be remarked which of them can be applied in the construction sector. Finally, the methods of financing of the company under study will be distinguished, by carrying out a subsequent comparison with tool which is most used in the sector called Project Finance.

*Key words: construction sector, crisis, analysis, sources of financing, Project Finance*

# ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN .....	5
2. FUENTES DE FINANCIACIÓN .....	9
2.1. Tipos de financiación .....	9
2.1.1. Fuentes de financiación propia .....	9
2.1.2. Fuentes de financiación ajena a corto plazo .....	11
2.1.3. Fuentes de financiación ajena a largo plazo .....	16
2.2. Métodos de financiación en el sector de la construcción .....	23
2.2.1. Características del sector .....	24
2.2.2. Métodos de financiación. El <i>Project Finance</i> .....	25
3. EMPRESA OBJETO DE ESTUDIO .....	30
3.1. Comparación con el sector .....	35
3.2. Métodos de financiación .....	37
3.3. Comparativa entre <i>Project Finance</i> y empresa objeto de estudio ..	41
4. CONCLUSIONES .....	45
5. BIBLIOGRAFÍA .....	47
6. ANEXOS .....	50

## 1. INTRODUCCIÓN

La llegada de la crisis económica en el año 2007 y la gran recesión ocasionó grandes desequilibrios macroeconómicos a nivel internacional, pero en España la situación todavía fue más extrema, sobre todo debido al importante peso del sector de la construcción, siendo a su vez uno de los sectores más afectados por la misma.

En los años comprendidos entre 1999 y 2007 hubo en España un periodo de gran expansión económica, con una evolución positiva del PIB anual del 6%, aproximadamente, y un incremento del número de ocupados de entorno cinco millones. Los importantes niveles de riesgo asumidos por parte del sector bancario, la tardía actuación de la autoridad, la implantación de políticas monetarias expansivas y los tipos de interés con niveles muy bajos conllevaron a un endeudamiento del país muy elevado; en el ámbito privado, un 85% correspondía a las familias y un 137%, a entidades no financieras (García, 2012). Además, la tasa de inflación en España a finales de 2007 era superior a la de los demás países de la zona euro.

Las consecuencias, como es bien sabido, han sido (y siguen siendo) nefastas. Se generó un excesivo déficit por cuenta corriente, uno de los mayores a nivel mundial, y tras varios años de gran expansión del sector de la construcción, estalló la burbuja inmobiliaria. Este sector, junto al bancario fueron de los más perjudicados tras la recesión económica, ya que el segundo de ellos concedió una financiación muy abundante al sector inmobiliario.

Como ya se ha mencionado anteriormente, el sector de la construcción ha tenido una influencia muy significativa en la formación de la crisis, y los efectos que ésta ha causado en el sector han sido mucho mayores que en el resto.

La financiación y la riqueza de las familias y del país en su conjunto influyen muy positivamente sobre la demanda de viviendas, así como la evolución de los precios de las mismas. En el auge de la economía, en 2006, las ventas de inmuebles oscilaron entre las 955.000 unidades, casi el doble que en la década anterior, con un incremento anual del precio del 11,4%, aproximadamente (Rodríguez, 2013).

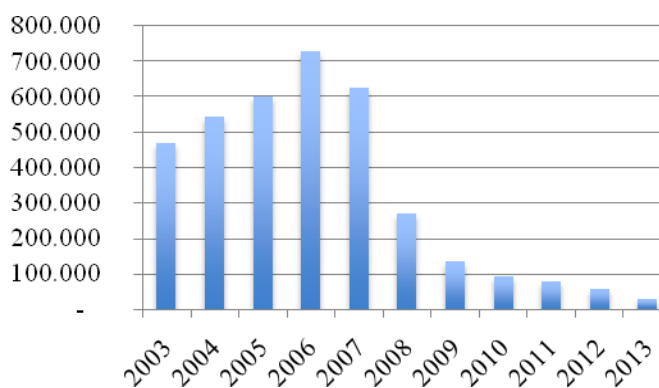
Una característica a destacar, y que ha sido un detonante en el estallido de la burbuja inmobiliaria, es la gran especulación que se forma en el sector. Según Ferruz et al. (2007), el aumento de la demanda de viviendas no debería venir determinado por dicha especulación, sino por el mercado real, ya que se podría formar un conjunto de

viviendas con precios demasiado elevados y de baja calidad al que el mercado no puede hacer frente.

En la década 1997-2007 se produjo una fuerte expansión de la vivienda, una de las más intensas vividas hasta la actualidad. Tras la introducción de España en la Eurozona el Banco Central Europeo impulsó una política monetaria expansiva que conllevó a una gran reducción de los tipos de interés. Con ello, los mercados ganaron liquidez y las entidades financieras comenzaron a conceder créditos más baratos tanto a promotores y constructores como a las familias. Se produjo así un aumento de la población por parte de los ya residentes y de los flujos migratorios.

El resultado se tradujo en gasto por la compra de inmuebles, por necesidad y por especulación. Desde el punto de vista de las empresas constructoras, el suelo fue calificado como urbanizable y la construcción de viviendas comenzó a crecer de manera desmesurada. Fue en 2006 cuando la construcción tuvo su mayor auge, produciéndose casi 730.000 viviendas nuevas. En el Gráfico 1.1. se observa cómo dicha edificación sufrió una fuerte caída a partir del inicio de la crisis en 2007.

**Gráfico 1.1. Número total de viviendas construidas**



**Fuente: elaboración propia a partir de datos obtenidos del Ministerio de Fomento**

Del mismo modo, en la Tabla 1.1. se refleja la participación en el PIB a precios de mercado de los diferentes sectores entre 2003 y 2013. Se puede apreciar una clara similitud con la tendencia vista en el Gráfico 1.1., es decir, el porcentaje con el que el sector contribuye al PIB ha sufrido una significativa disminución, lo cual ha supuesto que éste sea el principal causante de la caída del PIB total.

**Tabla 1.1. Participación de los sectores de actividad en el PIB (en %)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Construcción</b>	9,92	9,98	10,38	10,45	10,10	10,14	9,87	8,10	6,91	5,80	5,09
<b>Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca</b>	3,38	3,07	2,71	2,36	2,44	2,29	2,18	2,34	2,28	2,28	2,58
<b>Industria</b>	17,55	17,13	16,90	16,61	16,37	16,47	15,52	15,73	16,04	15,79	15,62
<b>Servicios</b>	59,72	59,92	59,65	59,89	61,10	62,99	65,67	65,42	66,68	67,91	68,00
<b>Impuestos netos sobre los productos</b>	9,40	9,90	10,40	10,70	10,0	8,10	6,80	8,40	8,10	8,20	8,70

**Fuente: elaboración propia a partir de datos del INE**

Sin embargo, la crisis económica floreció a nivel mundial, y sus causas principales se produjeron en el ámbito internacional. La liberalización financiera que se llevaba produciendo desde hace muchos años en Estados Unidos, unido al exceso de liquidez global, supuso un elevado nivel de apalancamiento. Esto, junto al sobreendeudamiento de las familias y empresas y la regulación insuficiente del sector bancario no tradicional, produjeron las burbujas, no sólo inmobiliarias sino también sobre otros activos (Steinberg, 2008).

Finalmente, tras el derrumbamiento de las hipotecas *subprime* de EEUU, esa situación se trasladó al ámbito nacional, lo que tuvo una gran trascendencia social, que casi una década después sigue en pie. En España, el gran endeudamiento exterior, unido a las dificultades del sistema financiero, provocaron desequilibrios de liquidez y solvencia. La economía y el empleo se agravaron de forma considerable.

Desde el comienzo de este periodo adverso, el PIB ha evolucionado negativamente, retrocediendo a una media anual del 0,8%, al mismo tiempo que el sector de la construcción lo hacía a un ritmo del 10,8%. El 58% de la caída del empleo vino determinado por la construcción, y a finales de 2011 las viviendas nuevas y no vendidas ascendían casi en torno al millón.

Cómo ya se ha planteado anteriormente, el precio de la vivienda en el ciclo expansivo alcanzó niveles muy elevados (incluso por encima de la inflación) y se generó el llamado “boom inmobiliario”, debido principalmente a la bajada de los tipos de interés. También cabe mencionar que el precio del suelo creció desmesuradamente a causa de la situación de oligopolio, contribuyendo en 2007 más del 50% del precio final

(Ferruz et al., 2007). Por otra parte, existen otros costes complementarios a la vivienda, tales como escrituras y otros documentos, cuyo porcentaje en España es superior a la media europea.

Mientras que la subida del precio de la vivienda se encontraba en torno al 2,6% anual entre 1995 y 2000, los seis años posteriores lo hizo a un ritmo del 10,8%, no superándose el 10% en ningún país desarrollado. Las empresas constructoras vieron mejoradas sus perspectivas de rentabilidad, las entidades financieras concedieron más créditos hipotecarios y a empresas del sector con riesgo de impago, y se generó un gran incremento del endeudamiento, principalmente por parte de las familias.

Como todos los países de la Unión Europea, España está privada de una política monetaria propia que le posibilite el control de la situación actual, de modo que no puede establecer unos tipos de interés que desee, así como el crédito bancario. “La bajada de los tipos de interés reales, que ha sido clave en el boom inmobiliario mundial, ha sido especialmente favorable a España, en donde dicha bajada ha sido todavía más intensa, al coincidir con una gran oferta de recursos en el área del euro, en la que había ingresado España en 1999” (Campos, 2008). Entre los años 2002 y 2005 Europa y Estados Unidos tuvieron tipos de interés reales negativos.

Por toda la influencia y características del sector de la construcción en la crisis económica del país, se ha considerado atractiva la idea de llevar a cabo un estudio del caso a partir de la información financiera proporcionada por una empresa perteneciente a este sector, sometida a las circunstancias a las que acabamos de exponer, ubicada en la provincia de Zaragoza, con actividad en todo el territorio nacional. Concretamente, abordar el estudio de sus circunstancias financieras, especialmente las relativas a su estructura financiera, durante el periodo 2006-2013, comprendiendo así el periodo de crisis hasta el momento en el que la firma entró en concurso de acreedores de forma voluntaria. A lo largo de este trabajo, por cuestiones privadas, se denominará a la empresa con el nombre ficticio de CONSTRUCCIONES S.L.U.

Así pues, y con el objeto de poder abordar dicho estudio, se realizará en primer lugar un análisis de las diferentes fuentes de financiación para, posteriormente, poder hacer una comparación de las diferencias y similitudes de las mismas con los métodos utilizados dentro del sector de la construcción. Seguidamente, se contrastará la información obtenida de CONSTRUCCIONES S.L.U. con las empresas del sector. Finalmente se recogerán las principales conclusiones del trabajo presentado.



## 2. FUENTES DE FINANCIACIÓN

### 2.1. TIPOS DE FINANCIACIÓN

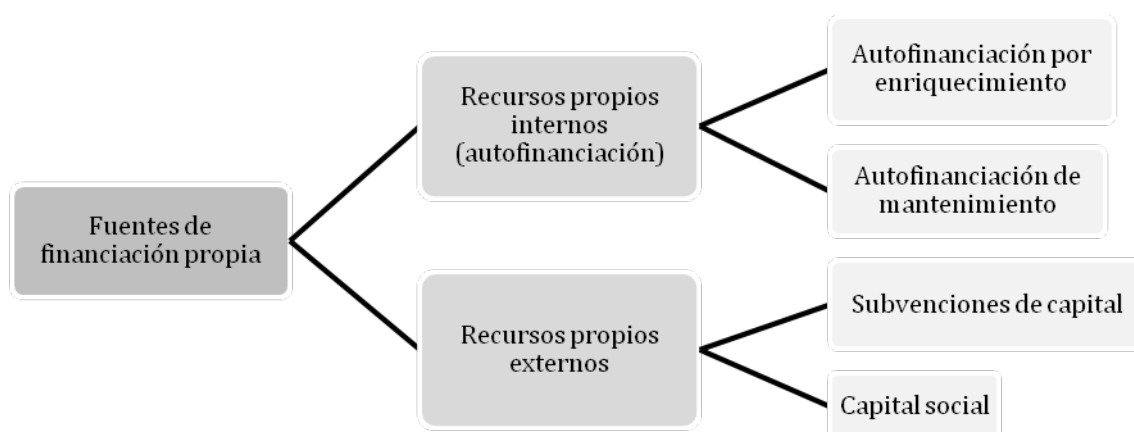
En la primera parte del trabajo se va a realizar un estudio de las diferentes herramientas de financiación de las empresas a nivel general, con el fin de observar cuáles de ellas son más empleadas en el sector de la construcción.

Dentro de este apartado se ha creído conveniente diferenciar entre los tres grandes grupos de financiación de las empresas (Andreu et al., 2011): financiación propia, financiación ajena a corto plazo y financiación ajena a largo plazo . En primer lugar, se abordan las fuentes de financiación propia, cuyos recursos se obtienen del interior de la empresa. Posteriormente, se analizará la financiación ajena, dentro de la cual se distinguen dos subgrupos en función del plazo de devolución de la misma.

Así pues, en las fuentes de financiación ajena a corto plazo se incluyen aquellos recursos a reembolsar en un año o menos, mientras que en la financiación a largo plazo se engloban aquellos a devolver en un periodo superior a un año. Dentro de esta última, se analizarán tanto los métodos tradicionales como los no tradicionales susceptibles de estudio.

#### 2.1.1. Fuentes de financiación propia

Ilustración 2.1.1.1. Fuentes de financiación propia



Fuente: elaboración propia

Este tipo de financiación consta de los recursos que no han de ser repuestos dentro de la empresa. Tal y como se observa en la Ilustración 2.1.1.1., cabe distinguir, según su procedencia, entre recursos propios internos y externos. Dentro de este último grupo se encuentran las subvenciones de capital otorgadas por el Estado y el capital social, es decir, las aportaciones que realizan los socios de la empresa, ya sean dinerarias o en especie, y las diversas ampliaciones de capital que ésta pueda realizar mediante emisión de acciones o aumento del valor nominal de las ya existentes.

Los recursos propios internos, conocidos como autofinanciación, son aquellos que se originan en la propia empresa como resultado de su actividad y no han de ser devueltos, y su propósito es preservar el valor de la empresa y proteger al accionista. Se diferencian dos métodos (Fernández, 2016): autofinanciación por enriquecimiento y autofinanciación de mantenimiento. La primera de ellas está constituida por las ganancias que no han sido destinadas a repartir dividendos, es decir, que están retenidas, y se registran en una de las diferentes partidas de reservas, dependiendo de su clasificación. Así pues, en este tipo de financiación influye cuál es el total del beneficio obtenido por la empresa, en el cual intervienen el coste de la financiación ajena, la rentabilidad de las inversiones, la estrategia de reparto de dividendos, etc.

La autofinanciación de mantenimiento se divide en amortizaciones y provisiones. Las primeras ofrecen recursos propios mediante la disminución del valor de los activos, mientras que las segundas se dotan para cubrir obligaciones futuras, de modo que están retenidas.

Un gran porcentaje del total de herramientas de financiación de las pequeñas y medianas empresas pertenecen a la autofinanciación, principalmente porque éstas no tienen tanta capacidad para enfrentarse a financiación externa, así como a la obtención de la misma (Giménez, 2013). Así pues, la autofinanciación consta de recursos que no suponen coste financiero explícito, aunque sí existe un coste de oportunidad, puesto que la empresa los podría estar invirtiendo en otros activos y actividades.

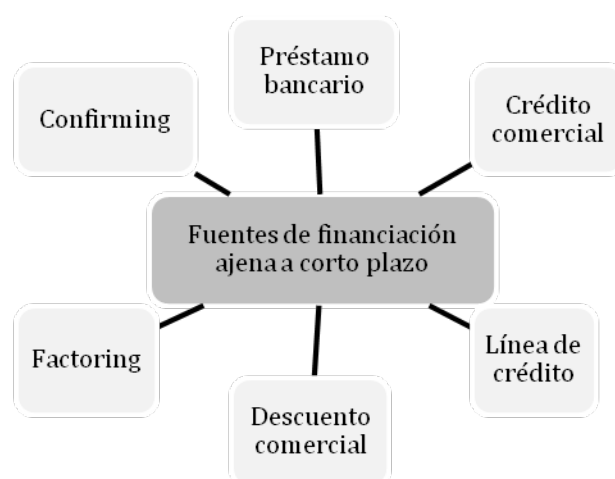
Por otra parte, los recursos propios internos aumentan los ratios de solidez y solvencia, ya que existe un menor pasivo y mayores fondos propios. Sin embargo, si no se ponen límites a este tipo de recursos, puede que a medio y largo plazo disminuya el valor de la empresa como consecuencia de la reducción del valor nominal de las acciones derivado del reparto excesivo de dividendos. Es decir, se debe ser prudente a la

hora del uso de la autofinanciación, pues unos beneficios presentes pueden convertirse en unas pérdidas para los accionistas y para la empresa en general en un futuro.

### 2.1.2. Fuentes de financiación ajena a corto plazo

Andreu et al. (2011) establecen en su obra los métodos de financiación más relevantes a corto plazo, y son los que aparecen reflejados en la Ilustración 2.1.2.1.: préstamo bancario, crédito comercial, línea de crédito, descuento comercial, factoring y confirming.

**Ilustración 2.1.2.1. Fuentes de financiación ajena a corto plazo**



**Fuente: elaboración propia**

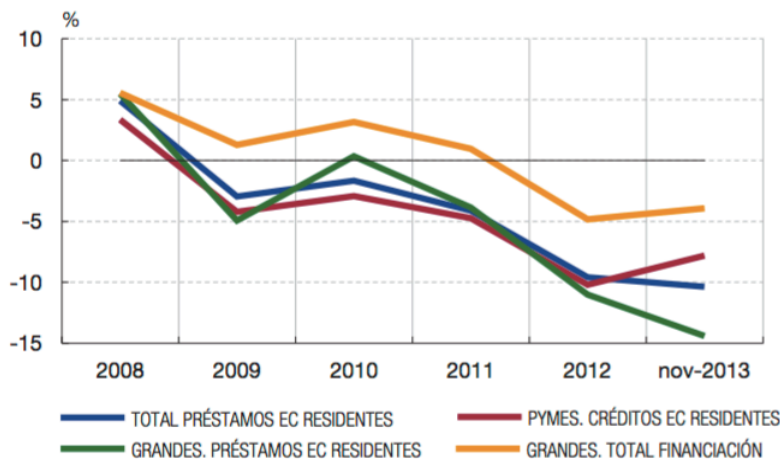
#### 2.1.2.1. Préstamo bancario

El funcionamiento del préstamo bancario se basa en la concesión por parte de una entidad financiera de una cantidad de dinero a la empresa. En el contrato se establece un cuadro de amortización del préstamo, en el cual se detallan los plazos en los que se ha de devolver la deuda, con los correspondientes intereses, ya sea a lo largo de la vida del contrato o en la fecha de vencimiento. Como resultado de la misma, la entidad financiera adquiere un riesgo de impago, para lo cual en determinadas ocasiones puede pedir al cliente unas garantías que le aseguren el cobro en caso de incumplimiento del contrato.

En el Gráfico 2.1.2.1.1. se puede observar la tasa de crecimiento interanual de la financiación externa de las sociedades no financieras, distinguiéndose entre grandes y pequeñas y medianas empresas. Se aprecia una notable disminución de la obtención de

préstamos por parte de todo el conjunto de sociedades, aunque la tendencia en el caso de las PYMES es más suave que en el de las grandes empresa. Además, no sólo esta disminución ha sido mayor, sino que también se observa que en situaciones estables el porcentaje de concesión de préstamos a las pequeñas empresas es mejor que en las grandes compañías. Este aspecto ya se había mencionado anteriormente, motivo por el cual las PYMES tienen que recurrir a la autofinanciación en numerosas ocasiones.

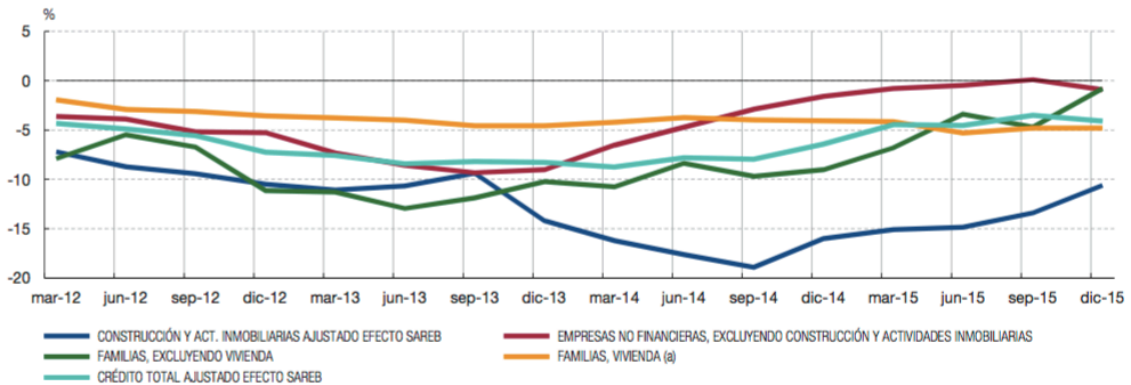
**Gráfico 2.1.2.1.1. Financiación externa de sociedades no financieras**



Fuente: Banco de España

Por otra parte, se ha creído conveniente distinguir la concesión de préstamos en función del sector de actividad de la empresa. En el Gráfico 2.1.2.1.2. se observa que el crédito otorgado a familias para la compra de viviendas se ha mantenido estable desde el inicio del año 2012, aunque cabe mencionar que desde el comienzo de la crisis sufrió una gran caída. Si se observa la evolución de esta tasa en las sociedades no financieras, se aprecia que poco a poco el crédito concedido está sufriendo un ligero incremento.

**Gráfico 2.1.2.1.2 Crédito al sector privado residente por sectores de actividad**



Fuente: Banco de España

Otro aspecto relevante en el Gráfico 2.1.2.1.2 es el colosal desplome de los créditos asignados a la construcción y a las actividades inmobiliarias. En los años comprendidos entre septiembre de 2012 y 2014, éste ha caído en casi 20 puntos porcentuales, confirmándose así que la crisis ha afectado de manera mucho más significativa a este sector.

#### *2.1.2.2. Crédito comercial*

En el crédito comercial, o también llamado crédito con proveedores, tal y como su nombre indica, no se contrae deuda con una entidad financiera, sino con los proveedores de materias primas, activos fijos u otras compras. Sus principales ventajas se encuentran en la facilidad de adquisición del mismo y en la flexibilidad del contrato. Los plazos de devolución son, por norma general, de 30, 60 y 90 días. Sin embargo, su mayor inconveniente es que el coste de financiación suele ser más elevado que otros métodos alternativos.

En relación con el anterior, se encuentra la aceptación bancaria, que son “letras de cambio que el comprador a crédito de una mercancía gira a favor del vendedor, aceptadas por un banco para su cancelación al vencimiento en un plazo no mayor a 6 meses” (Banco Popular, 2016). Es decir, el pagador del proveedor pasa a ser un banco, de modo que el riesgo de cobro del vendedor se elimina, además de proporcionar al comprador un plazo mayor para efectuar el pago. Por ese motivo, ambas partes pueden incrementar sus volúmenes de ventas y compras, respectivamente.

#### *2.1.2.3. Línea de crédito*

Por otro lado, existe la línea de crédito, contrato en el que tanto prestatario como prestamista tienen obligaciones con la contraparte. En este caso, la entidad financiera ofrece a la empresa la disponibilidad de una suma de dinero con un límite máximo establecido, de modo que tan sólo paga intereses de la parte que utiliza, teniendo un coste extra de comisión por la parte no dispuesta. Este tipo de financiación tiene una duración, generalmente, de un año, pero es muy frecuente prorrogar el contrato tras su vencimiento, de modo que la durabilidad suele ser de varios años.

El principal atractivo de esta herramienta es la disponibilidad de efectivo en el momento puntual en que la empresa lo requiere y, además, la devolución del total de la suma dispuesta al final del contrato. Para tener la certeza y disminuir el riesgo de impago por parte de la entidad financiera, al igual que en el préstamo bancario, es habitual que ésta requiera de una garantía por parte del prestatario, en este caso depositando en una cuenta ajena cierta cantidad para compensar saldos si fuera necesario.

#### *2.1.2.4. Descuento comercial*

El descuento comercial o descuento bancario es un método de obtención de liquidez que, tradicionalmente, en la operativa comercial de las entidades financieras, se presenta como un medio de financiación a corto plazo, por el que la entidad financiera adelanta el pago a su cliente, que actúa como proveedor en una operación de compra-venta mediante unos derechos de cobro futuros emitidos por el cliente de la entidad en forma, habitualmente, de pagarés o letras de cambio (Palomo y Vieira, 2016). En este contrato el riesgo de impago del tercero lo asume el proveedor, que deberá abonar a la entidad financiera el nominal de la operación más unas comisiones. Ésta última, antes de aceptar los efectos, es frecuente que realice un análisis de riesgo de impago por parte de los clientes, y cobra a su cliente, por el anticipo de dinero, unos gastos de gestión más unos intereses por el tiempo que dure el compromiso.

Caben diferenciar varios tipos de descuento bancario, entre los que destacan por su frecuencia de uso la línea de descuento y el descuento puntual. En el primero de ellos, la entidad financiera establece un número máximo de derechos, así como una serie de cláusulas a cumplir por su cliente para poder renovarlos llegado el vencimiento. En el segundo, por el contrario, se negocian uno o varios efectos pero de manera individualizada.

El tipo de interés aplicado en la operación puede ser fijo o variable. Dentro del tipo fijo se diferencian entre el forfait, donde existe un único tipo de interés para toda la vida del efecto, o por tramos, es decir, que en cada fecha de vencimiento se modifica el tipo de interés conforme a lo establecido en las condiciones. En cuanto al tipo de interés variable, se pagan los intereses en función de cómo se encuentre el Euribor en el momento de los vencimientos, que suele tratarse de la referencia más común.

Otra modalidad del descuento comercial es el conocido como papel comercial. Son pagarés emitidos al descuento, de modo que la empresa que emite el papel recibe en el momento inicial el nominal descontado de los días que quedan hasta el vencimiento. En el momento final se reembolsará a los tenedores de las notas el valor del nominal en esa fecha. Estos tenedores asumen un riesgo por la probabilidad de impago al final del periodo, de modo que las empresas que suelen emitir estos pagarés son grandes compañías que tienen una valoración crediticia muy positiva. La ventaja principal de esta fuente es la disminución de los costes tanto a emisor como a tenedor, puesto que no existen costes extra por parte de entidades financieras.

#### 2.1.2.5. Factoring

El factoring es un “contrato por el cual la empresa cede, total o parcialmente, la gestión de su cartera de cuentas a cobrar a una sociedad de factoring, especializada en el cobro de dichos créditos” (Cierval, 2009, p. 19). Esta sociedad ha de pagar por anticipado a la empresa cedente y además, deberá analizar la situación de los clientes de dicha empresa que ahora son sus clientes, para ver la capacidad para hacer frente a la deuda. En relación a esta idea, cabe distinguir el factoring sin recurso y el factoring con recurso. La diferencia reside en cuál de las partes del contrato hace frente en caso de que los clientes no cumplan con el pago; en el primer tipo es asumido por la empresa de factoring, y en el segundo lo asume la empresa cedente.

En la Tabla 2.1.2.5.1.se muestra el total de contratos de factoring realizados en los últimos cinco años en el ámbito nacional desde 2011, diferenciando entre las dos modalidades que existen. Se observa un claro predominio y preferencia por el factoring con recurso, en el que la empresa de factoring no asume ningún riesgo por impago.

**Tabla 2.1.2.5.1. Contratos de factoring nacional**

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Factoring con recurso</b>	7.744	10.090	15.880	11.312	12.991
<b>Factoring sin recurso</b>	43.615	40.024	28.269	31.670	29.338
<b>FACTORING NACIONAL</b>	51.359	50.114	44.149	42.982	42.329

**Fuente:** elaboración propia a partir de datos obtenidos por la Asociación Española de Factoring

Cabe destacar que el factoring ha descendido a lo largo de estos años, sin embargo, la modalidad con recurso ha aumentado. De media, el factoring sin recurso representa casi el 75% del total de estos contratos.

En lo referido a los costes, cabe destacar que la empresa cedente ahorra gastos en lo referido a la gestión del riesgo y de los clientes, mientras que el interés que la empresa de factoring establece por su servicio es, por regla general, mayor que el tipo de interés vigente en el mercado, lo que provoca que el ratio de rentabilidad financiera sufra una disminución. Además, los ratios de liquidez y solvencia aumentan debido a minoración de la partida de pasivo.

Asimismo, un inconveniente es que la formación de este contrato genera una “injerencia externa en la relación cliente-proveedor” (Cantalapiedra, 2010), y la sociedad de factoring a veces no acepta según qué clientes en función del tipo de producto que se negocie.

#### *2.1.2.6. Confirming*

La última fuente de financiación a corto plazo a tratar es el conocido como confirming. Es un contrato mediante el cual una empresa de confirming, normalmente una entidad financiera, ejerce el papel de cliente de un acreedor. Se genera por el deseo del cliente original por querer pagar de forma anticipada, de modo que la entidad financiera pagará en el momento del nuevo contrato con los intereses descontados, si el acreedor lo desea, o en la fecha de vencimiento.

En este método es el cliente el que toma la iniciativa y el que decide cuándo dar la orden a la entidad financiera, momento en el que ésta pagará al acreedor, sin tener éste ningún poder de negociación ni flexibilidad, pues la entidad es la que elige el cliente y el tipo de interés dado no es negociable. Sin embargo, se asegura que va a realizar el cobro, por lo que disminuye el riesgo de impago, además de reducir gastos y procesos administrativos.

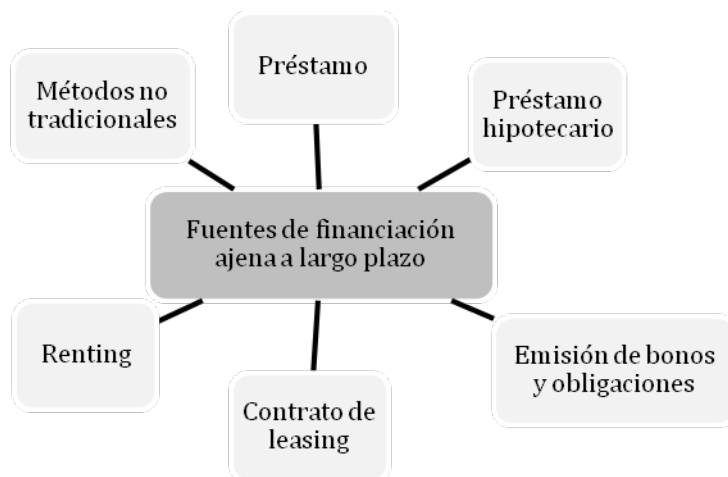
#### **2.1.3. Fuentes de financiación ajena a largo plazo**

Como ya se ha mencionado anteriormente, en los métodos de financiación ajena a largo plazo el periodo es superior a un año, estableciéndose fechas en las que han de



pagarse los intereses derivados, los cuales se pueden deducir fiscalmente. Aquellas herramientas que se van a estudiar en este apartado son los que se muestran en la Ilustración 2.1.3.1.

**Ilustración 2.1.3.1. Fuentes de financiación ajena a largo plazo**



**Fuente: elaboración propia**

#### *2.1.3.1. Préstamo*

El primer tipo a mencionar es el préstamo. Se trata de una operación mediante la cual una entidad financiera concede a una empresa una determinada cantidad de dinero para financiar una operación, de modo que ésta última queda obligada a pagar unas cuotas periódicas, que engloban la amortización del total de la operación más unos intereses (SOGARPO, 2012). El tipo de interés se establece previamente, y puede ser fijo o variable, en cuyo caso la referencia más habitual es el Euribor, y es usual revisarlo anual o semestralmente.

Las ventajas obtenidas por la empresa solicitante son la facilidad de devolución del préstamo en diferentes cuotas debido a su flexibilidad y la posibilidad de poder cancelar el contrato antes de su vencimiento sin ningún coste extra. Sin embargo, el montante otorgado no suele ser superior al 80% del valor del activo adquirido, y los costes son elevados debido, en primer lugar, a los gastos de apertura y formalización del préstamo y, en segundo lugar, porque el coste de los intereses puede verse notablemente incrementado si se trata de un contrato a tipo de interés variable. Además, en algunas ocasiones es difícil que la entidad financiera conceda el préstamo, ya que suele pedir ciertos avales para disminuir su riesgo de impago por parte del cliente.

### 2.1.3.2. Préstamo hipotecario

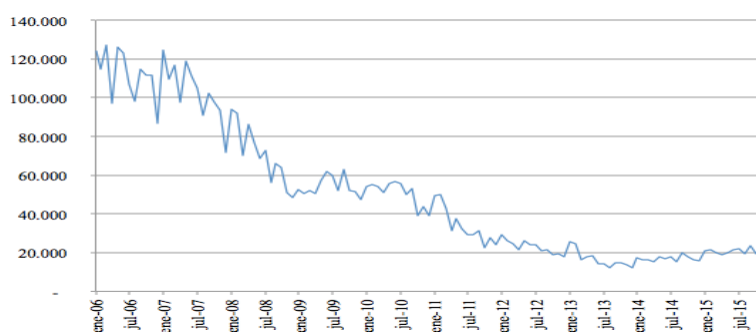
Una modalidad del anterior tipo de financiación es el préstamo hipotecario, concedido para la adquisición de bienes inmuebles, construcción de plantas o restauración. Las características principales de este contrato son su duración a muy largo plazo, que puede oscilar entre los 15 y 40 años, y que el total del préstamo no puede ser superior al valor del activo adquirido.

El tipo de interés es menor que en un préstamo normal debido a las elevadas cuantías de dinero y, además de tipo fijo o variable, puede ser mixto, mediante el cual existen tramos de tipo variable y tramos de tipo fijo que se van alternando durante la vida de la operación. Asimismo, puede darse el caso en el que las cuotas de amortización sean fijas, es decir, que éstas dependan de un tipo variable, pero la cuota sea la misma para cada vencimiento, de manera que lo que varía es el número de vencimientos.

Los costes asociados son los mismos que en un préstamo, añadidos los gastos de tasación, registro e impuestos. Cabe diferenciar con respecto a éste, que en un préstamo hipotecario existe un coste adicional por cancelación o pago de cuotas adelantadas. Por otra parte, si el prestatario no hace frente a sus obligaciones de devolución, la entidad financiera se convertirá en la nueva propietaria del bien.

En el Gráfico 2.1.3.2.1 se puede observar la evolución de la concesión de hipotecas destinadas a la compra de viviendas. Se puede apreciar cómo a partir de mediados del año 2007 la tendencia empieza a decaer (INE, 2016) de una manera muy pronunciada. En el año 2006, justo antes de la llegada de la crisis, se concedieron un total de 1.342.171 hipotecas. Sin embargo, en 2013 esta cifra se situó 199.703, que ha sido el mínimo alcanzado a lo largo de toda la etapa recesiva.

**Gráfico 2.1.3.2.1. Hipotecas concedidas sobre viviendas**



**Fuente: elaboración propia a partir de datos obtenidos del INE**

### *2.1.3.3. Emisión de bonos y obligaciones*

La emisión de bonos y obligaciones es una forma de financiación por la que la empresa emisora consigue una determinada cantidad de dinero a través de la compra por parte de los tenedores de estos activos financieros de deuda. La diferencia que reside entre un bono y una obligación, es que el primero tiene un vencimiento de entre 3 y 5 años, mientras que la segunda, entre 10 y 30 años.

El funcionamiento de esta operación, una vez que los tenedores han comprado los bonos u obligaciones, indistintamente, es el cobro que estos reciben por parte de la empresa en forma de intereses cada seis meses o una vez al año, normalmente. Estos activos se pueden emitir al descuento o con prima, en función de que se lancen al mercado por debajo del valor nominal o por encima, respectivamente.

Los tenedores de obligaciones asumen el riesgo de que el emisor no pueda hacer frente al pago, de modo que han de asegurarse de que invierten en activos fiables. Así, se otorga a los bonos una calidad crediticia, dato al que todo el público tiene acceso y que depende de una serie de factores. En primer lugar, si la rentabilidad ofrecida es elevada y los antecedentes de la operación son favorables, significará que el riesgo también es mayor. Éste será menor a mayor tamaño y prestigio de la empresa emisora.

Existen diferentes modalidades de bonos, en función del nivel de riesgo. Pueden ser obligaciones garantizadas mediante activos de la empresa, propiedades o por varias empresas de forma conjunta, o no garantizadas, que es el caso habitual. Las denominadas obligaciones participes otorgan el derecho de cobro únicamente cuando la empresa llega a un límite de beneficios. Por otra parte, en las obligaciones perpetuas existe un periodo de amortización correspondiente a un año y al final de la vida del contrato no se devuelve el principal. Las obligaciones de cupón cero son muy características, ya que no existen intereses, sino que se descuentan desde el inicio y a vencimiento se devuelve el total del nominal. Finalmente, las obligaciones convertibles son aquellas que en un futuro se pueden convertir en acciones de la empresa.

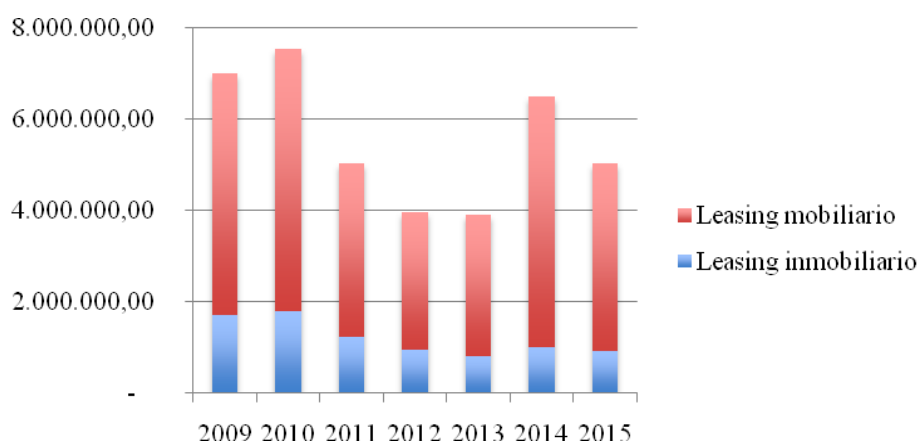
### *2.1.3.4. Contrato de leasing*

El contrato de leasing, o también conocido como arrendamiento financiero, es “un sistema de financiación mediante el cual la empresa incorpora algún elemento de activo fijo a cambio de una cuota de arrendamiento” (BBVA, 2014).

La empresa de leasing, que suele ser una entidad financiera especializada, es la arrendataria que cede el derecho de uso de un bien a un cliente (empresa). En la operación también interviene el fabricante de dicho bien.

El coste total del arrendamiento financiero incorpora la amortización del activo, así como los intereses, otros gastos y una prima de riesgo, que quedará reflejado todo ello en las condiciones del contrato. Se pueden distinguir entre dos tipos de leasing: financiero y operativo. El leasing financiero es el que se ha estado describiendo hasta ahora, y puede originarse a través de un bien mueble o de un bien inmueble, cuyo contrato tendrá una duración mínima de dos y diez años, respectivamente.

**Gráfico 2.1.3.4.1. Leasing financiero (en miles de euros)**



**Fuente: elaboración propia a partir de datos obtenidos por Asociación Española de Leasing y Renting**

En el Gráfico 2.1.3.4.1. se observa el total de inversión nueva en leasing financiero de cada uno de los años expuestos, y se distingue entre leasing mobiliario e inmobiliario. De promedio, el leasing inmobiliario apenas representa un 21,62%, y se ve que esta modalidad sufre variaciones más suaves en comparación con el leasing mobiliario. En los años 2012 y 2013 es cuando se alcanzan los mínimos de concesión de leasing, puesto que el país entra en recesión económica y la financiación ajena se restringe aún más.

Del mismo modo, se puede apreciar que el leasing mobiliario supone un elevado porcentaje del total del leasing financiero, suponiendo éste una alternativa a los préstamos hipotecarios.

El leasing operativo se diferencia porque la entidad financiera no participa en el contrato, esto es, la operación se lleva a cabo directamente con el fabricante. Al contrario que en el anterior, en el leasing operativo el cliente tiene la facultad de poder cancelar el contrato si así lo desea.

Una vez finalizada la fecha de vencimiento la empresa tiene varias opciones; puede renovar el contrato de leasing durante otro periodo de tiempo, devolver el bien, u optar por adquirir su propiedad definitivamente, opción que sucede más a menudo.

Así pues, las ventajas derivadas de esta fuente financiera residen en su gran flexibilidad en cuanto a las necesidades del arrendatario y en la cobertura total del precio del bien, además de evitar la obsolescencia por su continua renovación. Sin embargo, puede ocurrir que el bien deseado por la empresa no se encuentre en virtud de poder tener este tipo de contrato, y los costes asociados son más elevados que otras fuentes financieras.

#### *2.1.3.5. Renting*

Una variedad del leasing es el conocido como renting. También se trata de un arrendamiento, pero en este caso, según Cierval (2009, p. 22), no se contabiliza en el activo, sino que se considera como un gasto para la empresa arrendataria, de modo que en la cuota a pagar se incluyen, además de las cuantías del leasing, los gastos de mantenimiento y seguros. Por otra parte, no existe la posibilidad de comprar el bien al final del contrato.

Las principales ventajas residen en la deducción fiscal de los gastos, la no modificación del ratio de endeudamiento, el conocimiento de las cuotas a pagar durante toda la duración del contrato y la disminución de costes internos. Sin embargo, el coste es más elevado que en otras fuentes de financiación. Los bienes que son susceptibles de este tipo de contrato son, en la mayoría de los casos, vehículos y maquinaria especializada.

#### *2.1.3.6. Métodos no tradicionales de financiación*

A continuación, se pasa a mencionar los instrumentos financieros no tradicionales, entre las que destacan las Sociedades de Capital Riesgo y los *Business*

*Angels*, los cuales están orientados principalmente a la financiación de las pequeñas y medianas empresas.

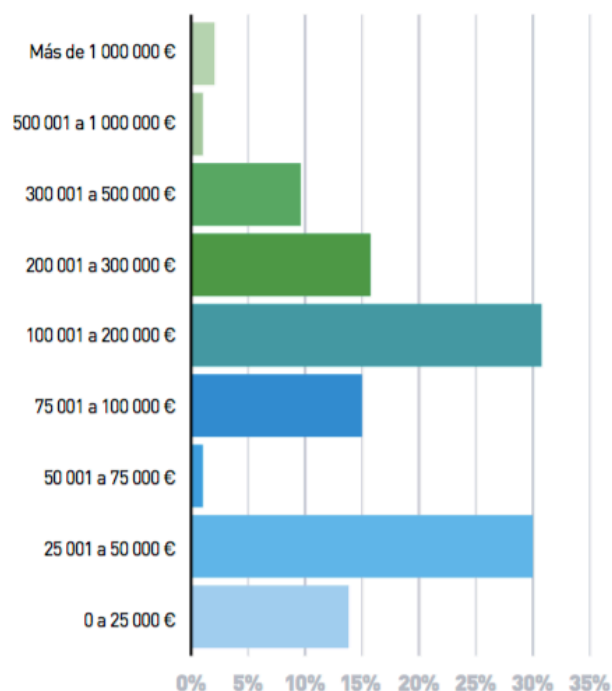
“Las Sociedades de Capital Riesgo son entidades que invierten, principalmente, sus propios recursos en la financiación de pequeñas y medianas empresas con expectativas de crecimiento” (SOGARPO, 2012). Dicha entidad pasa a ser socia de la empresa, y su participación en las estrategias y asesoramiento es temporal, sin poseer el control ni influir en la dirección. En el momento en que vence el periodo, la Sociedad de Capital Riesgo deberá vender sus participaciones obteniendo un beneficio por la asunción del riesgo.

Según su forma jurídica, cabe distinguir entre Sociedad de Capital Riesgo y Sociedades Gestoras de Fondos (Cazorla et al., 1997). Las primeras suelen ser sociedades anónimas que invierten sus propios recursos, mientras que las segundas tienen una vida limitada y se constituyen por un conjunto de profesionales especialistas que gestionan los Fondos de Capital Riesgo, recibiendo una contraprestación fija y beneficios por la venta de las participaciones.

“Un *Business Angel* es un particular solvente que a título privado aporta no sólo su capital en términos dinerarios, sino también sus conocimientos técnicos y su red de contactos” (Boletín Económico del ICE, 2006). Además de invertir en una empresa en vías de crecimiento como las Sociedades de Capital Riesgo, también pueden hacerlo en aquellas que se encuentren en sus inicios, aunque con una inversión inferior y con una permanencia mayor, obteniendo un beneficio por la venta de sus participaciones.

Es habitual que los *Business Angels* hayan sido emprendedores en el pasado, invirtiendo no más de la mitad de las participaciones de la empresa en ramas de actividad en las que tengan experiencia. En el Gráfico 2.1.3.6.1. se puede apreciar la capacidad de inversión de un *Business Angel* a lo largo de un año. Por otro lado, en ocasiones se conserva su anonimato ante terceros y su ratio de desplazamiento es pequeño. Cabe destacar que en España, esta fuente de financiación no está muy introducida.

**Gráfico 2.1.3.6.1. Capacidad de inversión de un *Business Angel* anual**



**Fuente: Informe *Business Angels* 2016**

Además de todas las fuentes de financiación que han sido mencionadas y que son empleadas por las empresas en un ámbito general, existen otros métodos que surgen como consecuencia de la necesidad de adaptación a determinados sectores o actividades. En este sentido, en el sector de la construcción aparece el concepto de *Project Finance*, instrumento financiero que nace con el objetivo de adaptarse a sus necesidades concretas, y que será estudiado posteriormente.

## **2.2. MÉTODOS DE FINANCIACIÓN EN EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN**

Puesto que la empresa que posteriormente se va a analizar pertenece al sector de la construcción inmobiliaria, se ha creído conveniente realizar un estudio de las características de ésta rama del sector, con el fin de llevar a cabo una posterior comparativa. Asimismo, se analizarán sus principales fuentes de financiación y se observarán las diferencias con los métodos examinados previamente como consecuencia de los rasgos distintivos sectoriales.

### **2.2.1. Características del sector**

Como ya se ha mencionado previamente, el sector de la construcción tiene unos rasgos muy característicos que hacen que sea objeto de numerosos estudios, puesto que, además de ser mucho más susceptible a cambios en los diferentes ciclos económicos, influye de manera muy significativa en el resto de ramas de actividad.

Existen cinco componentes que lo hacen especialmente distinto al resto de sectores: el clima, la política presupuestaria y fiscal, los mercados financieros, la evolución demográfica del país y los flujos migratorios (Rodríguez, 2013). El segmento de la población que más influye en el sector inmobiliario es el comprendido entre los 20 y los 35 años, ya que están en edad de formar una familia, pero ello depende del nivel de empleo, que a su vez se ve afectado por grandes variaciones del sector.

Por otra parte, una peculiaridad muy característica es que se trata de una actividad que requiere de elevada financiación, sobre todo por parte de créditos bancarios, desde su producción hasta su venta. Es por ello que las restricciones de las entidades bancarias le afectan especialmente. Además, el sector de la construcción afecta tanto positiva como negativamente a la Administración Pública; dado que en el ámbito fiscal existen numerosos impuestos que se implantan en esta actividad, mientras que también se conceden exenciones, deducciones y subvenciones.

Desde el momento en que se concibe la idea del proyecto hasta que finaliza el proceso de construcción pueden pasar varios años; la construcción media de edificación de viviendas tiene una duración de entre 18 y 24 meses (Rodríguez, 2013). Esta característica se debe, en parte, a que es necesario pasar por muchas fases, antes de la puesta en marcha de la obra. En el estudio previo de la idea, se diseñan borradores de cómo el plan va a llevarse a cabo antes del establecimiento del proyecto definitivo. Posteriormente, deberá especificarse el proyecto de ejecución, es decir, decretar todos aquellos elementos que van a ser necesarios para la puesta en marcha del mismo. Finalmente, se habrá de determinar cómo va a ser la dirección de la obra.

Todo este proceso genera en la empresa constructora una gran incertidumbre en cuanto al futuro se refiere, puesto que el producto en cuestión se fabrica de manera progresiva y pueden surgir numerosos problemas. Asimismo, son bienes que se construyen por encargo, esto es, su venta se realiza por anticipado a la elaboración.



Por otra parte, cabe destacar que las empresas constructoras necesitan subcontratar diversas actividades del proceso, tales como el aislamiento, las instalaciones eléctricas o de fontanería, y los acabados (Fundación Laboral de la Construcción de Aragón, 2008).

### **2.2.2. Métodos de financiación. El *Project Finance***

Las fuentes de financiación empleadas en la construcción se ven más limitadas debido a las características que se han mencionado anteriormente. Como consecuencia de las elevadas cuantías de dinero que supone la inversión, su principal sistema de financiación es la obtención de préstamos con entidades financieras. Sin embargo, con el objetivo de sustituir a los métodos financieros tradicionales, que no cubrían las necesidades de tales presupuestos, nace el llamado *Project Finance*.

Esta herramienta, debido a sus rasgos particulares, es empleada por las entidades públicas, así como la propia Administración Pública y empresas de gran envergadura de capital privado o mixto (Ferruz et al., 2007). Esta fuente de financiación ajena a largo plazo está destinada a actividades tales como la energía, el tratamiento de aguas, infraestructuras de transporte y grandes construcciones del sector inmobiliario. Cabe destacar que en España su aplicación viene dada por aquellas entidades financieras especializadas en el ámbito inmobiliario.

“Un *Project Finance* es un sistema de financiación cuya principal característica es que el proyecto debe contar con la garantía de los flujos de caja generados por la venta de un producto o servicio y de los activos del propio proyecto” (Instituto de Crédito Oficial, 1995). Es decir, la devolución de la deuda se realiza a través de los rendimientos originados por el proyecto.

Es un producto financiero que se adapta a las necesidades que caracterizan cada proyecto, en el que los flujos de caja que servirán para devolver el principal de la deuda y los intereses pueden ser calculados de manera fiable. En relación al elevado coste de la inversión, cabe destacar que ésta deuda no forma parte del balance de la empresa promotora, sino que se integra dentro de la Sociedad Vehículo de Proyecto (SPV). Como consecuencia de ello, la calidad crediticia de dicha entidad no sufre ninguna modificación.

Para que un *Project Finance* pueda concederse, es necesario que se cumplan una serie de condiciones, entre las que destaca la obligación de crear una sociedad con personalidad jurídica independiente, denominada Sociedad Vehículo de Proyecto.

Uno de los rasgos más característicos del *Project Finance* es que el riesgo de la operación no es asumido por los promotores. En su lugar, son los socios, en función del capital aportado a la SPV, y las entidades financieras los que se hacen responsables del mismo. El riesgo se distribuye entre un número abundante de implicados, por lo que el diseño de la operación conlleva un incremento del tiempo dedicado para ello. Asimismo, la estructura también tendrá un mayor grado de complejidad, provocando un aumento de la contratación de asesores externos y, por tanto, un coste superior. El exhaustivo control del riesgo, el hecho de que los prestamistas deban asumirlo y la contratación de seguros para la cobertura de éste, añaden un coste añadido al promotor.

Las partes que forman la totalidad de la operación son varias, y algunas de ellas ya se han mencionado previamente. Pérez de Herrasti y de Goyeneche (1997, p. 10) distingue entre Sociedad Vehículo del Proyecto, socios promotores del proyecto, aseguradores y asesores externos.

La Sociedad Vehículo del Proyecto (SPV), cuya forma jurídica habitual es la de sociedad anónima, y en ocasiones puede ser una sociedad de responsabilidad limitada, se crea para ejecutar y obtener los rendimientos del proyecto. Es en ella donde se reconoce la deuda, así como los flujos de caja producidos. Los socios de la SPV son los accionistas, y ya se ha indicado que cuantos más hay, más complejo será el proceso de armonización en cuanto a criterios y objetivos de la operación se refiere. Cabe distinguir entre socios financieros y socios industriales.

Los socios financieros desean obtener una rentabilidad a largo plazo y han de tener unos conocimientos técnicos y financieros y experiencia suficientes para ejercer su función. Por su parte, los socios industriales son los promotores como tal, que deben aportar los fondos y los conocimientos y procesos claves para la ejecución del proyecto, puesto que han de ser expertos en esta rama de actividad. Asimismo, pueden existir otros socios cuya finalidad principal no es la inversión, como por ejemplo proveedores, empresas constructoras o el cliente final.

Las compañías de seguro tienen la misión de reducir o cubrir los riesgos asociados a todas las partes de la operación, tales como el riesgo de construcción,

responsabilidad civil o reparaciones inesperadas. Finalmente, los asesores externos forman parte del proyecto con el objetivo de establecer los riesgos, organizar y aconsejar sobre el funcionamiento de las operaciones. Dentro de éstos, destacan el asesor financiero, los jurídicos, el medioambiental y el asesor de ingeniería, cada uno de los cuales debe estudiar y evaluar los riesgos en cada uno de los ámbitos de los que son encargados.

El primero con el que se debe contar en el *Project Finance*, contratado a través de licitación, es el asesor financiero, puesto que establece las cláusulas financieras y estudia la rentabilidad de la operación, ejerciendo de intermediario entre promotor y entidades financieras. Además, tiene la misión de elaborar los informes independientes, incluido el llamado *Information Memorandum*, que se comentará más adelante. Suele controlar, en su caso, los créditos sindicados, poniendo en contacto a los prestatarios y a la entidad financiera. De todos ellos, el asesor financiero es el que mayor gasto supone a la empresa promotora.

El asesor de ingeniería es quien valora realmente la viabilidad del proyecto, así como sus beneficios futuros. Ha de estar informado en cuanto a los aspectos tecnológicos, pues será él el que asesorará sobre su uso. Por otro lugar, los asesores jurídicos son aquellos encargados de informar sobre los temas legales y fiscales asociados a la operación.

Finalmente, el asesor medioambiental del proyecto se ocupa, como su nombre indica, del estudio del impacto ambiental y su repercusión social, en cuanto a los aspectos referidos al suelo, el ruido, el aire, el agua o los recursos naturales.

El proceso de ejecución de un *Project Finance* es prolongado, y se divide en diversas fases, que se muestran en la Ilustración 2.2.2.1. La segunda fase consta de tres etapas: identificación y análisis de todos los riesgos, asignación de los mismos entre las partes involucradas y, finalmente, la cobertura para manejar los riesgos (Del Carpio Gallegos, 2001).

**Ilustración 2.2.2.1. Fases del *Project Finance***



**Fuente: elaboración propia**

A continuación se pasa a describir la estructura básica de financiación del *Project Finance*, según el Instituto de Crédito Oficial (1995, p. 39), que se constituye de tres conceptos básicos. El primero de ellos es la deuda *senior*, compuesta por los préstamos con instituciones financieras, y que supone entre un 60 y un 90%. El segundo tipo es la deuda subordinada, en la cual participan los promotores y los definidos anteriormente como “otros socios”, y pueden no tener presencia o contribuir en la hasta un 15%, ya que pueden contribuir en financiación básica o para cubrir unos gastos determinados. Finalmente, y con una participación de entre un 10 y un 30%, se encuentra el capital, en el que, además de los socios promotores y otros socios, se compone del mercado de capitales, entidades de capital riesgo y fondos de inversión.

Los préstamos que componen la deuda *senior* suelen ser préstamos sindicados, donde hay una entidad financiera que ejerce como directora de la operación o como agente y se encarga de dirigir la operación y buscar a otras entidades financieras que aporten financiación al proyecto, las cuales participarán bajo las mismas cláusulas. Funciona como un préstamo básico, en el que se devuelve la deuda periódicamente mediante amortizaciones del principal proporcionalmente a cada entidad, y las condiciones del mismo se conocen desde el principio de la operación. Cabe destacar que si una de las entidades prestamistas no cumple con su obligación, se considerará un impago por parte de todas ellas, en cómputo global.

Un caso similar al anterior, es la obtención de financiación a través de varias entidades financieras, pero en este caso sin la existencia de un intermediario. Por lo tanto, deberá formalizarse un contrato en el que se reflejen las condiciones para cada una de ellas. El objetivo principal de este método es incrementar los periodos de vencimiento de las amortizaciones, así como establecer cuáles son aquellas entidades que son preferentes. Otros tipos de financiación pueden ser la emisión de obligaciones, el leasing de activos o subvenciones. Éstas últimas se tratarán como fondos ajenos y ha de determinarse si se deberán devolver o no.

Un aspecto relevante del *Project Finance* es la elaboración del ya citado *Information Memorandum*. Se trata de un documento realizado por el asesor financiero cuyo objetivo es exponer todos los puntos básicos del proyecto y cuya divulgación está prohibida una vez entregado a los respectivos destinatarios por ser confidencial. A pesar de que se puede elaborar con cierta flexibilidad, existe un contenido básico. Según Gómez Cáceres (2011, p.111) en la primera parte han de reflejarse los motivos que han

conllevado a la realización del proyecto, la descripción del mismo, los socios participantes, la forma jurídica de la SPV y la tecnología utilizada.

A continuación, se debe describir el proyecto, esto es, dónde se va a desarrollar, las instalaciones y un calendario en el que se detallen las fechas claves. Los siguientes apartados deben referirse al análisis sectorial, permisos administrativos y descripción de la tecnología utilizada, añadiendo un estudio de viabilidad técnica de las instalaciones. Seguidamente, se dará mención a la descripción de la dirección y la ejecución del proyecto, así como a la exposición de la estructura contractual. Finalmente, se describirá de forma exhaustiva la financiación planteada.

Una vez vista esta herramienta financiera empleada en el sector de la construcción, se pasa a realizar un análisis de la empresa objeto de estudio, con el fin de observar sus características propias y poder hacer una comparación de la misma con el sector en cuanto a las fuentes de financiación se refiere.

### **3. EMPRESA OBJETO DE ESTUDIO**

A petición de la sociedad objeto de estudio, y por motivos de confidencialidad, se ha decidido no desvelar el nombre de la misma, de modo que se le ha designado el nombre ficticio de CONSTRUCCIONES, S.L.U, puesto que su forma jurídica es una Sociedad Limitada Unipersonal.

Es una empresa situada en la provincia de Zaragoza fundada a principios del año 1994, y pertenece 100% a la Sociedad Grupo Y, S.A.U, dedicada principalmente a la promoción y construcción de viviendas, así como a la gestión de cooperativas. Este grupo, en su conjunto, ha colaborado en la promoción de Viviendas de Protección Oficial, y durante la fase expansiva su participación se extendió al ámbito nacional.

En conformidad con la CNAE 2009, la actividad que lleva a cabo CONSTRUCCIONES es la 4110 “Promoción inmobiliaria”. Su objeto social es la promoción, gestión, construcción, venta, compra, reparación, alquiler y conservación de toda clase de inmuebles y obras en general. Asimismo, su actividad también engloba la preparación, parcelación y urbanización de terrenos y solares. Su capital social, que asciende a 120.200 euros, ha permanecido constante a lo largo de estos años, es decir, no se ha realizado ninguna ampliación de capital.

La empresa ha estado sometida a una serie de riesgos a lo largo de los años, entre los que destacan la gran dependencia del sector con respecto al ciclo económico y la demanda de viviendas que ello conlleva, ambos aspectos reflejados en la introducción, así como la estructura financiera propia de la sociedad, que será estudiada a lo largo del presente apartado.

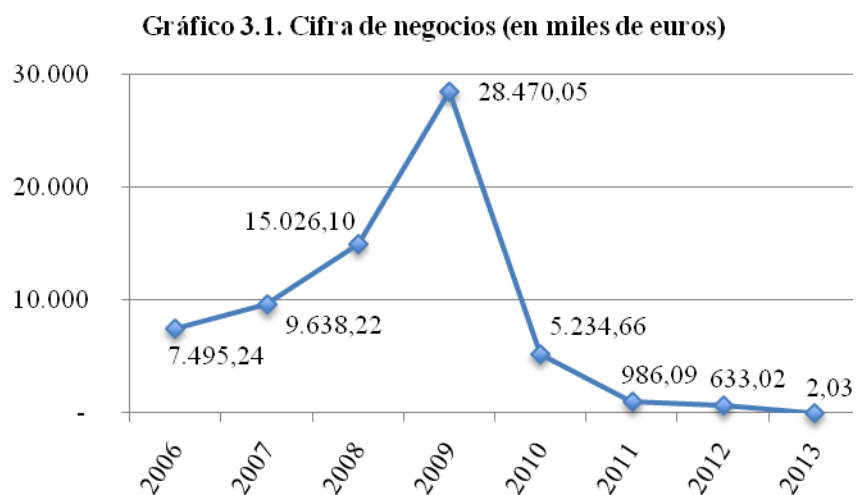
El periodo a analizar durante el estudio de la empresa se ha creído adecuado que comprenda desde el año 2006 hasta el 2013, con el fin de poder hacer una comparativa de la situación antes y durante la crisis económica. El motivo por el que el período de estudio finaliza en el ejercicio 2013 es la entrada de la sociedad en concurso de acreedores de forma voluntaria.

Se ha creído conveniente diferenciar si la sociedad es una PYME o se trata de una empresa grande, puesto que las características son muy diferentes, así como sus métodos de financiación. En virtud de los Artículos 3.9 y 3.10 de la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, y con la información obtenida de sus Cuentas Anuales, detallado todo ello en los ANEXOS I y II, se puede concluir que la sociedad

ha sido considerada desde sus inicios como una PYME, más concretamente como una pequeña empresa. Sin embargo, durante los años 2008 y 2009 fue calificada como mediana empresa, puesto que durante dos años consecutivos no se han superado los límites que establece dicha Ley.

El estudio de la empresa comenzará por un análisis de la estructura financiera de la empresa objeto de estudio a partir de la evolución de diferentes ratios financieros para, posteriormente, realizar un análisis comparativo con una compañía de referencia en el sector así como con la media sectorial.

Como paso previo al análisis de la evolución de diferentes ratios financieros, durante el periodo de análisis (2006-2013), se realiza un seguimiento de los ingresos de explotación de la empresa, cuya evolución se detalla en el Gráfico 3.1.



**Fuente: elaboración propia a partir de Cuentas Anuales**

En primer lugar, cabe mencionar que la cifra de negocios de la empresa se compone de los ingresos obtenidos de las escrituraciones de viviendas (promoción inmobiliaria) y de la obra contratada (construcción). Es por este motivo por el cual en 2009 se alcanza un máximo de ventas, pues es entonces cuando se produce la finalización de un proyecto de construcción de un gran número de viviendas iniciado en el año anterior, con su correspondiente venta. Sin embargo, la acusada ralentización de la creación de nuevas promociones inmobiliarias a partir de 2008 provocó que en 2009 la empresa disminuyera la cantidad de obra contratada en un 48%, y que se prolongó hasta el final del periodo.

A continuación se realiza un análisis económico-financiero que comprende el estudio de los ratios de liquidez, solvencia, endeudamiento, cobertura y rentabilidad financiera y económica.

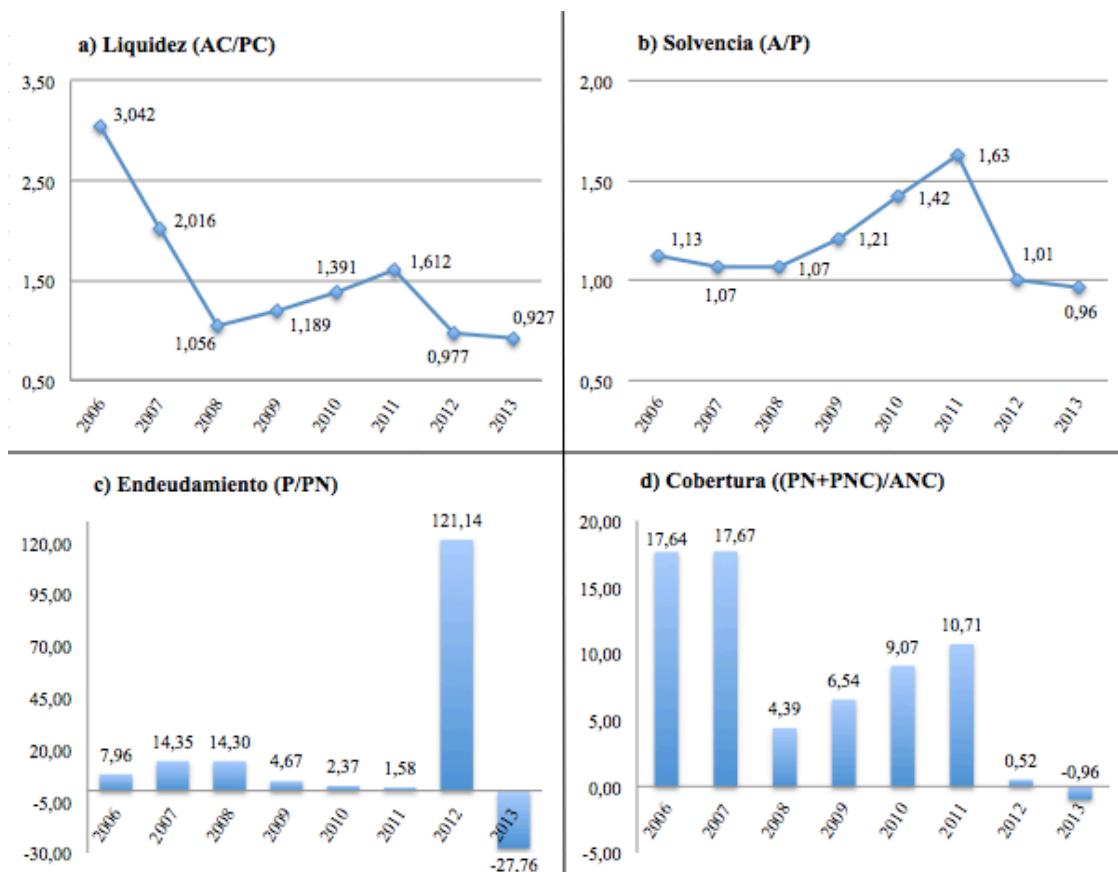
En relación al ratio de liquidez señalar que informa sobre el grado en que una empresa puede hacer frente, mediante su activo circulante, a las deudas a corto plazo. Tal y como se observa en el Gráfico 3.2.a., la capacidad para hacer frente a su exigible a corto plazo de CONSTRUCCIONES es elevada hasta el año 2008. Sin embargo, se registran ciertas variaciones a lo largo de todo el periodo originadas como consecuencia de la actividad de la empresa, puesto que las construcciones tanto en curso como terminadas suponen un gran aumento de las existencias, así como la contratación de préstamos, que incrementan el pasivo corriente.

El ratio de solvencia muestra la capacidad de hacer frente a las deudas contraídas, tanto a largo como a corto plazo. Como se puede apreciar en el Gráfico 3.2.b., la sociedad ha mantenido unos niveles favorables, alcanzando un valor inferior a la unidad en 2013, puesto que el patrimonio neto fue negativo en ese ejercicio, aumentando su pasivo en mayor medida que el activo. Como consecuencia de la caída del activo corriente en un 44% en 2012 por la disminución de los deudores comerciales a cobrar y las inversiones en empresas del grupo, y la estabilidad del pasivo, se produjo un gran descenso de este ratio a partir de ese momento. Este hecho originó en la empresa una situación de insolvencia, por lo que decidió entrar en concurso de acreedores a principios de 2013.

El ratio de endeudamiento refleja la suficiencia que posee una empresa para hacer frente a su exigible con su neto patrimonial. En el Gráfico 3.2.c. se ve cómo CONSTRUCCIONES ha mantenido unos niveles de endeudamiento demasiado elevados, lo cual significa que su financiación se realiza casi exclusivamente a través de financiación ajena con entidades de crédito. Éste ratio se intensificó en los años 2007 y 2008, momento en el que la empresa solicitó un gran crédito para financiar su actividad. En el ejercicio 2012 dicho ratio alcanzó niveles casi insostenibles como consecuencia de la caída de los fondos propios provocada por la disminución de las reservas en un 98,17%, junto a un resultado negativo desde 2011. En 2013 este ratio es negativo, ya que el patrimonio neto también lo es.



**Gráfico 3.2. Análisis de ratios de CONSTRUCCIONES SLU**



**Fuente: elaboración propia a partir de Cuentas Anuales**

En el Gráfico 3.2.d. se analiza el ratio de cobertura, por el cual se observa el grado en que la empresa puede cubrir el total del inmovilizado con sus recursos permanentes. Se puede concluir que la empresa ha tenido unos niveles muy positivos de cobertura, es decir, ha podido financiar hasta 2011 su inmovilizado a través de sus recursos permanentes. Sin embargo, a partir de 2012 el ratio de cobertura cae en gran medida, sobre todo por la disminución ya mencionada del patrimonio neto. En 2013, la cifra negativa de esa partida, unido a la no existencia de pasivo no corriente, ocasionan un ratio negativo.

Algo que resulta llamativo es que la evolución de la cifra de negocios y la de los ratios estudiados hasta ahora no sigue la misma dirección. Desde el inicio del periodo hasta 2009 los ingresos van en aumento, cayendo a partir de ese ejercicio en gran medida, mientras que la liquidez, la solvencia y la cobertura alcanzan sus peores resultados entre 2008 y 2009. La explicación reside en que conforme aumentan los ingresos de explotación, los gastos asociados también se incrementan, aunque en mayor

medida, lo que provoca un descenso del resultado y, por tanto, del neto patrimonial. Este crecimiento de los gastos viene dado principalmente a causa de la cifra de la variación de existencias; en 2008 tuvo un valor positivo de 6,6 millones de euros, mientras que en 2009 alcanzó una cifra negativa de 17 millones. Por otra parte, el gran incremento de la deuda clasificada a corto plazo por la concesión del crédito dirigido a financiar la promoción inmobiliaria en 2008 muy superior al aumento del activo corriente provocó la caída de los ratios.

La rentabilidad económica es un indicador mediante el cual se mide la productividad del activo de una empresa (Rivero Torre, 2009). En la Tabla 3.1.1. se refleja la evolución de la rentabilidad económica antes de impuestos de la empresa, en la que, tal y como se muestra en su definición, no influye la estructura financiera. La tendencia ha sido favorable y estable desde 2007, produciéndose un repunte en 2010 y cayendo hasta niveles negativos a partir de 2011 a causa del resultado negativo de la sociedad. Así pues, cabe concluir que hasta dicho ejercicio, los activos han sido de gran productividad.

**Tabla 3.1.1. Rentabilidad económica y rentabilidad financiera (en %)**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Rentabilidad económica (Resultado de explotación/A)</b>	7,44	3,04	2,91	2,80	5,49	-3,16	-0,27	-2,74
<b>Rentabilidad financiera (Resultado del ejercicio/PN)</b>	28,97	5,19	27,23	2,94	10,59	-7,12	-573,33	122,32

Fuente: elaboración propia a partir de Cuentas Anuales

La rentabilidad financiera refleja los fondos generados dentro de la empresa, y si ésta es insuficiente puede limitar la financiación externa (Sánchez Ballesta, 2002). También reflejado en la Tabla 3.1.1., este indicador ha sido ventajoso para CONSTRUCCIONES, generándose grandes caídas en 2007 y 2009 como consecuencia de los notables descensos del resultado del ejercicio, y siendo el neto patrimonial estable. En 2011 la rentabilidad financiera empieza a ser negativa, obteniéndose en 2012 unos valores extremos a causa de la disminución de las reservas. Finalmente, en

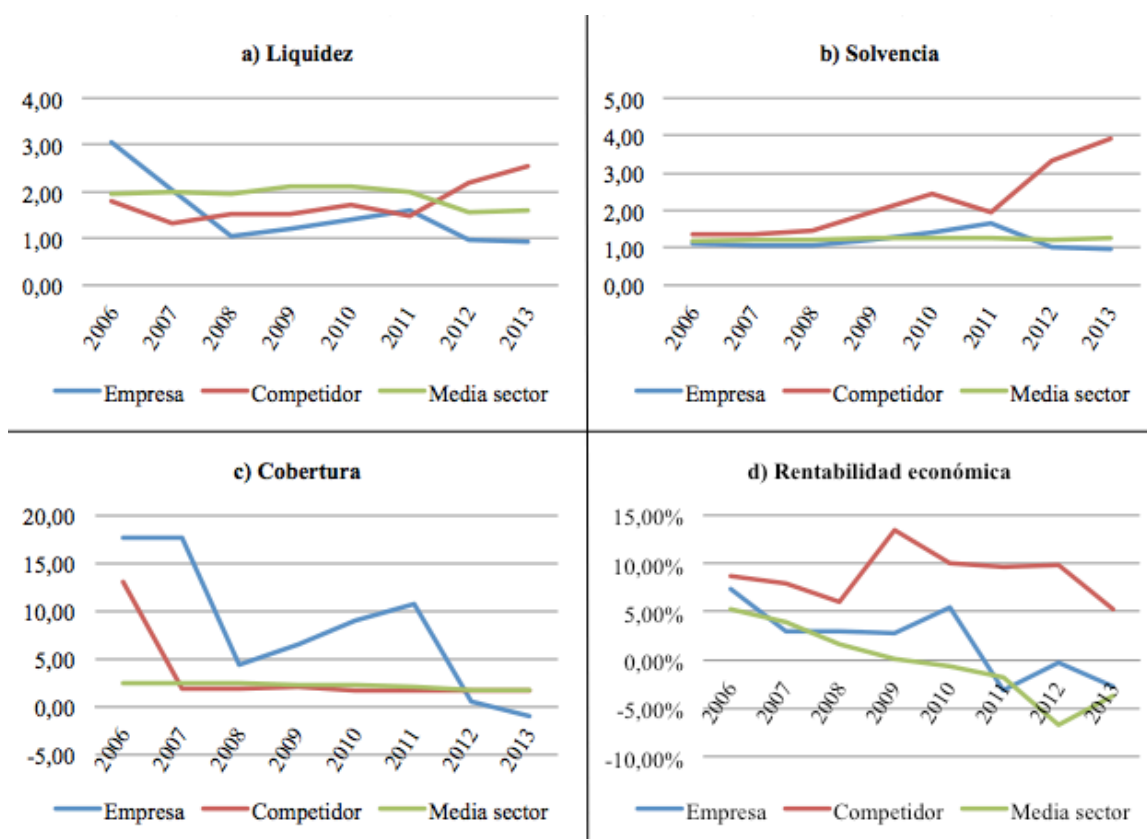
2013 este indicador es muy elevado y positivo, ya que tanto el neto como el resultado son negativos.

### 3.1. COMPARACIÓN CON EL SECTOR

Para poder analizar mejor la situación de la sociedad se ha creído conveniente llevar a cabo una comparación con el sector, concretamente con la empresa competidora con mayor referencia en el ámbito de Zaragoza, en adelante empresa de referencia, y con la media del sector en España, cuyos datos se han obtenido a partir de (SABI, 2003). En esta media se han considerado todas las empresas activas del ámbito nacional cuyo código CNAE 2009 sea el 4110 “Promoción inmobiliaria”.

Se han realizado los mismos cálculos que en el análisis económico-financiero de CONSTRUCCIONES, y los resultados obtenidos han sido los reflejados en los Gráficos 3.1.1. y 3.1.2.

Gráfico 3.1.1. Análisis económico-financiero



Fuente: elaboración propia a partir de SABI

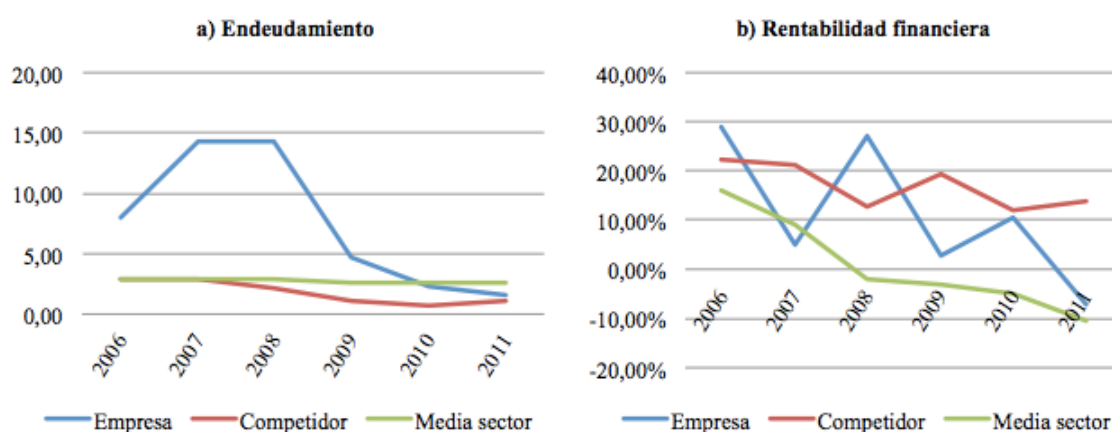
Los ratios de liquidez y solvencia de CONSTRUCCIONES siguen una tendencia muy similar a los de la media del sector. La liquidez de la empresa se sitúa en niveles por debajo de la media y del competidor, y sus cambios de tendencia son más bruscos. Se aprecia cómo la empresa referencia con la que se ha comparado, por el contrario ha sido capaz de hacer frente a la crisis económica, mejorando incluso a partir de 2011, al contrario que en el caso de la empresa objeto de nuestro análisis y de la media sectorial.

En cuanto al ratio de cobertura, se observa una clara diferencia en cada uno de los casos. La media sectorial y la empresa de referencia han mantenido unos niveles estables desde el año 2007, mientras que la empresa objeto de estudio se ha mantenido muy alejada de esta tendencia. Si bien comenzó con un ratio muy favorable, fue decreciendo hasta su caída por debajo de la media en 2012, cuyos motivos ya se han explicado previamente en el estudio de la empresa.

La rentabilidad económica de CONSTRUCCIONES se ha mantenido acorde con la media, aproximadamente, a excepción de sus repuntes en 2010 y 2012 como consecuencia de la disminución de los gastos financieros, principalmente. Por su parte, la empresa competidora no ha obtenido en ningún ejercicio un resultado negativo, lo que provoca que su situación sea muy favorable.

A continuación, en el Gráfico 3.1.2., se muestra la evolución del endeudamiento y de la rentabilidad financiera en el periodo comprendido entre 2006 y 2011, ya que a partir de 2012 no se puede hacer una comparación de la empresa muy fiable debido a la anomalía de sus ratios que ya han sido comentados. En cuanto al endeudamiento, en el Gráfico 3.1.2.a. se aprecia una clara distinción en la empresa con respecto al resto de la competencia hasta el año 2009, situación que ya se ha explicado previamente. La media del sector se ha mantenido en niveles similares a lo largo de todo el horizonte analizado, mientras que la empresa que se ha tomado como referencia sectorial ha disminuido su endeudamiento desde 2008, principalmente como consecuencia del incremento continuado de sus fondos propios y la disminución de su pasivo líquido, siendo su tendencia la más positiva de entre las tres.

**Gráfico 3.1.2. Evolución del ratio endeudamiento y de la rentabilidad financiera**



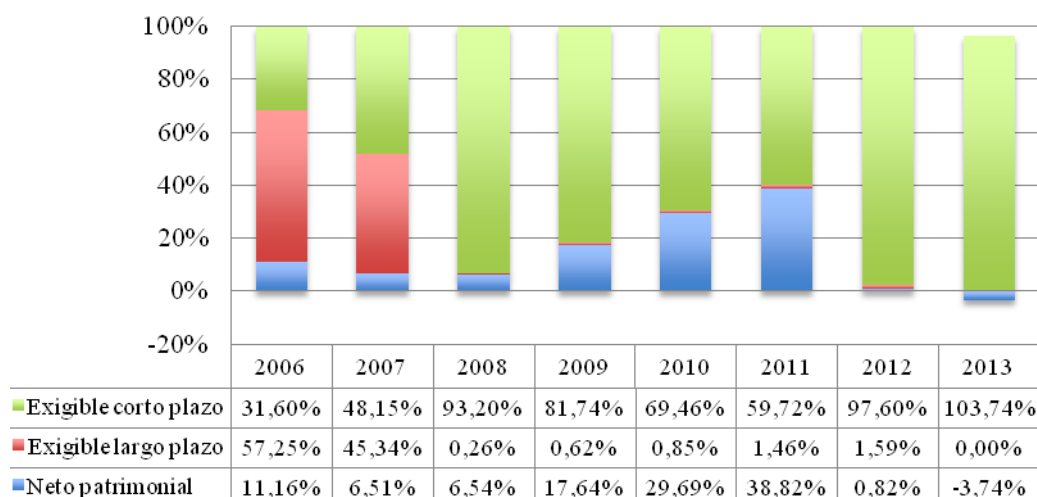
**Fuente: elaboración propia a partir de SABI**

Finalmente, la tendencia de la rentabilidad financiera de las tres partes comparadas es muy dispar, tal y como puede observarse en el Gráfico 3.1.2.b. Cabe destacar que la evolución de la rentabilidad financiera de nuestra empresa y de la empresa de referencia tiene movimientos muy marcados, sin embargo sus trayectorias van en dirección contraria. Esto ocurre como consecuencia del resultado del ejercicio de cada una de ellas, lo cual es habitual debido al sector al que pertenecen, ya que la realización de un proyecto supone un gran incremento del resultado. Asimismo, el neto patrimonial de la empresa competidora va en continuo aumento, mientras que el de la empresa objeto de estudio se mantiene estable. Por su parte, la media del sector sigue una tendencia bajista con el paso de los años por la caída del resultado del ejercicio, negativo a partir de 2008.

### **3.2. MÉTODOS DE FINANCIACIÓN**

Antes de profundizar en cuáles son las herramientas que CONSTRUCCIONES utiliza, se ha analizado su estructura financiera a través de la importancia relativa de cada una de las masas, reflejada en el Gráfico 3.2.1. El neto patrimonial representa las fuentes de financiación propia, mientras que el exigible simboliza las fuentes de financiación ajena tanto a largo como a corto plazo.

**Gráfico 3.2.1. Estructura financiera de CONSTRUCCIONES**

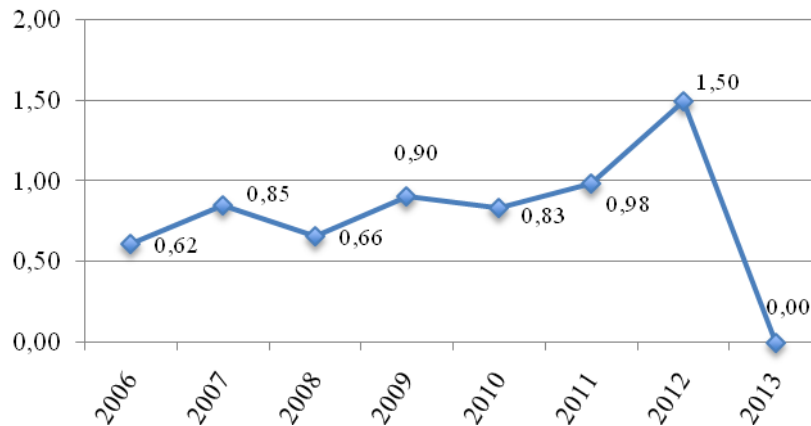


**Fuente: elaboración propia a partir de Cuentas Anuales**

En cuanto al endeudamiento reflejado mediante el pasivo corriente y no corriente, se puede deducir que la empresa se financia mayoritariamente a través de deuda con entidades de crédito. Además, cabe destacar que a partir del año 2008 el exigible a largo plazo comienza a tener una importancia relativa mínima. Una característica propia de las empresas constructoras y, por lo tanto, de esta empresa, es que las deudas destinadas a cubrir la actividad de la empresa, en este caso las existencias necesarias, deben ser clasificadas del mismo modo, es decir, como exigible a corto plazo. Así, en las notas de la memoria referidas a la deuda a corto plazo con entidades de crédito se hace una clasificación de aquella que realmente es a largo y a corto plazo.

En lo referido a las fuentes de financiación propia, la empresa cuenta con autofinanciación por enriquecimiento obtenida a partir de los resultados alcanzados que se destinan a la partida de reservas, la cual queda reflejada en el Gráfico 3.2.2. Si comparamos la tendencia con la evolución de la rentabilidad financiera observada anteriormente en el análisis económico-financiero, se aprecia que la trayectoria es la misma, ya que el resultado del ejercicio afecta directamente en ambos casos. Los niveles de autofinanciación resultan un tanto elevados, sin embargo al tratarse de una PYME no son insólitos, por las razones ya mencionadas previamente.

**Gráfico 3.2.2. Grado de autofinanciación total  
(Reservas/PN)**



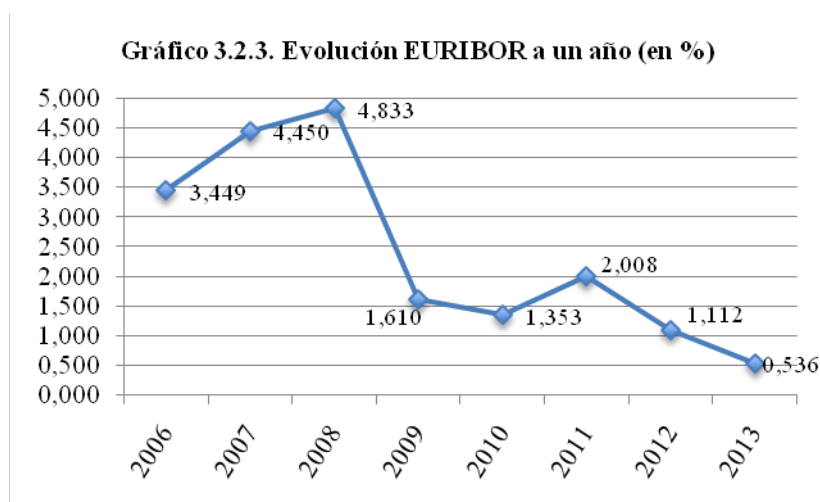
**Fuente: elaboración propia a partir de Cuentas Anuales**

Centrándonos en los métodos de financiación ajena, algo característico de las empresas constructoras, como ya se ha mencionado en el correspondiente apartado, es que financien parte de su inmovilizado a través de la herramienta de largo plazo conocida como arrendamiento financiero. CONSTRUCCIONES tuvo contratado un leasing financiero durante los años 2006 y 2007 por la adquisición de una furgoneta con una entidad de crédito cuyos intereses devengados se calcularon en función de un tipo de interés nominal anual del 4,25%, y cuya deuda se clasificó a corto y largo plazo.

Además de este mecanismo, la empresa únicamente obtiene financiación ajena a través de préstamos destinados a financiar este tipo de actividades, es decir, préstamos con garantía hipotecaria contratados con entidades de crédito. A lo largo del periodo 2006-2013, ha mantenido un total de cinco préstamos hipotecarios. Uno de ellos, contratado en 2005 y finalizado en 2010, fue clasificado a corto plazo para su posterior renovación y ampliación en 2007, puesto que se solicitó para la adquisición de un solar sobre el que se realizó un proyecto de construcción, que supuso un gran incremento de la deuda y de las ventas posteriormente.

Relacionado con las características ya mencionadas del préstamo hipotecario en la descripción de las fuentes de financiación, el vencimiento medio de los préstamos que mantiene la sociedad es de 18,8 años, y todos ellos tienen un periodo inicial en el que el pago de intereses es a un tipo fijo nominal anual, y a partir de cierto momento se establece un tipo variable cuya referencia es el Euribor a un año más un diferencial, es decir, se trata de un tipo de interés mixto.

Estos diferenciales quedan recogidos en la Tabla 3.2.1., y se puede apreciar cómo en uno de los préstamos de 2005 este diferencial es inferior, debido a la gran cuantía del contrato. Por otra parte, desde 2009 estos diferenciales son mayores, lo cual se justifica por la caída de los tipos de interés a partir de 2008, que se muestra en el Gráfico 3.2.3., estableciéndose en los dos préstamos de 2009 un mínimo interés global del 3,25%, a pesar de que las restricciones de liquidez que empezaban a experimentar los mercados se dejaban notar sobre los diferenciales.



**Fuente: elaboración propia a partir de datos del European Money Markets Institute (EMMI)**

En la Tabla 3.2.1. se pueden observar las condiciones de cada uno de los cinco préstamos hipotecarios que CONSTRUCCIONES ha mantenido en el periodo 2006-2013. En cuanto a las comisiones se refiere, se aprecia que en el segundo préstamo concedido éstas son menores, puesto que el proyecto es de gran envergadura.

**Tabla 3.2.1. Condiciones de los préstamos mantenidos**

	2005	2005 (Proyecto)	2009	2009	2012
<b>Capitales (en miles de euros)</b>	89,60	22.610,26	1.265,00	1.227,27	459,99
<b>Diferencial tipos de interés</b>	1	0,60	1,75	1,75	1,75
<b>Duración (en años)</b>	15	28	18	18	15
<b>Comisión de apertura</b>	0,25%	0,05%	0,50%	0,50%	0,00%
<b>Comisión de subrogación</b>	1,00%	-	0,50%	1,00%	0,50%
<b>Modificación de condiciones</b>	-	-	1,00%	1,00%	-
<b>Comisión ampliación de plazo</b>	-	-	0,10%	0,10%	-
<b>Cuota impagada (en euros)</b>	-	-	24	24	30

**Fuente: elaboración propia**



Se puede apreciar cómo este préstamo más significativo afectó a la estructura financiera de la empresa, ya que en 2008, año de construcción, el exigible a corto plazo cobró mucha más importancia relativa. En dicho contrato se estableció un periodo de carencia hasta el año 2010, lo mismo que ocurrió en los préstamos contraídos en el ejercicio 2009, cuyo periodo fue hasta el año 2013. Cabe destacar que la comisión de apertura es la que mayor variación sufre en función del capital otorgado. Además, en 2009 se establecen más comisiones por el cambio de las condiciones.

Tras la llegada de la crisis que conllevó al declive de la situación de la empresa, CONSTRUCCIONES decidió acordar con su principal entidad financiera una refinanciación de la deuda desde el año 2011 hasta el 2013, sin embargo esta actuación no fue suficiente.

Cabe mencionar que la evolución de la situación económico-financiera no sólo ha sido ocasionada por la estructura de préstamos que ha venido manteniendo, sino por otros acontecimientos relacionados con los riesgos a los que la empresa ha estado expuesta.

Su peculiar estructura financiera debido a la obligación de clasificar la deuda a corto plazo como consecuencia de su actividad, junto a la dependencia del sector con el ciclo económico han llevado a la presente situación de insolvencia de la empresa. Sin embargo, la empresa de referencia mencionada anteriormente no se ha visto afectada como CONSTRUCCIONES, lo que denotaría una falta de anticipación de la sociedad a las nuevas circunstancias, degenerando en un escaso margen de reacción ante los acontecimientos externos.

### **3.3. COMPARATIVA ENTRE *PROJECT FINANCE* Y EMPRESA OBJETO DE ESTUDIO**

Tomando como referencia instrumentos de financiación específicos en el sector y teniendo en cuenta las características que presenta la estructura financiera de la sociedad, se ha tratado de realizar un análisis comparativo entre la herramienta *Project Finance* utilizada por las grandes empresas del sector y la forma de financiación de la empresa objeto de nuestro estudio. Para ello fue necesario aclarar diferentes aspectos relativos a la estructura financiera de la empresa con el fin de concretar y efectuar el

análisis comparativo, mediante la realización de una entrevista reflejada en el ANEXO VII.

A partir de la comparación de las diferentes alternativas se destaca que la primera y principal diferencia reside en la creación de una Sociedad Vehículo de Proyecto (SPV) que se lleva a cabo en el *Project Finance*, la cual obtiene y devuelve la financiación. Por su parte, en la empresa objeto de estudio, es ésta la que recibe los fondos necesarios y quien ha de reembolsar la deuda a través del pago realizado por el comprador de la vivienda, puesto que este tipo de construcciones no suponen una obtención de rendimientos posteriores, como ocurre en el *Project Finance*.

Relacionado con estos rendimientos, cabe destacar que en CONSTRUCCIONES no hay presencia de socios que reciban beneficios por participar en el proyecto. Sin embargo, el hecho de que esta sociedad pertenezca a un grupo empresarial, hace que los beneficios obtenidos tras la venta, que son percibidos por la empresa promotora, se distribuyan vía dividendos a dicho grupo. Asimismo, es la empresa matriz la que presta los servicios de asesoramiento, además de apoyos en cuanto a aspectos comerciales, de gestión o de dirección, los cuales son retribuidos.

Por otra parte, en la empresa promotora el riesgo de impago recae por completo sobre la misma, al contrario que en el *Project Finance*, en el que son los socios de la SPV, junto a las entidades financieras, los que se hacen cargo del mismo. Además, el riesgo en el *Project Finance* se distribuye entre un gran número de partes, mientras que en CONSTRUCCIONES únicamente carga con el riesgo dicha sociedad promotora.

Las fases que se llevan a cabo tanto en la sociedad como en la financiación de proyectos del sector son muy similares. En CONSTRUCCIONES también se llevan a cabo cuatro etapas para la realización completa del proyecto. La primera de ellas es el análisis de viabilidad del mismo, el cual engloba el estudio por parte del departamento jurídico y técnico del suelo que puede ser adquirido con el fin de profundizar en la situación urbanística para, después, analizar qué tipo de construcciones se pueden realizar sobre éste. Finalmente, en esta primera fase se realiza un análisis de la competencia y de precios de salida, así como un estudio de los costes asociados al proyecto y de las alternativas más económicas.

La segunda etapa se basa en la compra de dicho suelo mediante préstamo hipotecario con garantía, minimizándose el riesgo en este momento. Esta minimización

no es la misma que en el *Project Finance*, la cual supone un proceso más prolongado que se ha explicado ya anteriormente.

Las dos últimas fases son la ejecución del proyecto, cuya duración es de entre dos y tres años, y su explotación. Ésta última también dista del caso del *Project Finance*, ya que en la empresa la explotación del proyecto se considera a la comercialización del producto, aunque se podría decir que esta fase se realiza desde el principio del proyecto, pues es posible comprar la vivienda antes de su realización.

La financiación que se utiliza para cubrir la deuda del proyecto en el caso de la empresa promotora se realiza a través del ya mencionado préstamo hipotecario concedido por una entidad financiera con vencimiento a corto plazo, inicialmente para la compra del solar. En segundo lugar, y una vez estudiado todo el proyecto, se lleva a cabo la ampliación de este préstamo, con alguna modificación de las condiciones.

En primer lugar, el importe del préstamo cubre entre el 75% y el 80% del valor de venta de la promoción completa; el resto lo aportan los compradores de la vivienda. Asimismo, como ya se ha visto anteriormente, se establece un periodo de carencia. La disposición del préstamo se consigue una vez entregado a la entidad un certificado del arquitecto con el porcentaje que se ha ejecutado hasta el momento, abonando ésta la cuantía correspondiente.

En el caso del *Project Finance*, la deuda *senior*, es decir, aquella parte de financiación con instituciones financieras, se basa en los préstamos sindicados, tal y como se ha visto, aunque el funcionamiento de éstos es igual al de un préstamo básico, mediante devolución de la deuda de forma periódica a partir de unas condiciones previas.

Finalmente, a la hora de la realización del proyecto, CONSTRUCCIONES no realiza un informe similar al *Information Memorandum*. Por su parte, se lleva a cabo un seguimiento minucioso de éste a través de todas las partes vinculadas, que actuarán en consecuencia de cualquier suceso.

Así pues, las diferencias entre ambos métodos no son abundantes, pero sí que las que existen son relevantes. Es decir, para llevar a cabo una herramienta tal como el *Project Finance* es necesario que la operación sea de gran envergadura, así como que quien la lleve a cabo sea una compañía de tamaño considerable. De este modo, cabe concluir que la sociedad no podría hacer frente a este tipo de financiación por no

cumplir con dichas condiciones, además de su incapacidad para contratar un préstamo sindicado debido al gran número de garantías y partes requeridas.

## 4. CONCLUSIONES

Tras haber realizado un análisis general de las fuentes de financiación de las empresas y un estudio detallado de la estructura económica-financiera de la sociedad, cabe concluir que ésta presenta unas características particulares como consecuencia de su actividad.

Las elevadas cantidades de dinero que son necesarias para la construcción de viviendas suponen la necesidad de las empresas constructoras a recurrir a préstamos hipotecarios a largo plazo, puesto que es la herramienta que mejor se adapta a sus necesidades. Sin embargo, tras la llegada de la crisis económica en 2007, la concesión de este método por parte de las entidades financieras disminuyó, sobre todo entre 2012 y 2014. Una alternativa a este método en el sector es el contrato de leasing financiero, más concretamente el leasing mobiliario, siendo nuestra empresa un ejemplo de aplicación del mismo.

No obstante, la necesidad de financiación de proyectos de gran envergadura en el sector de la construcción condujo a la creación del *Project Finance*, de modo que las grandes empresas han sustituido los préstamos hipotecarios por esta herramienta, basada en préstamos sindicados, aportaciones de los numerosos socios y del capital obtenido mediante el mercado de capitales, entidades de capital riesgo y fondos de inversión.

CONSTRUCCIONES es una pequeña empresa que no tiene la capacidad suficiente de hacer frente a créditos sindicados, ni las partes necesarias para llevar a cabo un *Project Finance*. Así, la fuente de financiación básica utilizada por la sociedad es el préstamo con garantía hipotecaria, que influye de manera significativa en la estructura de la sociedad, ya que en este sector la deuda destinada a financiar la actividad se ha de clasificar a corto plazo. Por este motivo, el exigible a corto plazo supone una gran importancia relativa en dicha estructura. Por otra parte, en el análisis económico-financiero se aprecia cómo la contratación de los préstamos, principalmente el de mayor cuantía, afecta a los ratios estudiados y a las rentabilidades de la sociedad.

En cuanto a las condiciones de sus préstamos contratados, cabe destacar la transformación de los diferenciales que se suman al tipo de interés. Se aprecia que este diferencial disminuye conforme la cuantía del préstamo también lo hace. Sin embargo, en el primer préstamo contratado en 2005 el diferencial es menor que en los contratados

a partir de 2009, puesto que el Euribor ha disminuido. Esto es, la caída del Euribor ha conllevado a que los diferenciales vayan en aumento.

Asimismo, tras la llegada de la crisis CONSTRUCCIONES acordó con su entidad financiera una refinanciación de la deuda, lo cual no fue suficiente para hacer frente a la situación, entrando en concurso de acreedores en 2013. Las mencionadas peculiaridades de su estructura financiera y la falta de anticipación, que conllevó a la inexistencia de un margen de reacción ante los acontecimientos, unido a la dependencia del sector de la construcción al ciclo económico, han acarreado a su situación actual de insolvencia.

## 5. BIBLIOGRAFÍA

Aceptaciones bancarias. (s. f.). Recuperado 2 de mayo de 2016, a partir de <https://www.bancopopular.com.co/wps/portal/popular/inicio/banca-empresarial/lineas-credito/aceptaciones-bancarias/>

Andreu, L., Ferreruela, S., Gimeno, C., Ortas, E., & Pellejero, P. (2011). *Finanzas de empresa: Inversión y Financiación*. Zaragoza: Copy Center Digital.

Banco de España. (2016). *Informe de estabilidad financiera Mayo 2016*. Madrid.

Campos Echevarría, J. L. (2008). *La burbuja inmobiliaria española* (Marcial Pons).

Cantalapiedra, M. (2010). Seis diferencias entre factoring y descuento comercial | Gestores de Riesgo y Morosidad. Recuperado a partir de <http://www.gestoresderiesgo.com/cobros-y-recobros/seis-diferencias-entre-factoring-y-descuento-comercial>

Cazorla Papis, L., Céspedes Lorente, J., & Cano Guillén, C. J. (1997). Estrategia inversora de las entidades de capital riesgo: un análisis de los principales factores determinantes, *3*(1), 77-91.

Cierval. (2009). *Guía para la Financiación de Pymes*. Generalitat Valenciana.

Colegio Libre de Eméritos. (s. f.). El sector construcción en España: análisis, perspectivas y propuestas. Recuperado a partir de [http://www.colegiodeemeritos.es/docs/repositorio/es\\_ES/Cuadernos\\_del\\_Colegio/el\\_sector\\_construccion\\_en\\_espana\\_\(final\).pdf](http://www.colegiodeemeritos.es/docs/repositorio/es_ES/Cuadernos_del_Colegio/el_sector_construccion_en_espana_(final).pdf)

Del Carpio Gallegos, J., & Gallegos, J. D. C. (2001). Financiamiento de proyectos (Project Finance). *Industrial Data*, *4*(1), 020-024.

Descargas | Leasing | Estadísticas. (s. f.). Recuperado 13 de mayo de 2016, a partir de [https://ael.es/index.php?option=com\\_docman&task=cat\\_view&gid=183&&Itemid=33](https://ael.es/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=183&&Itemid=33)

Descuento comercial | Financiación | Empresas. (s. f.). Recuperado 3 de mayo de 2016, a partir de [https://empresa.lacaixa.es/financiacion/descuentocomercial\\_es.html#caracteristicas\\_principales\\_del\\_descuento\\_comercial](https://empresa.lacaixa.es/financiacion/descuentocomercial_es.html#caracteristicas_principales_del_descuento_comercial)

EMMI - European Money Markets Institute | Euribor® Rates. (s. f.). Recuperado 9 de junio de 2016, a partir de <http://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-org/euribor-rates.html>

Estadísticas - Asociación Española de Factoring. (s. f.). Recuperado 13 de mayo de 2016, a partir de <http://www.factoringasociacion.com/estadisticas.php#>

Expansion.com. (s. f.). Expansión - Diario Económico e información de mercados. Recuperado 2 de mayo de 2016, a partir de <http://www.expansion.com/index.html>

Fernández Guadaño, J. (s. f.). Financiación interna de la empresa. Recuperado 2 de mayo de 2016, a partir de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/financiacion-interna-de-la-empresa.html>

Ferruz Agudo, L., Andreu, L., & Vicente, L. (2007). *Promoción inmobiliaria: Nuevas oportunidades y enfoques de gestión*. Madrid: AECA Monografías.

Financiación Ajena. (s. f.). Recuperado 2 de mayo de 2016, a partir de <http://www.creacionempresas.com/recursos-para-la-empresa/financiacion-ajena>

Fuentes de financiación a corto plazo - BBVA Con tu empresa. (s. f.). Recuperado 2 de mayo de 2016, a partir de <http://www.bbvacontuempresa.es/servicios-bancarios/seis-fuentes-financiacion-para-la-empresa-a-corto-plazo>

Fundación Laboral de la Construcción de Aragón. (2008). *Estudio del sector de la construcción, perspectivas de futuro, renovación generacional e inmigración*.

García Delgado, J. L., & Myro, R. (2012). *Economía española: una introducción* (1ª ed.). Civitas.

Giménez Zuriaga, I. (2013). *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2013)* (pp. 183-217). Fundación de Estudios Financieros.

Gómez Cáceres, D., & Madico, J. J. (2001). *Financiación global de proyectos: Project Finance*. Madrid: ESIC EDITORIAL.

Instituto de Crédito Oficial. (1995). *Financiación de proyectos: Project-finance*. Madrid: Cuadernos ICO.

Los «BusinessAngels» como alternativa financiera para la PYME. (2006). *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española*, (2876), 12-25.



Martínez Carrascal, C., & Mulino Ríos, M. (2014). *La evolución del crédito bancario a las empresas españolas según su tamaño*. (pp. 117-125). Madrid: Banco de España.

Palomo Zurdo, R. J., & Vieira Cano, M. (s. f.). Descuento comercial o bancario. Recuperado 3 de mayo de 2016, a partir de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/descuento-comercial-o-bancario.html>

Pérez de Herrasti y de Goyeneche, I. (1997). *Project finance: Inversión en proyectos autofinanciados*. Madrid: Ediciones 2010.

¿Qué es el Leasing? - BBVA Con tu empresa. (2014, marzo 25). Recuperado 3 de mayo de 2016, a partir de <http://www.bbvacontuempresa.es/servicios-bancarios/que-es-el-leasing>

Rivero Torre, P. (2009). *Análisis de balances y Estados complementarios*. Ediciones Pirámide.

Rodríguez López, J. (2013). Presente y futuro del sector de la construcción, 19-26.

Roure, J., & De San José, A. (s. f.). *Informe Business Angels AEBAN 2016*. Asociación de Redes de Business Angels de España, AEBAN.

Sánchez Ballesta, J. P. (2002). Análisis de Rentabilidad de la empresa. Recuperado a partir de <http://www.5campus.com/leccion/anarenta>

Sección prensa / Hipotecas inmobiliarias (H). (s. f.). Recuperado 13 de mayo de 2016, a partir de [http://www.ine.es/prensa/h\\_tabla1.htm](http://www.ine.es/prensa/h_tabla1.htm)

SOGARPO. (2012). *Claves para acceder a la financiación: Guía práctica para pymes*.

Steinberg, F. (2008). La crisis financiera mundial: causas y respuesta política, (126/2008).

Taltavull de La Paz, P. (2001). *Economía de la construcción*. Civitas Ediciones, S.L.

Valiente, F. O. (s. f.). Economía española. Las exigencias de un crecimiento vigoroso. Círculo Cívico Opinión. Recuperado 20 de marzo de 2016, a partir de [http://www.circulocivicodeopinion.es/cyp\\_detalle.asp?id=30](http://www.circulocivicodeopinion.es/cyp_detalle.asp?id=30)

## 5. ANEXOS

**ANEXO I.** Consideración de PYME o empresa grande según Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas.

	<b>Empleados</b>	<b>Cifra de negocios (€)</b>	<b>Balance (€)</b>
<b>Pequeña empresa</b>	< 50	< 8.000.000	< 4.000.000
<b>Mediana empresa</b>	< 250	< 40.000.000	< 20.000.000
<b>Empresa grande</b>	> 250	> 40.000.000	> 20.000.000

**ANEXO II.** Datos de la empresa que la diferencian de PYME o empresa grande.

	<b>Número de empleados</b>	<b>Cifra de negocios (€)</b>	<b>Balance (€)</b>
<b>2006</b>	23	7.495.239,45	11.322.697,83
<b>2007</b>	59	9.638.217,95	19.545.059,79
<b>2008</b>	65	15.026.103,59	26.562.229,25
<b>2009</b>	40	28.470.050,29	10.142.957,82
<b>2010</b>	13	5.234.656,05	6.738.897,60
<b>2011</b>	8,66	986.093,25	4.929.467,01
<b>2012</b>	3,33	633.024,51	2.803.107,87
<b>2013</b>	0	2.028,00	2.752.012,57

### ANEXO III. Balances de situación de CONSTRUCCIONES, S.L.U

<i>Importes expresados en EUROS</i>	2007	2006
<b>ACTIVO</b>	<b>19.545.059,79</b>	<b>11.322.697,83</b>
<b>INMOVILIZADO.</b>	<b>573.469,52</b>	<b>439.029,95</b>
Inmovilizaciones inmateriales.	6.093,83	5.756,88
Inmovilizaciones materiales.	563.513,76	431.656,90
Inmovilizaciones financieras.	3.861,93	1.616,17
<b>GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS.</b>	<b>52,52</b>	<b>436,73</b>
<b>ACTIVO CIRCULANTE.</b>	<b>18.971.537,75</b>	<b>10.883.231,15</b>
Existencias.	11.639.856,11	7.435.620,25
Obras en curso.	11.639.856,11	7.435.620,25
Deudores.	7.098.991,23	3.319.682,90
Inversiones financieras temporales.	8.193,09	8.193,09
Tesorería.	224.497,32	119.734,91
<b>PASIVO</b>	<b>19.545.059,79</b>	<b>11.322.697,83</b>
<b>FONDOS PROPIOS.</b>	<b>1.273.135,97</b>	<b>1.263.181,65</b>
Capital suscrito.	120.200,00	120.200,00
Reservas.	1.086.881,65	777.067,53
Reserva legal.	24.040,48	24.040,48
Otras reservas.	1.062.841,17	753.027,05
Pérdidas y Ganancias (beneficio o pérdida)	66.054,32	365.914,12
<b>ACREEDORES A LARGO PLAZO.</b>	<b>8.861.225,20</b>	<b>6.481.808,61</b>
Deudas con entidades de crédito.	8.861.225,20	6.481.808,61
<b>ACREEDORES A CORTO PLAZO.</b>	<b>9.410.698,62</b>	<b>3.577.707,57</b>
Deudas con entidades de crédito.	25.295,77	17.559,58
Deudas con empresas del grupo y asociadas.	3.975.301,33	1.198.646,57
Acreedores comerciales.	5.210.181,15	2.103.090,53
Otras deudas no comerciales.	199.920,37	258.410,89

<i>Importes expresados en EUROS</i>	2009	2008
<b>ACTIVO</b>		
<b>A) ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>283.177,46</b>	<b>411.142,86</b>
I. Inmovilizado intangible	747,94	3.056,88
II. Inmovilizado material	280.531,21	403.643,74
V. Inversiones financieras a largo plazo	1.898,31	4.442,24
<b>B) ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>9.859.780,36</b>	<b>26.151.086,39</b>
II. Existencias	2.156.213,74	18.916.722,67
3. Edificios en construcción de ciclo corto	0,00	18.903.091,90
5. Edificios construidos	2.147.167,05	0,00
7. Anticipos a proveedores	9.046,69	13.630,77
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	6.567.204,18	6.838.404,17
IV. Inv. en emp. del grupo y asociadas a c.p.	699.048,73	77.795,52
V. Inversiones financieras a corto plazo	10.852,05	4.925,00
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalente	426.461,66	313.239,03
<b>TOTAL ACTIVO (A+B)</b>	<b>10.142.957,82</b>	<b>26.562.229,25</b>
<b>PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>		
<b>A) PATRIMONIO NETO</b>	<b>1.788.732,47</b>	<b>1.736.206,59</b>
A-1) Fondos propios	1.788.732,47	1.736.206,59
I. Capital	120.200,00	120.200,00
III. Reservas	1.616.006,59	1.143.195,97
1. Legal y estatutarias	24.040,48	24.040,48
2. Otras reservas	1.591.966,11	1.119.155,49
VII. Resultado del ejercicio	52.525,88	472.810,62
<b>B) PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>63.135,52</b>	<b>68.958,94</b>
II. Deudas a largo plazo	63.135,52	68.958,94
<b>C) PASIVO CORRIENTE</b>	<b>8.291.089,83</b>	<b>24.757.063,72</b>
III. Deudas a corto plazo	2.726.493,50	13.922.867,78
V. Deudas con emp. del grupo y asociadas a c.p.	0,00	113.666,72
VI. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	5.564.596,33	10.720.529,22
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A+B+C)</b>	<b>10.142.957,82</b>	<b>26.562.229,25</b>

Importes expresados en EUROS	2011	2010
<b>TOTAL ACTIVO (A+B)</b>	<b>4.928.467,01</b>	<b>6.738.897,60</b>
<b>A) ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>185.318,12</b>	<b>226.759,10</b>
I. Inmovilizado intangible	819,96	1.500,35
II. Inmovilizado material	183.233,90	223.232,95
V. Inversiones financieras a largo plazo	1.264,26	2.025,80
<b>B) ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>4.743.148,89</b>	<b>6.512.138,50</b>
II. Existencias	1.756.442,12	1.805.419,44
5. Edificios construidos	1.748.439,62	1.797.326,94
7. Anticipos a proveedores	8.002,50	8.092,50
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	988.773,74	1.926.873,17
IV. Inv. en emp. del grupo y asociadas a c.p.	1.997.021,68	2.774.426,41
V. Inversiones financieras a corto plazo	400,00	0,00
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalente	511,35	5.419,48
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A+B+C)</b>	<b>4.928.467,01</b>	<b>6.738.897,60</b>
<b>A) PATRIMONIO NETO</b>	<b>1.913.297,01</b>	<b>2.000.582,90</b>
A-1) Fondos propios	1.864.359,31	2.000.582,90
I. Capital	120.200,00	120.200,00
1. Capital escriturado	120.200,00	120.200,00
III. Reservas	1.880.382,90	1.668.532,47
1. Legal y estatutarias	24.040,48	24.040,48
2. Otras reservas	1.856.342,42	1.644.491,99
VII. Resultado del ejercicio	-136.223,59	211.850,43
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	48.937,70	0,00
<b>B) PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>71.880,12</b>	<b>57.222,81</b>
II. Deudas a largo plazo	50.906,82	57.222,81
V. Pasivos por impuesto diferido	20.973,30	0,00
<b>C) PASIVO CORRIENTE</b>	<b>2.943.289,88</b>	<b>4.681.091,89</b>
III. Deudas a corto plazo	2.305.674,37	2.414.617,97
IV. Deudas con emp. del grupo y asociadas a c.p.	22.802,16	0,00
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	614.813,35	2.266.473,92

Importes expresados en EUROS	2013	2012
<b>TOTAL ACTIVO (A+B)</b>	<b>2.752.012,57</b>	<b>2.803.107,87</b>
<b>A) ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>106.604,76</b>	<b>129.615,27</b>
II. Inmovilizado material	106.604,76	129.426,07
V. Inversiones financieras a largo plazo	0,00	189,20
<b>B) ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>2.645.407,81</b>	<b>2.673.492,60</b>
II. Existencias	1.748.439,62	1.748.439,62
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	21.710,60	55.156,24
IV. Inv. en emp. del grupo y asociadas a c.p.	860.791,21	869.811,26
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalente	14.466,38	85,48
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A+B+C)</b>	<b>2.752.012,57</b>	<b>2.803.107,87</b>
<b>A) PATRIMONIO NETO</b>	<b>-102.844,09</b>	<b>22.949,94</b>
A-1) Fondos propios	-102.844,09	22.949,94
I. Capital	120.200,00	120.200,00
1. Capital escriturado	120.200,00	120.200,00
III. Reservas	0,00	-101.753,55
1. Legal y estatutarias	0,00	24.040,48
2. Otras reservas	0,00	10.289,37
V. Resultados de ejercicios anteriores	-97.250,06	0,00
2. Resultados negativos de ejercicios anteriores	-97.250,06	0,00
VII. Resultado del ejercicio	-125.794,03	-131.579,91
<b>B) PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>0,00</b>	<b>44.450,82</b>
II. Deudas a largo plazo	0,00	44.450,82
<b>C) PASIVO CORRIENTE</b>	<b>2.854.856,66</b>	<b>2.735.707,11</b>
III. Deudas a corto plazo	2.445.472,27	2.365.684,09
IV. Deudas con emp. del grupo y asociadas a c.p.	90.793,04	90.793,04
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	318.591,35	279.229,98

## ANEXO IV. Cuentas de Pérdidas y Ganancias de CONSTRUCCIONES, S.L.U.

Importes expresados en EUROS	2009	2008
<b>A) OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>52.525,88</b>	<b>472.810,62</b>
1. Importe neto de la cifra de negocios	28.470.050,29	15.026.103,59
a) Ventas	28.468.542,29	14.981.805,53
b) Prestación de servicios	1.508,00	44.298,06
2. Var. exist. de promoc. en curso y edif. constru	-17.016.106,96	6.661.330,36
4. Aprovisionamientos	-8.064.426,41	-16.999.232,39
c) Obras y servicios realizados por terceros	-8.064.426,41	-16.999.232,39
6. Gastos de personal	-1.663.904,21	-2.601.557,87
7. Otros gastos de explotación	-1.287.149,60	-1.133.560,11
8. Amort. del inmovilizado	-149.463,29	-168.372,81
11. Deterioro de result. por enajenac. de inmov.	-5.158,18	-11.055,76
13. Otros resultados	0,00	-1.500,00
<b>[A.1] RESULT. EXPLOT.. (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10+11+12)]</b>	<b>283.841,64</b>	<b>772.155,01</b>
14. Ingresos financieros	301.322,26	602.036,04
15. Gastos financieros	-510.126,93	-700.292,91
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas	-1.232,28	-138.617,95
b) Por deudas con terceros	-508.894,65	-561.674,96
<b>[A.2] RESULTADO FINANCIERO (13+14+15+16+17)]</b>	<b>-208.804,67</b>	<b>-98.256,87</b>
<b>[A.3] RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A.2)]</b>	<b>75.036,97</b>	<b>673.898,14</b>
20. Impuestos sobre beneficios	-22.511,09	-201.087,52
<i>[Impuesto sobre beneficios]</i>	<i>-22.511,09</i>	<i>-201.087,52</i>
<b>[A.4] RESULT. OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+18)]</b>	<b>52.525,88</b>	<b>472.810,62</b>
<b>[A.5] RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4+19)]</b>	<b>52.525,88</b>	<b>472.810,62</b>

Importes expresados en EUROS	2011	2010
<b>CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS</b>	<b>-136.223,59</b>	<b>211.850,43</b>
<b>A) OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>-136.223,59</b>	<b>211.850,43</b>
1. Importe neto de la cifra de negocios	986.093,25	5.234.656,05
a) Ventas	948.608,75	5.234.656,05
b) Prestación de servicios	37.484,50	0,00
2. Var. exist. de promoc. en curso y edif. constru	-48.887,32	-349.840,11
4. Aprovisionamientos	-666.255,84	-2.677.887,44
c) Obras y servicios realizados por terceros	-666.255,84	-2.677.887,44
5. Otros ingresos de explotación	100,00	10.938,95
6. Gastos de personal	-408.307,30	-838.945,12
7. Otros gastos de explotación	-119.589,37	-1.052.242,86
8. Amort. del inmovilizado	-34.783,45	-58.010,10
10. Excesos de provisiones	0,00	101.477,20
11. Deterioro y result. por enajenac. de inmov.	-5.895,99	0,00
13. Otros resultados	141.653,91	0,00
<b>[A.1] RESULT. EXPLOT.. (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10+11+12)]</b>	<b>-155.872,11</b>	<b>370.146,57</b>
14. Ingresos financieros	64.467,53	49.284,68
15. Gastos financieros	-103.200,55	-116.787,78
b) Por deudas con terceros	-103.200,55	-116.787,78
<b>[A.2] RESULTADO FINANCIERO (13+14+15+16+17)]</b>	<b>-38.733,02</b>	<b>-67.503,10</b>
<b>[A.3] RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A.2)]</b>	<b>-194.605,13</b>	<b>302.643,47</b>
20. Impuestos sobre beneficios	58.381,54	-90.793,04
<i>[Impuesto sobre beneficios]</i>	<i>58.381,54</i>	<i>-90.793,04</i>
<b>[A.4] RESULT. OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+18)]</b>	<b>-136.223,59</b>	<b>211.850,43</b>
<b>[A.5] RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4+19)]</b>	<b>-136.223,59</b>	<b>211.850,43</b>

Importes expresados en EUROS

	2013	2012
<b>CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS</b>	<b>-125.794,03</b>	<b>-131.579,91</b>
<b>A) OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>-125.794,03</b>	<b>-131.579,91</b>
1. Importe neto de la cifra de negocios	2.028,00	633.024,51
a) Ventas	2.028,00	633.024,51
4. Aprovisionamientos	-14.435,85	-357.923,61
c) Obras y servicios realizados por terceros	-14.435,85	-357.923,61
5. Otros ingresos de explotación	413,22	0,00
6. Gastos de personal	-1.448,21	-215.722,77
7. Otros gastos de explotación	-10.474,15	-81.151,39
8. Amort. del inmovilizado	-22.821,31	-28.176,16
11. Deterioro y result. por enajenac. de inmov.		-26.451,63
13. Otros resultados	-28.777,18	68.706,88
<b>[A.1] RESULT. EXPLOT. (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10+11+12)]</b>	<b>-75.515,48</b>	<b>-7.694,17</b>
14. Ingresos financieros	57.032,31	90.483,53
15. Gastos financieros	-107.310,86	-155.987,73
b) Por deudas con terceros	-107.310,86	-155.987,73
<b>[A.2] RESULTADO FINANCIERO (13+14+15+16+17)]</b>	<b>-50.278,55</b>	<b>-65.504,20</b>
<b>[A.3] RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A.2)]</b>	<b>-125.794,03</b>	<b>-73.198,37</b>
20. Impuestos sobre beneficios	0,00	-58.381,54
<i>[Impuesto sobre beneficios]</i>	<i>0,00</i>	<i>-58.381,54</i>
<b>[A.4] RESULT. OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+18)]</b>	<b>-125.794,03</b>	<b>-131.579,91</b>
<b>[A.5] RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4+19)]</b>	<b>-125.794,03</b>	<b>-131.579,91</b>

ANEXO V. Datos de Balance y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de la media del sector (en miles de euros), a partir de SABI.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Inmovilizado</b>	2.584	3.165	2.769	2.996	3.158	3.247	3.242	3.061
<b>Activo circulante</b>	5.832	6.952	6.112	5.803	5.733	5.203	4.623	3.951
<b>Total activo</b>	8.416	10.117	8.881	8.799	8.891	8.450	7.865	7.012
<b>Fondos propios</b>	2.482	2.935	2.540	2.671	2.708	2.637	2.308	2.316
<b>Pasivo fijo</b>	4.134	4.863	4.308	4.322	4.322	4.016	3.398	3.125
<b>Pasivo líquido</b>	2.984	3.494	3.142	2.769	2.711	2.631	2.968	2.454
<b>Ingresos de explotación</b>	2.460	2.412	1.632	1.354	1.166	878	1.030	622
<b>Resultado explotación</b>	452	399	148	11	-51	-152	-526	-259
<b>Resultado ejercicio</b>	395	265	-48	-85	-135	-279	-782	-346

ANEXO VI. Datos de Balance y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de la empresa de referencia (en miles de euros), a partir de SABI.

	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
<b>Inmovilizado</b>	21.242,3	20.857	17.708,9	15.716,9	11.838,2	15.444,1	14.352,1	1.839,7
<b>Activo circulante</b>	21.573,5	23.954,2	41.543,6	27.658	35.111,7	42.379,6	51.852,5	49.886,7
<b>Total activo</b>	42.815,9	44.811,2	59.252,5	43.374,9	46.949,9	57.823,7	66.204,6	51.726,4
<b>Fondos propios</b>	31.861,4	31.293,8	29.192,9	25.517,8	22.853,5	18.772,4	16.732,8	13.171
<b>Pasivo fijo</b>	2.484,42	2.598,84	2.353,74	1.878,02	1.048,16	11.093,6	9.991,51	10.737
<b>Pasivo líquido</b>	8.470	10.918,6	27.705,9	15.979,1	23.048,2	27.957,7	39.480,3	27.818,4
<b>Ingresos de explotación</b>	16.045,7	35.564,5	41.127,0	29.902,9	65.736,2	59.717,3	88.035,2	73.791,4
<b>Resultado de Explotación</b>	1.434,5	3.749,74	4.841,5	3.570,87	6.426,49	3.566	5.469,1	4.942,7
<b>Resultado del Ejercicio</b>	1.567,7	3.100,9	4.041,1	3.030,26	4.447,07	2.405,7	3.561,7	2.924,6

**ANEXO VII.** Entrevista realizada al director contable

- 1. ¿Qué tipo de proyectos lleva a cabo la empresa, y quién realiza el pedido de los mismos?**
- 2. ¿Cómo se realiza la devolución de la deuda contraída con las entidades financieras?**
- 3. ¿Quién asume el riesgo ante la imposibilidad de la devolución de la deuda?**
- 4. ¿Cuáles son las partes que participan en el proyecto? ¿Existen algunos socios que obtienen beneficio mediante la rentabilidad del proyecto? ¿Hay diversos asesores que colaboran en el proyecto, tales como asesor financiero, de ingeniería o jurídico?**
- 5. ¿Quién obtiene los rendimientos del proyecto?**
- 6. ¿Cuáles son las fases de cada proyecto? Por ejemplo:**
- 7. ¿Cómo es el proceso de financiación de los proyectos?**
- 8. ¿Se elabora algún tipo de informe donde quedan reflejados los detalles del proyecto?**