



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

Análisis de fuentes de financiación en el sector
de la construcción residencial en España
Analysis of financing sources in the residential
construction sector in Spain

Autor/es

Sergio Azuara Portero

Director/es

Pilar Portillo Tarragona

Facultad de Economía y Empresa

2023

Índice

1. Presentación del trabajo	2
2. Introducción.....	4
3. Contexto del sector de la construcción en España	5
4. Necesidades de financiación.....	9
5. Instrumentos financieros	14
5.1 Financiación interna.....	14
5.1.1. Autofinanciación de enriquecimiento.....	14
5.1.2. Autofinanciación de mantenimiento	15
5.1.3. Ventajas e inconvenientes de la financiación interna	16
5.2. Financiación externa	17
5.2.1. Préstamos bancarios.....	18
5.2.2. Línea de crédito	19
5.2.3. Factoring.....	19
5.2.4. Renting.....	20
5.2.5. Financiación pública	21
6. Estudio empírico	21
6.1. Selección de las empresas sujetas a estudio	22
6.2. Resultados obtenidos.....	23
6.2.1. Estructura financiera	23
6.2.2. Fondos propios.....	24
6.2.3. Fondos ajenos	26
6.3. Análisis financiero a corto plazo.....	28
6.3.1. Endeudamiento a corto plazo.....	28
6.3.2. Liquidez.....	29
6.4. Análisis financiero a largo plazo.....	31
7. Sostenibilidad	33
8. Conclusiones.....	37
ANEXOS.....	40

1. Presentación del trabajo

Título del TFG: Análisis de fuentes de financiación en el sector de la construcción residencial en España

Title (in English): Analysis of financing sources in the residential construction sector in Spain

- Elaborado por Sergio Azuara Portero
- Dirigido por Pilar Portillo Tarragona
- Presentado para su defensa en la convocatoria de septiembre.
- Número de palabras: 11547

Resumen

La importancia del sector de la construcción como generador clave de empleo, tanto directo como indirecto, y su vinculación con otros sectores, como el turismo mediante la construcción de hoteles, resorts y atracciones culturales, se enfrenta desafíos como la necesidad de adoptar prácticas sostenibles y respetuosas con el medio ambiente, así como garantizar estándares de seguridad y calidad en todos los proyectos.

Todo lo cual implica llevar a cabo inversiones y revisiones en sus procesos que le permitan afrontar los nuevos retos, por todo ello, el presente trabajo tiene como objetivos analizar la estructura financiera de las principales empresas del sector, identificar las necesidades financieras y estudiar su capacidad para acceder a las fuentes de financiación que le permitan acometer las inversiones necesarias para abordar los retos de inversión en favor de un crecimiento sostenible, respetuoso con el medio ambiente y que garantice su competitividad.

Los resultados obtenidos a partir del conjunto de empresas estudiadas evidencian una posición financiera más fuerte y sólida, con mayor peso de los fondos propios, menor nivel de endeudamiento y una mayor solvencia y liquidez de las empresas, permitiendo una reducción considerable en su periodo medio de pago.

Palabras claves

Fuentes de financiación, Construcción de edificios residenciales, CNAE 4121, Sostenibilidad

Abstract

The importance of the construction sector as a key generator of employment, both direct and indirect, and its links with other sectors, such as tourism through the construction of hotels, resorts and cultural attractions, faces challenges such as the need to adopt sustainable practices and environmentally friendly, as well as guaranteeing safety and quality standards in all projects.

All of which implies conducting investments and reviews in its processes that allow it to face new challenges. Therefore, the objectives of this work are to analyse the financial structure of the main companies in the sector, identify financial needs and study their capacity. to access the sources of financing that allow it to undertake the necessary investments to address the investment challenges in favour of sustainable growth, respectful of the environment and that guarantees its competitiveness.

The results obtained from the group of companies studied show a stronger and more solid financial position, with a greater weight of own funds, a lower level of debt and greater solvency and liquidity of the companies, allowing a considerable reduction in their average period of pay.

Keywords

Sources of financing, Construction of residential buildings, CNAE 4121, Sustainability

2.Introducción.

Nos encontramos ante un sector que resultó fundamental en la economía española dentro del “período de crecimiento más prolongado e intenso de su historia reciente” (Fundación BBVA; Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, 2010) , el cual se interrumpió tras el estallido de la crisis financiera del 2008, dando lugar a un punto de inflexión en el sector.

Pese a ello, el sector de la construcción, aunque en menor medida que a comienzos del milenio, sigue desempeñando un papel significativo dentro de la economía y el desarrollo de España, siendo uno de los pilares clave que impulsa la actividad industrial y el crecimiento económico del país, representando un peso en el PIB cercano al 5% según contabilidad nacional y siendo además un foco de inversión extranjera, ligada fuertemente al turismo. Además, la construcción es un generador clave de empleo, tanto directo como indirecto, proporcionando trabajo a una amplia gama de profesionales, desde arquitectos e ingenieros, hasta obreros y proveedores de materiales. Según los datos de la EPA, el sector de la construcción cerró 2021 con 1,3 millones de puestos de trabajos, continuando la tendencia alcista comenzada a partir del año 2014.

No obstante, es importante destacar que el sector también enfrenta desafíos, como la necesidad de adoptar prácticas sostenibles y respetuosas con el medio ambiente, así como garantizar estándares de seguridad y calidad en todos los proyectos.

Tras los primeros años de mi formación académica universitaria, creía que era crucial comenzar a aplicar todo lo aprendido dentro del mundo profesional. Con esta motivación, opté por realizar prácticas curriculares dentro de una empresa de construcción. Una vez dentro, observé que mis conocimientos del sector no eran suficientes, por lo que tomé la decisión de combinar la rama académica que más me gustaba dentro de la carrera, contabilidad y finanzas, con el sector de la construcción residencial. De esta manera, conseguía generar sinergias entre el conocimiento que me otorgaba trabajar en el departamento contable de una constructora; con el estudio e investigación que tenía que realizar para la correcta elaboración del TFG.

Todo lo descrito anteriormente, me ha motivado a estudiar las necesidades de financiación y las diferentes fuentes de financiación del sector de la construcción residencial, analizar la evolución de la estructura de las principales empresas del sector

en España y explorar la relación entre variables económicas y variables de sostenibilidad dentro del sector de la construcción.

Para alcanzar estos objetivos, se realiza un análisis del sector de la construcción, detallando las principales necesidades de financiación y presentando los instrumentos financieros disponibles. A continuación, a partir de las principales empresas del sector, se realiza un estudio empírico de la evolución de la estructura de financiación, de su capacidad financiera, así como la relación entre variables financieras y variables no financieras ligadas a la sostenibilidad. Posteriormente, se analizan los resultados obtenidos y se recogen las principales conclusiones.

3.Contexto del sector de la construcción en España

El sector de la construcción en España a lo largo de la historia reciente ha tenido un peso importante dentro de la economía española. Entre 1998 y 2007 se convirtió en una de las principales impulsoras de la actividad productiva del país, llegando a representar, en su momento más álgido, el 10,80% del PIB en el año 2006 y marcando tasas de crecimiento medio anual cercanas al 6% (INE, Septiembre 15, 2022).

El principal impulsor de este auge de la construcción en España fue la edificación residencial, impulsada por el retroceso del desempleo, los flujos migratorios y una coyuntura económica muy favorable para el sector. Según los datos del International Monetary Fund el desempleo se redujo desde el 24% en 1994 hasta el 8% en el año 2007 (IMF, Abril 1, 2022). Este considerable descenso vino acompañado un crecimiento acentuado de la población activa provocado por las nuevas tendencias sociales y demográficas de la sociedad española. Este descenso del desempleo junto a la entrada en el euro, unos tipos de interés más bajo, un considerable aumento de la renta disponible para las familias y un fácil acceso al crédito hipotecario provocaron un aumento de la demanda de vivienda, el cual, no se vio acompañado por un aumento de la oferta suficiente. Un desfase característico de este sector, muy regulado y con dificultades de aumentar la producción de una manera rápida y flexible. Este desajuste entre oferta y demanda fue acompañado de bajos tipos de interés y facilidades en la concesión de créditos, ante la baja aversión al riesgo de los intermediarios financieros, provocando una escalada de los precios que dio lugar a una fuerte burbuja inmobiliaria. Todo ello fue el desencadenante de la una crisis financiera profunda y prolongada en España, que duraría desde el año 2008 hasta el año 2014 (según Contabilidad Nacional). Sin embargo, la

economía española tardó bastantes más años en recuperar los niveles previos a la crisis en algunas variables económicas como el desempleo, mientras que otras nunca se han recuperado o se encuentran en peor estado, como los niveles de deuda pública que en el año 2007 se situaban en el 25.8% del PIB y a final del primer semestre de 2023 se situaban a niveles cercanos al 113% del PIB (Banco de España, 2023).

Durante la crisis económica el grueso de la sociedad española soportó las consecuencias negativas de la recesión, creando un estigma negativo al sector de la construcción, al cual se le culpó, junto a las entidades bancarias, de la crisis inmobiliaria del 2008.

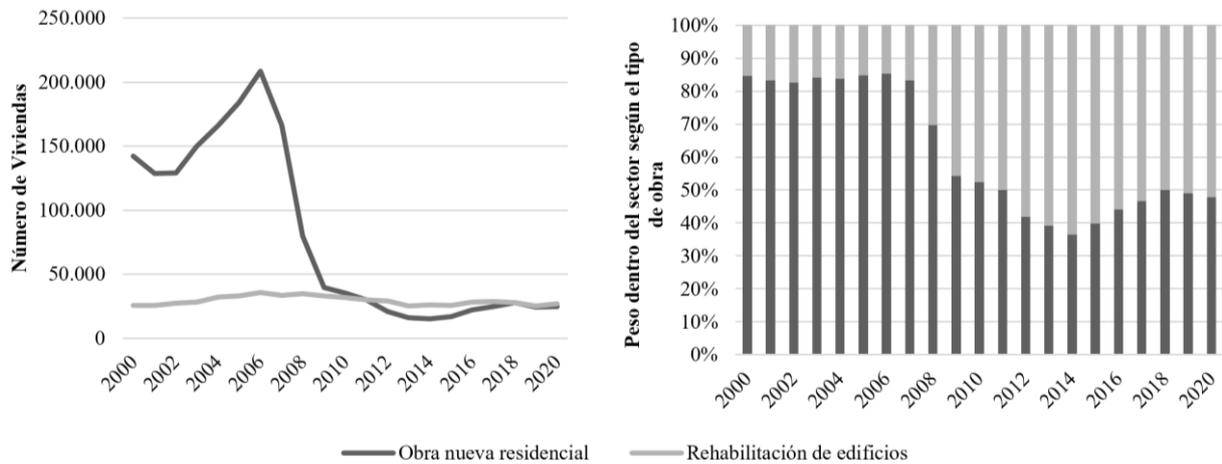
Como nos indica el informe 02/2016 del papel del sector de la construcción en el crecimiento económico elaborado por el Consejo Económico y Social “La actividad constructora, que se caracteriza por trabajar con elevados niveles de apalancamiento financiero, fue una de las primeras en sufrir el estallido de la crisis financiera. La crítica situación del sector acabaría afectando directamente a las entidades de crédito, debido al crecimiento en la morosidad de créditos hipotecarios” (Consejo Económico y Social, 2016).

Tras el estallido de la burbuja inmobiliaria el sector experimentó una fuerte caída de los ingresos, una reducción de la rentabilidad, problemas de liquidez y una reducción en la inversión. A todos estos cambios los han acompañado un sinnúmero de modificaciones regulatorias y un aumento de los controles financieros. A lo largo de los últimos 15 años se ha visto como su importancia relativa ha ido decreciendo, pasando del 10,80% del PIB en el año 2006 al 5% del PIB en el 2021, mientras que en números de empleados paso de 2,6 millones de empleados en el primer trimestre del 2008 hasta las 940 mil empleados en el 2014 según recoge la evolución de los diferentes resultados de las Encuestas de Población Activa (EPA) que elabora trimestralmente el INE. (Instituto Nacional de Estadística, 2023).

Esta situación negativa en el sector implicó unos cambios significativos en la política productiva de la industria, reflejo de la fuerte reestructuración del sector (ver gráfico 3.1). Además “la perspectiva de la oferta, junto a las dificultades de acceso a la financiación en una actividad que funciona con un apalancamiento muy elevado, el

reequilibrio de los precios y el elevado stock de viviendas sin vender han contribuido a alargar el proceso de ajuste de la actividad” (Consejo Económico y Social, 2016).

Gráfico 3.1: Evolución del número de obras dentro del sector se la construcción.



NOTA Gráfico: Elaboración Propia. Datos: Ministerio de Transporte, Movilidad y Agenda Urbana

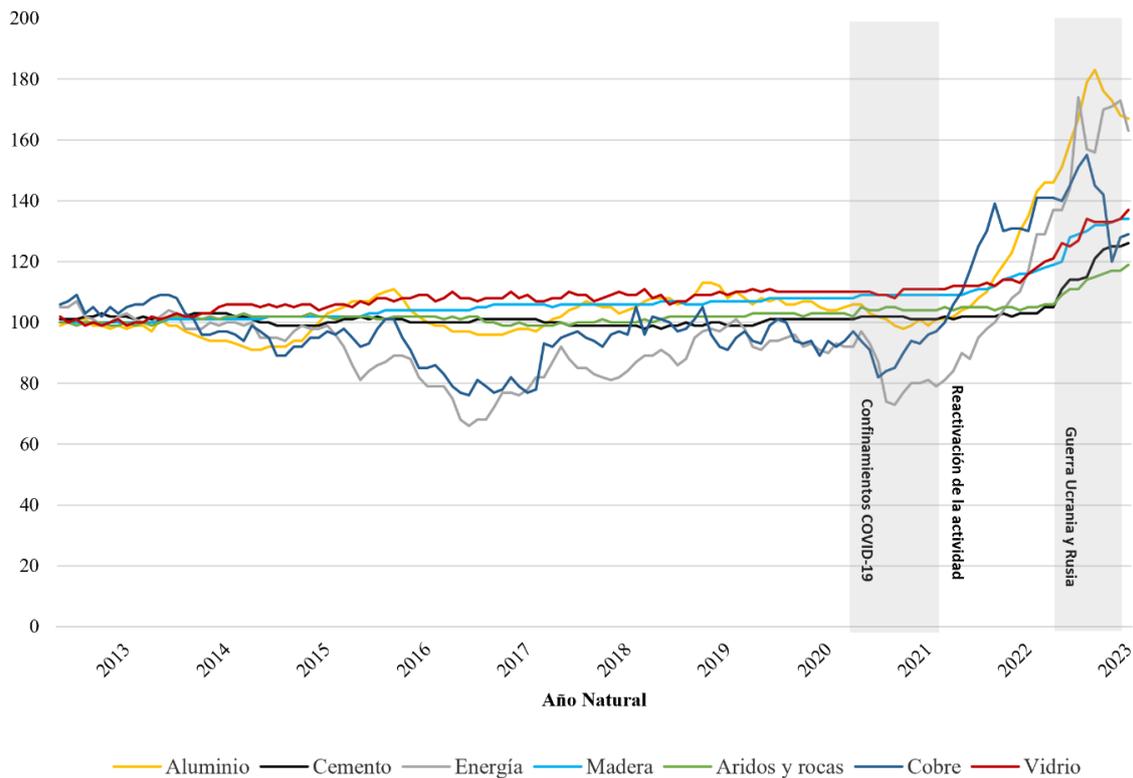
Sin embargo, en los años posteriores a la crisis económica, el sector ha mostrado signos de recuperación. Tras el 2014, con la recuperación económica, aumentó de forma significativa la demanda de vivienda. El sector parecía haber dejado atrás los años de reestructuración y comenzar una nueva etapa de crecimiento sostenible.

Esta tendencia positiva se vio interrumpida por la pandemia de Covid-19, que desencadenó la declaración del estado de alarma aprobado el 14 de marzo de 2020 en Consejo de Ministros. Esta circunstancia tuvo un impacto significativo, entre otros, en el ámbito del sector de la construcción residencial en España.

En primer lugar, el factor más importante fue la paralización de las obras. Esto causó retrasos en la finalización de las obras y afectó a la entrega de viviendas, aumentando considerablemente los costes de producción provocados por estas demoras.

En segundo lugar, la Covid-19 afectó a las cadenas de suministro y logística de materiales de construcción, lo que provocó retrasos y escasez de algunos materiales clave. Las materias primas que se podían encontrar en el mercado habían subido considerablemente el precio, una subida que en muchas ocasiones el sector no podía soportar debido al poco margen con que él opera y su imposibilidad de subir el precio a una obra en curso. Estos problemas se fueron acentuando conforme la economía se iba reactivando, como se puede apreciar el siguiente gráfico.

Gráfico 3.2 Evolución de los precios de las Materias Primas (Base 2011)



NOTA Gráfico: Elaboración Propia Fuente: (Instituto Nacional de Estadística, Enero, 2023)

En cifras, esta subida de los costes se traduce en un aumento del 12% en el 2022 frente al 8,5% del 2021. Por lo que, los costes del sector de la construcción acumulan un incremento del 23% desde el año 2020. Otros factores independientes a la pandemia que han afectado a la escalada de precios han sido el bloqueo del Canal de Suez tras encallar un portacontenedores en marzo del 2021, la guerra comercial entre China y Estados Unidos o más recientemente el conflicto entre Rusia y Ucrania, dos potencias exportadoras de materias primas.

Para hacer frente a estos problemas, la Unión Europea aprobó una política expansiva de gasto público a través de los fondos Next Generation EU, que se repartirán entre los países miembro entre el año 2021 y 2026. En nuestro país se ejecutarán a través del Plan de Recuperación Resiliencia y Transformación, teniendo como objetivo “lograr un crecimiento sostenible e inclusivo mediante una estrategia consistente y coordinada” a través de “reformas claves para la modernización de la estructura económica y social” (Gobierno de España, 2021).

El objetivo de una mayor sostenibilidad también se está viendo reflejado la gran presión normativa en favor del desarrollo del modelo de economía circular en el sector,

persiguiendo la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero y en materia de gestión de residuos, a lo largo de todas las fases del ciclo.

Los recursos financieros con los que cuentan las empresas resultan determinantes para poder acometer el plan de inversión, presente y futuro, que les permita abordar actividades en innovación, sostenibilidad y descarbonización necesarias para el desarrollo futuro del sector. Seguidamente, haremos referencia a los principales recursos financieros con los que cuentan las empresas para hacer frente a sus necesidades.

4. Necesidades de financiación

Las necesidades de financiación de una empresa constructora pueden variar según su tamaño, etapa de crecimiento y estrategia de negocio. En este punto del trabajo se explicará la naturaleza del sector, de la cual se derivará las necesidades de financiación de la empresa. El estudio de las necesidades de financiación nos ayudará al estudio posterior de los instrumentos financieros más habituales que existen en el mercado y cómo estos se han adaptado a los nuevos cambios regulatorios y al mayor control que las entidades financieras llevan realizando desde la crisis inmobiliaria y la creciente importancia climática.

Las necesidades de financiación de una empresa constructora vienen originadas por dos bloques diferenciados e interconectados: las necesidades de financiación originadas de la actividad diaria de la empresa y las necesidades de financiación originada por la expansión del negocio.

4.1. Financiación de su actividad

La actividad ordinaria de una empresa constructora requiere de elevados desembolsos al inicio de cada obra. Los clientes y las entidades de financiación para evitar un comportamiento irresponsable y tener un mayor control sobre el gasto y la ejecución de la obra, suelen realizar desembolsos una vez se realizan las certificaciones correspondientes.

Al tratarse de importes considerables, lo habitual no es pagar por anticipado ni al final por los riesgos evidentes que implican tanto para el constructor como para el promotor, por lo tanto, los clientes y las entidades financieras, para tener un mayor control sobre el gasto y la ejecución de la obra, apuestan pactar una solución intermedia donde los abonos se van devengando a medida que se va avanzando con las diferentes fases del

proyecto. La certificación de obra es el documento que valida las fases ejecutadas por parte del responsable técnico de la obra, este documento se incorpora a la factura del cliente para abonar los trabajos realizados por el momento.

Las certificaciones se suelen programar por finalización de las diferentes fases o de manera periódica. Si la empresa escoge certificar a través de la finalización de las fases, la empresa constructora deberá cumplir el calendario de obra en la medida de lo posible, ya que un retraso en la finalización de una fase de construcción conllevará consigo un retraso en el periodo de cobro. Sin embargo, si la empresa opta por la otra modalidad certificaciones periódicas, los plazos de cobro serán más cortos a cambio de un gasto administrativo mayor en el control de la obra o la imposibilidad de introducir todas las facturas correspondientes a los trabajos ya realizados debido a posibles retrasos por parte del proveedor a la hora de emitir las facturas.

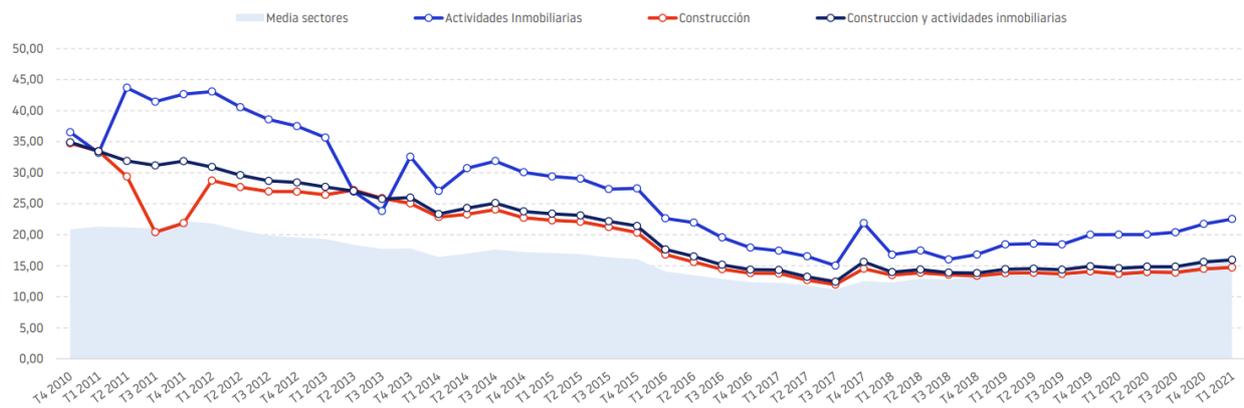
Dependiendo el periodo de tiempo que transcurre entre ambas certificaciones, la constructora se ve obligada a hacer frente a las obligaciones con sus proveedores adelantando parte del capital necesario, es decir, entre el periodo de emisión de las diferentes certificaciones la constructora deberá seguir haciendo frente a la compra de materiales, el pago de mano de obra, el alquiler de maquinaria y otros gastos asociados.

Una vez emitida la certificación, la ley limita el periodo de pago a los 60 días y si la entidad promotora es una administración pública, está obligada a pagar en 30 días desde la aprobación de la certificación de obra¹. No obstante, el sector de la construcción se caracteriza por “registrar uno de los Retrasos Medios de Pago (RMP) más largos, principalmente debido a la presencia de múltiples participantes en su cadena de suministro” (INFORMA D&B S.A.U., Junio 2021). Al tratarse de cuantías elevadas, los retrasos en los cobros suelen tensionar de forma considerable la tesorería de la empresa.

Como se puede apreciar en el siguiente gráfico, el RMP de la construcción se ha situado por encima de la media hasta finales del año 2019. A partir de esa fecha el sector ha conseguido invertir esa tendencia, situándose ligeramente por debajo de la media.

¹ Ley 15/2010, de 5 de julio, de modificación de la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales.

Gráfico 4.1 Evolución del RMP en el sector de la construcción



NOTA: Tomado de “Comportamiento de pagos de las empresas en el sector de construcción y actividades inmobiliarias” (p.3) por INFORMA D&B S.A.U., junio 2021.

Con una RMP elevada resulta crucial una correcta gestión de tesorería, ya que permite planificar y gestionar de manera efectiva el flujo de efectivo. Una constructora no realiza muchos cobros a lo largo del ejercicio debido a que opera con pocos clientes, los cuales tienen periodos de cobro más dilatados en el tiempo. Además, al tratarse de cifras elevadas es muy común que el día de cobro se exceda del pactado, sobre todo según el tipo de cliente. Por ejemplo, según datos del Ministerio de Hacienda, los ayuntamientos tardan en pagar 70 días de media, a diferencia de los 28 días de media que tardan las Comunidades Autónomas. En la economía privada, también podemos encontrar retrasos considerables alcanzando un periodo medio de pago de 93 días en el año 2020 siendo considerablemente mayor en el caso de empresas de gran tamaño según el estudio anual que realiza por Iberinform Internacional sobre los plazos de pago. Estos datos son de gran importancia dentro del sector debido a que, en numerosas ocasiones, los clientes habituales de las constructoras son grandes promotoras o administraciones públicas debido a la gran movilización de capital que se necesita para realizar un nuevo proyecto.

Una vez analizado los periodos de cobro, se debe analizar los periodos de pago. El tamaño de la empresa juega un papel fundamental en este punto debido a que cuanto más grande es una empresa, su poder negociador a la hora de negociar las condiciones de cobro y pago es mayor, pudiendo negociar contratos más beneficiosos para sus intereses, el “66% de las medianas empresas y el 80% de las grandes empresas pagan con un mes de retraso, frente al 39% y el 50% de las micro y pequeñas empresas” (INFORMA D&B S.A.U, 2022). En el caso de una empresa constructora, normalmente, tiene que hacer frente a periodos de pago inferiores a sus periodos de cobro. La empresa deberá hacer

frente a sus gastos fijos y a los costes variables ligados a su actividad principal mediante los ingresos anteriores hasta que disponga de liquidez a través de futuras certificaciones, las cuales ya incorporarán facturas pagadas por adelantado por la empresa.

Por la problemática ligada a la actividad empresarial, una previsión precisa de tesorería proporciona a los gestores de la empresa información relevante y actualizada sobre el estado de la tesorería. Esto les permite tomar decisiones informadas sobre la gestión de los ingresos y los gastos; y ajustar el presupuesto con la finalidad de anticipar y gestionar cualquier posible déficit de efectivo, con el objetivo final de evitar roturas de tesorería. Esto puede incluir la búsqueda de financiamiento adicional, la reducción de gastos o la revisión de las políticas de cobro.

La previsión de tesorería también puede utilizarse para planificar la estrategia a largo plazo de la empresa, como la inversión en nuevos proyectos o la expansión a nuevos mercados, gracias a que no mantenemos recursos ociosos en nuestra empresa. Importante a destacar, que las puntas de tesorería deben ser invertidas en activos muy líquidos por si llegado el caso debemos disponer de ellos.

Por último, la correcta gestión de la tesorería permite a la empresa cumplir con sus obligaciones financieras a tiempo, lo que ayuda a mantener una buena relación con los proveedores y acreedores. Para ello, lo primero de todo será identificar nuestras obligaciones a corto plazo y posteriormente analizar nuestra capacidad para hacerlas frente.

4.2. Financiación de la expansión

A pesar de ser uno de los pilares de la economía española, el sector presenta un grado de inversión en innovación bajo. Así lo demuestra la distribución del gasto en I+D en 2021, que según el INE en su estadística sobre actividades en I+D, revela que el sector, a pesar de que representa el 5% del PIB, concentró solamente el 1% del total de gasto en I+D a nivel nacional, cifra lejana al 51.6% del sector Servicios y el 46,4% de la Industria. Según la Plataforma Tecnológica Española de Construcción (PTEC) las principales líneas estratégicas en I+D se centran, entre otras, en: Energías alternativas, descarbonización, cambio de modelo energético, implantación de inteligencia artificial y la industria 4.0 (PTEC, 2022).

El gasto en I+D tiene como objetivo la búsqueda de un activo único, escaso, que genere valor y que sea difícil de imitar, con el objetivo de expandir el negocio. Para ello

muchas empresas deciden externalizar los procesos más rutinarios a empresas especializadas, para dedicarse en las actividades que verdaderamente le generan valor. En la actualidad, muchas empresas están intentando diferenciarse y ser las referentes en los nuevos procesos productivos. Un ejemplo de esta estrategia corporativa sería el Grupo Lobe², una promotora y constructora que se ha especializado en la construcción de viviendas con certificado Passivehouse³, donde se busca reducir significativamente el consumo de energía en los edificios, al tiempo que se garantiza un alto nivel de confort interior, a través del aislamiento térmico, ventilación mecánica controlada, ventanas de alta eficiencia energética, estanqueidad al aire y eliminación de los puentes térmicos (Grupo Lobe, 2023).

Además, el gasto de I+D tiene la finalidad de adaptar a la empresa a la nueva coyuntura del mercado. El sector de la construcción es uno de los principales contribuyentes a la emisión de gases de efecto invernadero y a la producción de residuos, “según la Comisión Europea, los edificios de la UE son responsables del 40 % de nuestro consumo de energía y del 36 % de las emisiones de gases de efecto invernadero” (Parlamento Europeo, 2023) por lo que desde los diferentes organismos de la UE ya se están elaborando directivas y nuevas medidas para adoptar prácticas más sostenibles y respetuosas con el medio ambiente. Un ejemplo de lo mencionado anteriormente es la intención de descarbonización del sector de la construcción para el 2050 o la obligación de que todos los edificios de obra nueva deberán ser de cero emisiones. (Parlamento Europeo, 2023)

Es importante que la empresa constructora elabore un plan de financiamiento que incluya una proyección de sus necesidades financieras a corto, mediano y largo plazo, y evalúe las diferentes fuentes de financiación, tanto ajena como propia.

² GRUPO LOBE HIGH QUALITY HOMES SL es la empresa matriz de la sociedad ARQUITECTURA INGENIERIA Y CONSTRUCCION LOBE SA (CNAE 4110) dedicada a la construcción y promoción de las obras residenciales del grupo. Cuenta con el CNAE secundario 412. Por este motivo no cumple los requisitos de la muestra empleada para el análisis empírico, pero al tratarse de una empresa líder en concepto Passivehouse se ha decidido nombrarla.

³ Memoria Anual 2022 Grupo Lobe: <https://www.grupolobeannualreport.com/>

5. Instrumentos financieros

Una vez estudiado el contexto macroeconómico del sector y que necesidades se desprenden de él, nos centraremos en los diferentes instrumentos que existen a disposición de las empresas, analizando los puntos positivos y negativos de cada uno de ellos y como la inversión en prácticas sostenibles pueden abaratar su coste financiero.

5.1 Financiación interna

La fuente de financiación interna es una fuente de financiación propia y a largo plazo, destinada por lo general al "crecimiento de la empresa y al mantenimiento de la capacidad productiva de la misma" (Circulantis, 2020), aunque en alguna ocasión, donde la financiación propia sea muy importante, también puede contribuir a la financiación de una parte del activo corriente. Según el Instituto Nacional de Estadística en el 2018 el 74,32% del gasto en I+D provenía de los fondos propios de la empresa, mientras que los fondos externos a la empresa se encargaban de financiar solamente el 25,68% del gasto operativo (Instituto Nacional de Estadística, 2019). Por todo ello, podemos diferenciar la autofinanciación en dos principales modalidades, la autofinanciación de enriquecimiento, destinada para realizar nuevas inversiones y permitir que la empresa crezca; y la autofinanciación de mantenimiento, destinada a mantener la capacidad económica de la empresa.

5.1.1. Autofinanciación de enriquecimiento

Las empresas constructoras pueden utilizar las ganancias obtenidas en años anteriores para financiar nuevos proyectos. Estas ganancias se dividirán en dos montantes. Uno se destinará al pago de dividendos a los accionistas, ajustándose en cada caso a la política propia de la empresa, mientras que el otro se destinará a reservas. Estas ganancias se registran en el balance general de la empresa como una cuenta de capital y pueden utilizarse para financiar actividades operativas o proyectos de inversión.

Una empresa puede utilizar sus reservas para financiarse mediante la realización de una transferencia de fondos desde su cuenta de reservas a su cuenta de efectivo o de operaciones, siempre que exista un saldo positivo y sea superior al mínimo legal. La Ley de Sociedades del Capital en su artículo 274 nos indica que las reservas deberán ser del 20% del capital social de la empresa. Hasta que la empresa no llegue a ese nivel de reservas, deberá destinar el 10% de los resultados a incrementar el saldo de esta partida imposibilitando el uso de las reservas "mientras no se supere el límite indicado, solo podrá

destinarse a la compensación de pérdidas en el caso de que no existan otras reservas disponibles suficientes para este fin” (Artículo 274.2 LSC⁴). En el caso de que se supere el límite planteado, la empresa podrá hacer uso de estas mediante una resolución de la junta directiva o de los accionistas que autorice la transferencia de fondos.

5.1.2. Autofinanciación de mantenimiento

La autofinanciación por mantenimiento se compone por los recursos obtenidos a través de las provisiones y la amortización de los activos, que ocurre por obsolescencia tecnológica o por depreciación.

La idea detrás de estos conceptos contables reside en la intención de reflejar en el momento actual una parte del gasto que se deberá realizar en el final de la vida útil de un activo o de un acontecimiento futuro. Detrás de esta idea está el concepto de “principio de devengo” que establece que las transacciones o hechos económicos se registraron en el momento en que ocurren, con independencia de la fecha de su pago o de su cobro. Por ello los gastos e ingresos correspondientes a las amortizaciones y las provisiones no originan una salida de tesorería, generando unos recursos que la empresa podrá utilizar según sus necesidades.

Amortizaciones

Las amortizaciones son costes de la producción como los materiales, la mano de obra, la energía... Desde un punto de vista financiero, la amortización consiste en retener, periódicamente, parte de los ingresos que se obtienen de la actividad productiva de la empresa. Esta retención será una cantidad acorde con el elemento a amortizar y la vida útil del mismo, con la finalidad de sustituir el activo en cuestión cuando llegue al final de su vida útil.

Los recursos financieros generados por estas retenciones se van invirtiendo en la empresa casi de forma espontánea a medida que se van generando. Por lo tanto, pese a que estos recursos estén disponibles para la empresa, su finalidad no debería ser cubrir las necesidades a corto plazo de la empresa.

El uso que se le dé a esta fuente de financiación dependerá en gran medida del contexto económico empresarial. En épocas de expansión, los fondos de amortización contribuirán al crecimiento de la empresa, mientras que en épocas de estabilidad y

⁴ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

especialmente en épocas de recesión, donde es más común que nuestros créditos comerciales se ven deteriorados ante impagos y retrasos de nuestros clientes, los fondos de amortización se utilizarán para hacer frente al pasivo corriente, es decir devolución de deudas, pago a proveedores, pago de intereses...

Provisiones

Las provisiones son retenciones de los beneficios que las empresas pueden hacer para cubrir pérdidas ciertas que se producirán en el futuro, como insolvencias, depreciación del activo, pago de impuestos, litigios en curso... Es decir, con ellas se pretende movilizar una parte de los recursos de la empresa para hacer frente a pagos futuros que la empresa tiene que afrontar con seguridad en un corto y largo plazo.

En las provisiones a corto plazo, el margen de maniobra es muy escaso debido a la cercanía en el tiempo de la obligación. Las más comunes en las empresas de construcción son las provisiones por finalización de obra, ante posibles incumplimientos de los plazos previstos; provisión por indemnización del personal, debido a la temporalidad en el empleo del sector la empresa puede dotar una partida para hacer frente a indemnizaciones futuras por motivo de finalización de obra; y la indemnización por terminación de obras, esta partida estará destinada a gastos de retirada de obra, gastos de liquidación... La planificación financiera de este tipo de provisiones deberá ser especialmente cuidadosa.

En el caso de las provisiones a largo plazo, se tiene más margen para utilizarlas como fuente de financiación para la empresa. Dependiendo de la distancia temporal, se podrá disponer de mayor o menor cantidad de estos recursos. En este tipo de provisiones entrarían las medioambientales, las provisiones por reestructuración, provisiones por desmantelamiento del inmovilizado... Entre todas ellas, destacamos las provisiones medioambientales, destinadas a la prevención o reparación de daños sobre el medio ambiente que realice las empresas constructoras.

5.1.3. Ventajas e inconvenientes de la financiación interna

Entra las ventajas nos encontramos que, con el uso de financiación interna, no se incurre en costos financieros adicionales, no hay necesidad de cumplir con los requisitos de los prestamistas, como mantener cierto nivel de activos, generar un cierto nivel de ingresos...; la propiedad de la empresa no se diluye y la empresa obtiene una mayor

flexibilidad en la gestión de los proyectos al no tener que cumplir con los requisitos de los prestamistas.

Entre las desventajas nos encontramos las limitaciones en la cantidad de fondos disponibles para financiar sus proyectos internamente, el riesgo de afectar la liquidez de la empresa y a su capacidad para enfrentar situaciones imprevistas, el riesgo de afectar la rentabilidad y a su capacidad para invertir en otros proyectos u oportunidades de negocio y la mayor presión sobre la gestión financiera y su capacidad para generar ganancias y crecimiento.

5.2. Financiación externa

En el sector de la construcción, el uso de fondos ajenos puede ser especialmente relevante debido a la gran cantidad de capital requerido para llevar a cabo proyectos de construcción a gran escala. Existen numerosos tipos de fuentes de financiación externa tanto propia, como las ampliaciones de capital o las aportaciones de socios; como ajena. En esta última clasificación podemos encontrar infinidad de instrumentos financieros, desde los más simples y comunes, como los préstamos, el renting, las subvenciones o las líneas de crédito entre otros; hasta los instrumentos financieros más complejos, como bonos, obligaciones, pagarés de empresa, acciones preferentes... típicos de grandes corporaciones.

En este epígrafe nos vamos a centrar solamente en los instrumentos más comunes en la operativa diaria de la mayoría de las empresas y de los costes asociados a estas fuentes de financiación.

La financiación externa, en general, siempre viene acompañada de un coste. El más común es el tipo de interés, pero existen varias maneras en las que una empresa constructora puede beneficiarse de un tipo de interés más bajo gracias al uso de técnicas de construcción más sostenibles. “La banca ha recuperado el interés por las hipotecas verdes” comercializando “créditos específicos para comprar casas y pisos con una calificación energética B o superior”, siendo “las hipotecas verdes de los bancos mencionados más baratas que los préstamos hipotecarios convencionales de esas mismas entidades. Tienen un interés ligeramente más bajo, menos comisiones, menos requisitos de bonificación...” (HELPMYCASH, 2023).

Los edificios sostenibles y de construcción verde son cada vez más populares entre los propietarios y los inquilinos, lo que significa que hay una demanda creciente en el

mercado. Al construir edificios sostenibles, la empresa constructora puede aumentar el valor de la propiedad, atrayendo a un segmento de mercado cada vez más grande. Todo ello, permite reducir el riesgo percibido por los prestamistas lo que aumenta las posibilidades de financiamiento y puede llevar a tasas de interés más bajas.

Por todo ello, la adopción de prácticas de construcción sostenible puede ayudar a las empresas constructoras a obtener tasas de interés más bajas a través de acceso a financiamiento preferencial, reducción de costos operativos y aumento de la demanda del mercado.

5.2.1. Préstamos bancarios

En el caso que la empresa constructora también realice actividades de promoción inmobiliaria, el préstamo hipotecario subrogable suele ser su principal instrumento financiero, debido al alto desembolso inicial que se debe realizar al comenzar con una nueva promoción inmobiliaria.

Un préstamo hipotecario de esta naturaleza se compone de una hipoteca y de una subrogación, siendo la obra en curso el activo que avale el préstamo hipotecario en caso de ejecución. En este instrumento se sustituye al deudor inicial, en este caso la promotora, por el comprador de la vivienda. La entidad financiera y la promotora pactan un periodo de carencia durante la ejecución de la obra, de este modo la promotora únicamente pagará los intereses del préstamo hipotecario, y una vez finalizada la construcción, serán los futuros compradores los que se harán cargo de pagar el préstamo hipotecario que en su día solicitó el promotor.

El préstamo será abonado a una cuenta bancaria de promotor, pudiendo disponer únicamente de la parte que se justifique como necesaria para construir el proyecto, es decir, la constructora no tendrá acceso inmediato a estos fondos. Una vez la entidad bancaria compruebe que ese dinero va a ser destinado a abonar las facturas vinculadas a la promoción, ingresará en una cuenta corriente de la empresa el dinero desde donde se podrá gestionar.

El comprador de la vivienda no está obligado a firmar con la entidad la subrogación del préstamo, en caso de que el cliente decidiera firmar la hipoteca con otra entidad bancaria será la promotora quien asuma los gastos de cancelación de la hipoteca. Por ello es muy importante que la empresa consiga negociar unas condiciones favorables, lo que le permitirá, por un lado, pagar unos intereses menores durante el periodo que dure

la carencia y por otro, reducir las posibilidades de que el comprador final de la vivienda encuentre una oferta de otra entidad financiera que le resulte más ventajosa lo que supondría para la empresa, la obligación de soportar los correspondientes gastos de cancelación.

5.2.2. Línea de crédito

Las empresas constructoras a lo largo de los últimos años han mejorado de media su liquidez, pero esta mejora no es un factor que impida que una empresa constructora sufra tensiones en su tesorería.

Una línea de crédito es una cantidad de dinero determinada, que una entidad financiera pone a disposición de un cliente para que pueda recurrir a estos recursos en caso de necesidad. La principal ventaja de este instrumento es que solo se paga intereses por la cantidad dispuesta, no del total concedido.

Los intereses en este tipo de instrumentos suelen ser más altos que en el préstamo convencional, pero a cambio obtenemos un mecanismo ágil para hacer frente a pagos imprevistos donde incurrir en mora puede generar recargos muy elevados, como es el caso de los impuestos. Además, hay que tener en cuenta que la mayoría de las entidades cobran un tipo de interés sobre la cantidad no dispuesta. Por lo tanto, es importante no contratar una línea de crédito cuyo nominal disponible supere de forma considerable a nuestras posibles necesidades futuras. Al ser un instrumento empleado para imprevistos inmediatos y que no se pueden hacer frente por tensiones en la tesorería que son breves en el tiempo, se entiende que el capital se amortizará pronto. En caso de situaciones donde el capital no se pueda devolver de forma rápida, el préstamo podría ser una opción más interesante.

5.2.3. Factoring

Un retraso en los pagos de las facturas emitidas puede crear problemas en el cash-flow de la empresa afectando a la gestión de la tesorería de la empresa.

Se trata de un intercambio de derechos, por lo que la empresa no genera deudas en su balance. Otra ventaja es el ahorro en administración gracias a la externalización de la gestión del cobro. Frente a la financiación clásica, este mecanismo proporciona liquidez de manera sencilla y rápida. La factura se le abona a la empresa aplicando un descuento, pactado entre las partes, a cambio del abono casi inmediato de las facturas. Siendo el periodo medio de cobro de 12/24 horas. Además, dependiendo del acuerdo, el

intermediario financiero puede encargarse de la gestión del cobro o asegurar el cobro ante una insolvencia del cliente, comúnmente llamado factoring sin recurso.

Es un instrumento interesante para empresas con periodos de cobros muy dilatados en el tiempo o que tienen que rechazar proyectos debido a falta de capital.

Dependiendo del nivel de riesgo que la empresa quiera cubrir, el coste financiero puede variar. La empresa deberá analizar el nivel de riesgo de retrasos e impagos que tiene en su cartera de clientes, y analizar el coste/beneficio que obtendría contratando este servicio. Esto es debido al alto coste financiero que las entidades de crédito suelen ofrecer para contratar este servicio, en torno al 3%. Además, si, la empresa constructora ha optado por la modalidad de “factoring con recurso”, el riesgo de crédito no es eliminado por lo que la empresa de factoring nos podría devolver la factura, teniendo que devolver el dinero adelantado.

5.2.4. Renting

Como en toda actividad económica, en el sector de la construcción se busca maximizar los activos que posee la empresa. En busca de la optimización de los recursos, la maquinaria y todas las herramientas varias que se utilizan en el sector de la construcción sufren un acentuado desgaste. El renting es un arrendamiento financiero diseñado para este tipo de problemáticas.

A través del renting una empresa constructora puede permitirse tener la maquinaria más avanzada del mercado, lo que supone vehículos más eficientes y sostenibles. Casi cualquier vehículo puede ser demandado por el sector de la construcción debido a la gran variedad de inmovilizado material que requiere: furgonetas, todoterrenos, coches, camiones...

El renting permite reducir los costes de tiempo y mano de obra asociados con el mantenimiento. El arrendamiento financiero permite reducir el coste de oportunidad asociado al mantenimiento de estos activos, permitiendo a la empresa centrarse en la planificación estratégica.

Además, comprar equipo de construcción nuevo es extremadamente costoso y puede tener un gran impacto en el presupuesto de tu empresa. El renting nos evita la inversión inicial asociada a la adquisición del inmovilizado y permite a las empresas asignar mejor los recursos financieros.

5.2.5. Financiación pública

La principal herramienta que utilizan las administraciones públicas en España para fomentar el crecimiento y la competitividad son los programas de financiamiento, un ejemplo de esto es que el “93% de las ayudas COVID-19 se han canalizado a través de garantías, siendo el país” de la Unión Europea “con menor porcentaje de subvenciones directas concedidas (2%)” (Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, 2022) Estas ayudas se gestionan a través de Instituto de Crédito Oficial, organismo que ofrece diferentes instrumentos financieros a tasas de interés reducidas o con plazos más largos que van “de 1 a 20 años con la posibilidad de hasta 3 años de carencia de principal”, a programas de “Rehabilitación de viviendas y edificios, proyectos de digitalización, Proyectos de inversión, actividades empresariales y/o necesidades de liquidez o gastos” a través de la modalidad de “Préstamo, leasing, renting y línea de crédito” (Instituto de Crédito Oficial, 2023).

Otro instrumento muy común son las subvenciones y ayudas directas a empresas constructoras para proyectos específicos, como la construcción de infraestructuras públicas, viviendas sociales, y proyectos de rehabilitación. Dentro del Plan de recuperación, Transformación y Resiliencia las principales ayudas directas al sector de la construcción están recogidas en dentro del “Programa de ayudas para la rehabilitación integral de edificios residenciales y viviendas” cuyo objetivo de “impulsar la rehabilitación de edificios residenciales, viviendas y barrios” que prevé “prevé alcanzar las 510.000 actuaciones de renovación de viviendas en el segundo trimestre de 2026” y “300.000 rehabilitaciones al año en 2030” renovando de esta manera un parque de vivienda, el cual está formado por un “48,7% de viviendas con más de 40 años” (Business Analytics de Adevinta, Mayo, 2022). El programa se marca como objetivo “reducir al menos un 30% el consumo de energía no renovable en los hogares y bajar la demanda de calefacción y refrigeración como mínimo un 7%” (Ministerio de transportes, movilidad y agenda urbana, 2023). Estas ayudas se canalizan a través de las Comunidades y Ciudades Autónomas, en el caso del Gobierno de Aragón se han presupuestado 37,584,135.00 € a través de subvenciones y entregas dinerarias sin contraprestación (Sistema Nacional de Publicidad de Subvenciones y Ayudas Públicas, 2023) teniendo como objeto la “financiación de obras o actuaciones en los edificios de tipología residencial (...) en los que se obtenga una mejora acreditada de la eficiencia energética” (Gobierno de Aragón, 2023).

6. Estudio empírico

Con el objetivo de analizar la evolución financiera en las empresas del sector, así como su salud financiera en caso de que deba captar nuevos recursos para hacer frente a los importantes retos de sostenibilidad y transformación que se plantean en un futuro cercano y a los potenciales riesgos que afectan al desarrollo de sus operaciones, se ha procedido a realizar un estudio empírico sobre la evolución de la estructura financiera en empresas pertenecientes al sector de la construcción.

Para poder realizar este estudio partiremos de un grupo de empresas del sector y se extraerá información externa procedente tanto de la base de datos SABI⁵ como de sus páginas web.

6.1. Selección de las empresas sujetas a estudio

Para llevar a cabo el estudio se ha partido de una selección de empresas pertenecientes al CNAE 4121 – Construcción de edificios residenciales, durante el periodo 2001 a 2020, para así poder analizar el impacto de la crisis financiera. Además, se ha tomado como referencia las empresas más grandes del sector, por lo tanto, se trabajará con empresas de más de 250 trabajadores.

Tabla 6.1 Criterios de selección

Criterios	Resultado criterio	Resultado búsqueda
1. CNAE 2009(Sólo códigos primarios): 4121 - Construcción de edificios residenciales	97.551	97.551
2. Estados España: Activa	887.949	29.969
3. Región/País: España	1.877.223	29.969
4. Número de empleados: 2021, min = 250	3.459	18
TOTAL		18

A partir de estos criterios se ha obtenido un grupo de 18 empresas (Ver anexo 1) con el que pretenderemos analizar las diferencias en la estructura de financiación dentro del grupo según diferentes parámetros. Para respetar la confidencialidad de los datos, se codificarán las empresas de tal manera que se respete su anonimato.

⁵ Sistema de Análisis de Balances Ibéricos [base de datos en línea], 2015. [Madrid]: Informa D&B y Bureau Van Dijk. Disponible mediante licencia en: Catálogo de la Biblioteca de la Universidad de Zaragoza

La muestra se dividirá en tres grupos según su tamaño. Un primer grupo (T) estará formado por las tres empresas más grandes del sector. Los otros dos grupos se dividirán siguiendo los criterios de clasificación recogidos en el Anexo I del Reglamento (UE) nº 651/2014 de la Comisión. Por lo tanto, el segundo grupo (G) está formado por todas las empresas que cumplan la categoría de empresa grande, mientras que el tercer grupo (M) está formado por las empresas que cumplan la categoría de empresa mediana.

Tabla 6.2: Criterios de clasificación de la muestra

Categoría	Efectivos	Volumen de negocio	Balance general
Grande	>250	>50 millones EUR	>43 millones EUR
Mediana	<250	<= 50 millones EUR	<= 43 millones EUR
Pequeña	<50	<= 10 millones EUR	<= 10 millones EUR
Micro	<10	<= 2 millones EUR	<= 2 millones EUR

NOTA: Criterios elegidos según lo recogido en el Anexo I del reglamento UE nº621/2014 de la Comisión. Tabla: Ministerio de Industria Comercio y Turismo. Datos: Comisión Europea

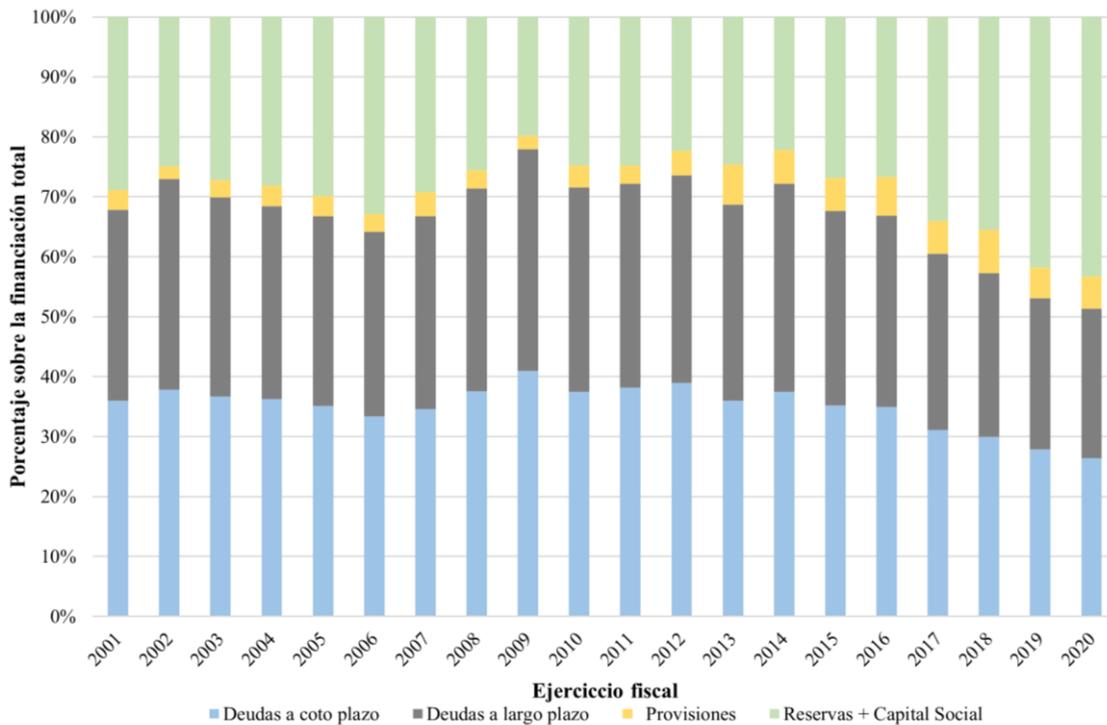
6.2. Resultados obtenidos

6.2.1. Estructura financiera

Una de las principales consecuencias de la crisis financiera dentro del grupo estudiado ha sido la reestructuración financiera de las empresas constructoras debido a los altos niveles de endeudamiento que presentaban a principio del milenio.

Como se puede apreciar en el gráfico 6.3, tras la crisis económica, la financiación ajena ha pasado del 70% de la estructura financiera en el año 2002, llegando casi al 80% en el 2009, al 50% en el 2020. Esta reducción de la deuda ha permitido a las empresas reducir los costes financieros, mejorar su capacidad de endeudamiento futura y una mayor flexibilidad financiera, permitiéndole aprovechar nuevas oportunidades de mercado o hacer frente a gastos extraordinarios.

Gráfico 6.3 Evolución de la estructura financiera de la muestra



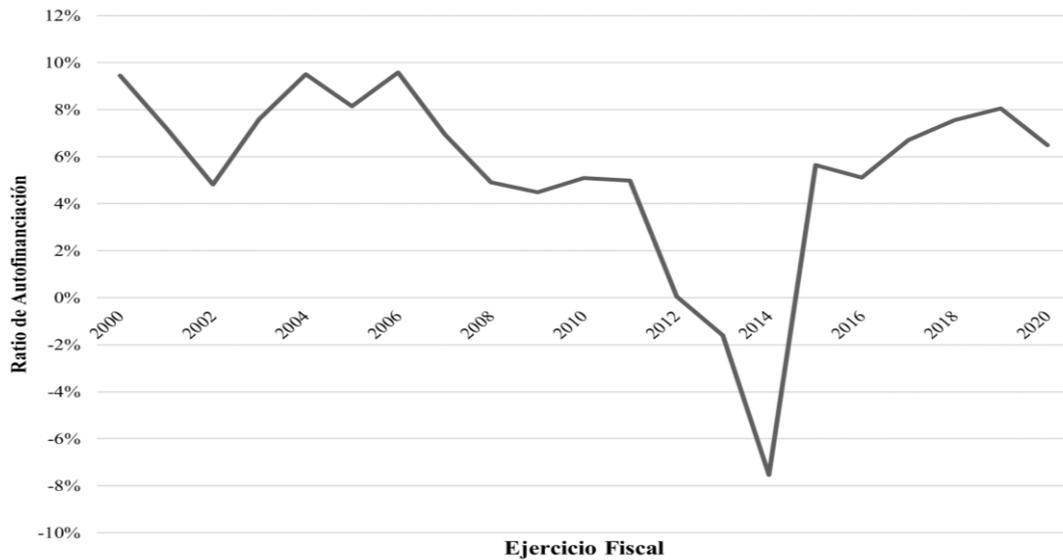
NOTA: 1 Fuente: SABI Gráfico: Elaboración propia

6.2.2. Fondos propios

Autofinanciación

En el gráfico 6.4 podemos apreciar la capacidad del grupo sujeto a estudio en convertir las ventas en recursos líquidos para la propia empresa. Se puede observar que esta capacidad se ha mantenido en torno al 4 % y 10 % a lo largo de la serie temporal, excepto en los periodos de recesión económica donde la capacidad de autofinanciación llegó a verse mermada, llegando a incluso a presentar una ratio negativa. Esto significaba que entre 2012 y 2014 la actividad de la empresa era incapaz de generar liquidez, aumentando de esta manera las necesidades de financiación a corto plazo y tensionando la tesorería en muchas empresas.

Gráfico 6.4 Ratio de autofinanciación generado por las empresas de la muestra

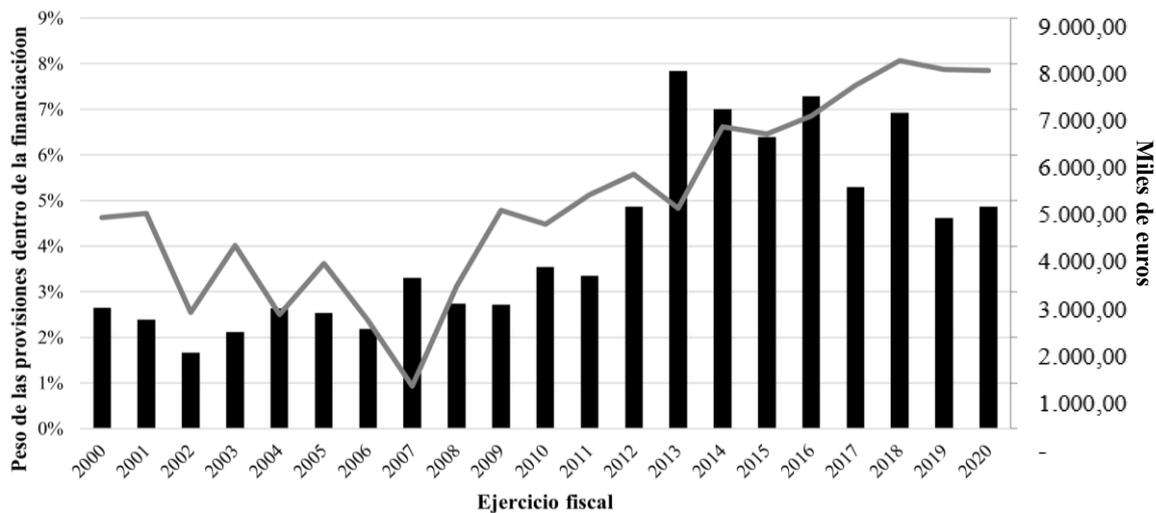


NOTA: Datos: SABI Gráfico: Elaboración Propia

Provisiones

Como se puede apreciar en el gráfico 6.5, la importancia de las provisiones dentro del balance de las empresas ha aumentado considerablemente en los últimos años. Estos niveles se han llegado a duplicar si lo comparamos con los niveles de principio de siglo, pasando de un nivel de provisiones cercano al 1% durante el año 2002 al casi 4.5% en el año 2020 alcanzando un máximo del 8% en el 2013. La importancia de las provisiones aumenta en los momentos más convulsos, creciendo considerablemente durante la crisis inmobiliaria del 2008 y los años posteriores a la crisis de deuda soberana que sufrió España en los años posteriores.

Gráfico 6.5 Evolución del nivel de provisiones entre las empresas de la muestra



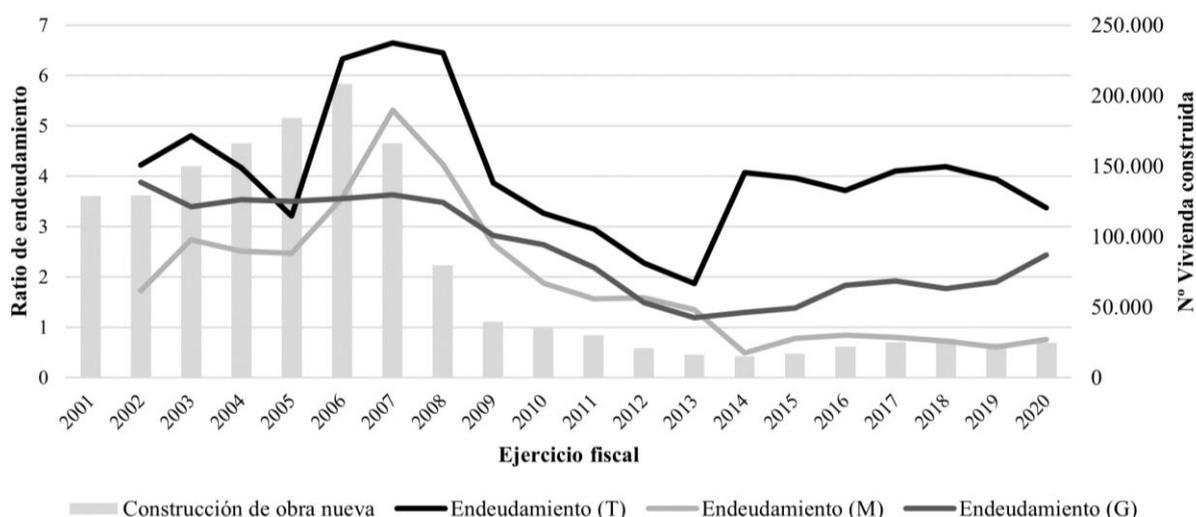
NOTA. Datos: SABI. Gráfico: Elaboración Propia

6.2.3. Fondos ajenos

Entre los periodos económicos con mayor actividad y el endeudamiento se puede ver una ligera relación, apreciándose un aumento considerable del nivel de endeudamiento a partir del 2002 debido a la tendencia alcista en el número de viviendas construidas (Ver gráfico 6.6). A partir del 2008, junto al desplome de la actividad, el porcentaje de endeudamiento de las empresas comienza a reducirse considerablemente.

En el gráfico se pueden apreciar las diferencias existentes en el nivel de endeudamiento asociado a las diferentes categorías de empresas divididas en los tres grupos. Las grandes empresas (Grupo T y G) pudieron mantener niveles de endeudamiento mayores y no tuvieron que reducir tanto su nivel de deuda, a diferencia de las empresas medianas del grupo M que pasaron de tener un nivel de endeudamiento general del 70% en el 2007 a niveles cercanos del 30% en el 2014. A diferencia del grupo T y el grupo G que comenzaron a aumentar sus niveles de endeudamiento en el 2013 y el 2010, las medianas empresas tardaron más tiempo en volver a tener un acceso generalizado a los mercados financieros que les permitieran aumentar su endeudamiento.

Gráfico 6.6 Evolución del nivel de endeudamiento de las empresas que conforman la muestra



NOTA: Gráfico: Elaboración propia. Datos: SABI

El apalancamiento financiero se comporta de una manera inversa, esto es así porque en las empresas de menor tamaño son muy dependientes a las entidades de crédito a la hora de buscar financiación ajena mientras que las grandes empresas pueden optar a otros instrumentos financieros como bonos, obligaciones o ampliaciones de capital para

buscar otras fuentes de financiación, por lo que son menos dependientes a financiación bancaria y, por lo tanto, una financiación más barata.

Gráfico 6.7 Apalancamiento medio según el tamaño

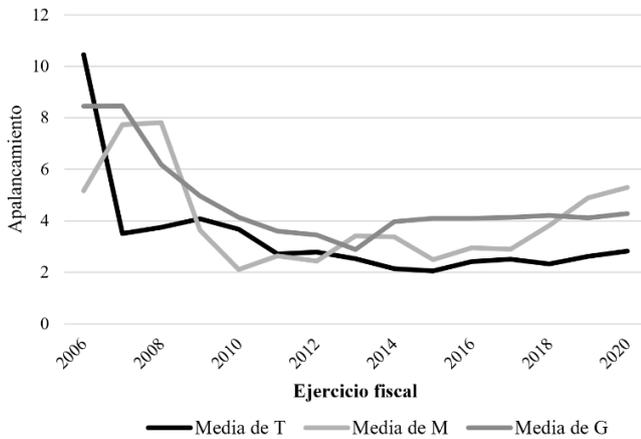
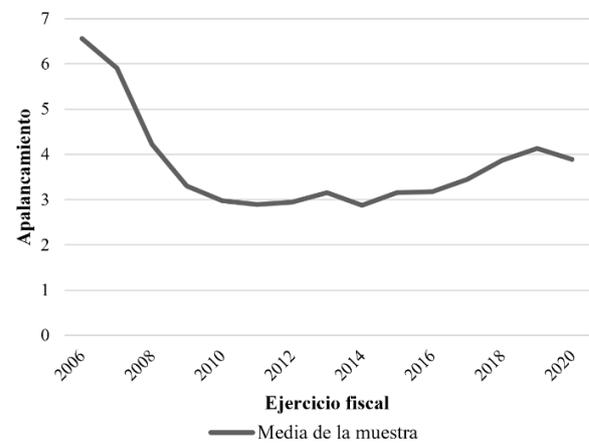


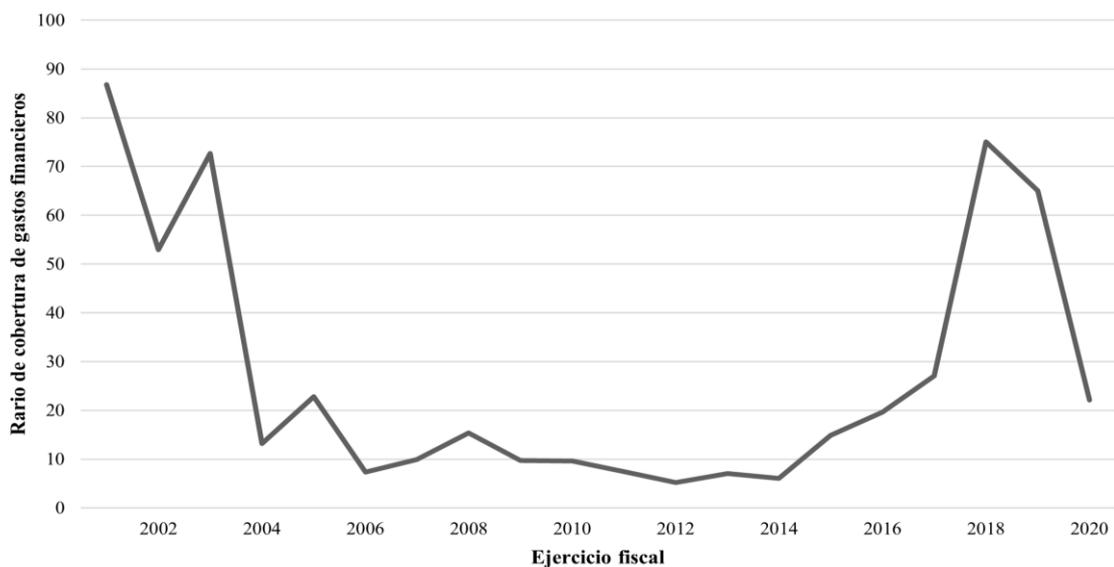
Gráfico 6.8 Apalancamiento medio de la muestra



NOTA: Gráfico: Elaboración propia. Datos: SABI

El uso de fondos ajenos también implica ciertos riesgos para las constructoras. En primer lugar, el endeudamiento excesivo puede llevar a una carga financiera insostenible, lo que puede tener un impacto negativo en la rentabilidad de la empresa y su capacidad para llevar a cabo nuevos proyectos. Además, las fluctuaciones en las tasas de interés pueden afectar el costo de la deuda, lo que puede llegar a afectar significativamente el flujo de efectivo de la empresa.

Gráfico 6.9 Evolución de la cobertura de los gastos financieros



NOTA: Datos: SABI Gráficos: Elaboración propia

6.3. Análisis financiero a corto plazo

En este punto se realizará un estudio de las capacidades del sector para hacer frente a sus posibles pagos a corto plazo, es decir un plazo inferior a 12 meses. Para ello la empresa deberá tener la capacidad de generar liquidez, ya sea través de su propia actividad o a través de financiación ajena.

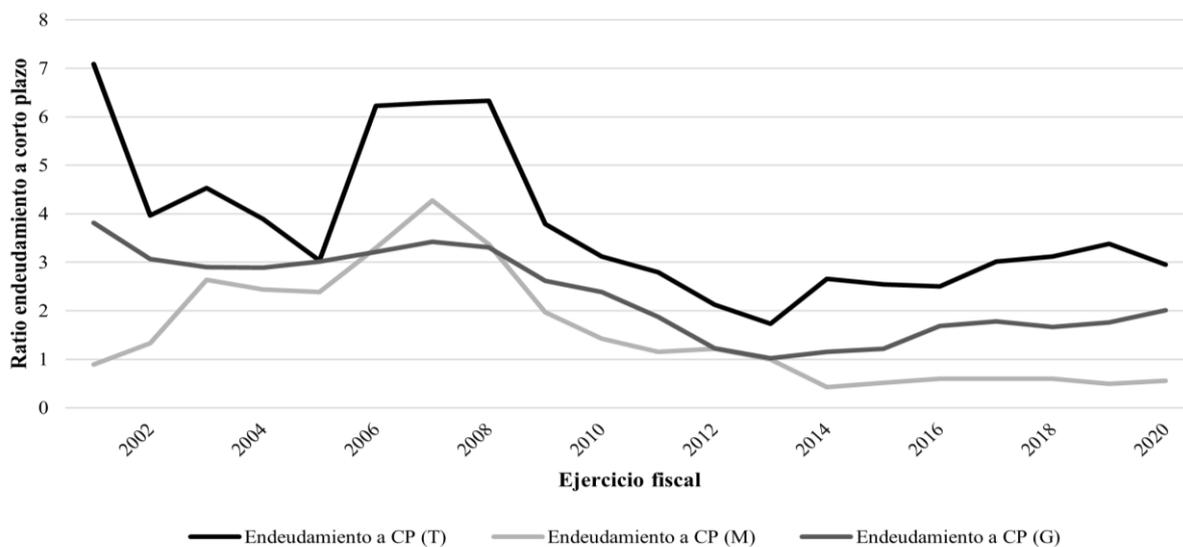
6.3.1. Endeudamiento a corto plazo

El endeudamiento a corto plazo nos ayuda a conocer el nivel de apalancamiento y la capacidad y la dependencia que tiene la empresa de la financiación externa y si puede hacer frente al pago de los vencimientos de su deuda en los próximos meses.

Como se puede apreciar en el siguiente gráfico, la selección de empresas estudiadas prestaba a comienzos del año 2001 un nivel de endeudamiento a corto bastante elevado. Es cierto que un elevado nivel de endeudamiento a corto plazo es una particularidad del sector debido al elevado nivel de financiación que obtiene por parte de sus proveedores. A partir del año 2008 se comenzó a reducir el elevado volumen de endeudamiento, debido principalmente a la caída de la producción y a la necesidad de adoptar prácticas financieras más sostenibles a largo plazo.

A pesar del elevado volumen de deuda a corto plazo que presentan las principales constructoras, a excepción de los años más duros de la crisis financiera, su fondo de maniobra se ha mantenido positivo a lo largo del periodo analizado.

Gráfico 6.10 Nivel de endeudamiento a corto plazo



NOTA Datos: SABI Gráfico: Elaboración propia

6.3.2. *Liquidez*

La ratio de liquidez es una medida financiera que se utiliza para evaluar la capacidad de una empresa para cumplir con sus obligaciones financieras a corto plazo. En el caso del sector de la construcción, es especialmente importante tener una buena gestión de la liquidez debido a las características particulares de este, donde los ciclos de inversión y recuperación pueden ser largos y las necesidades de financiación pueden ser elevadas.

La liquidez depende mucho del ciclo económico, siendo el sector de la construcción un sector muy sensible a la situación macroeconómica. Por ello, será habitual que durante las recesiones la ratio de liquidez se vea afectada.

A través del manual elaborado por el Registro de Expertos Contables, la Barcelona School and Management y ACCID, se ha obtenido unos datos orientativos con los cuales poder comparar la situación del sector de la construcción a lo largo del tiempo.

Tabla 6.11 Ratios de liquidez

Ratios	Valores óptimos generales	Ratio Sector 2019	Valores óptimos adaptados
Liquidez	[1,50: 2,00)	1,44	[1,19: 1,69)
Tesorería	[0,80: 1,20]	1,10	[0,90: 1,30]
Disponible	[0,20: 0,30)	0,52	[0,42: 0,62)

NOTA: Valores óptimos de las ratios de liquidez en el sector de la construcción. Tabla: Elaboración propia. Datos: (Amat, Lloret, & Puig, 2020)

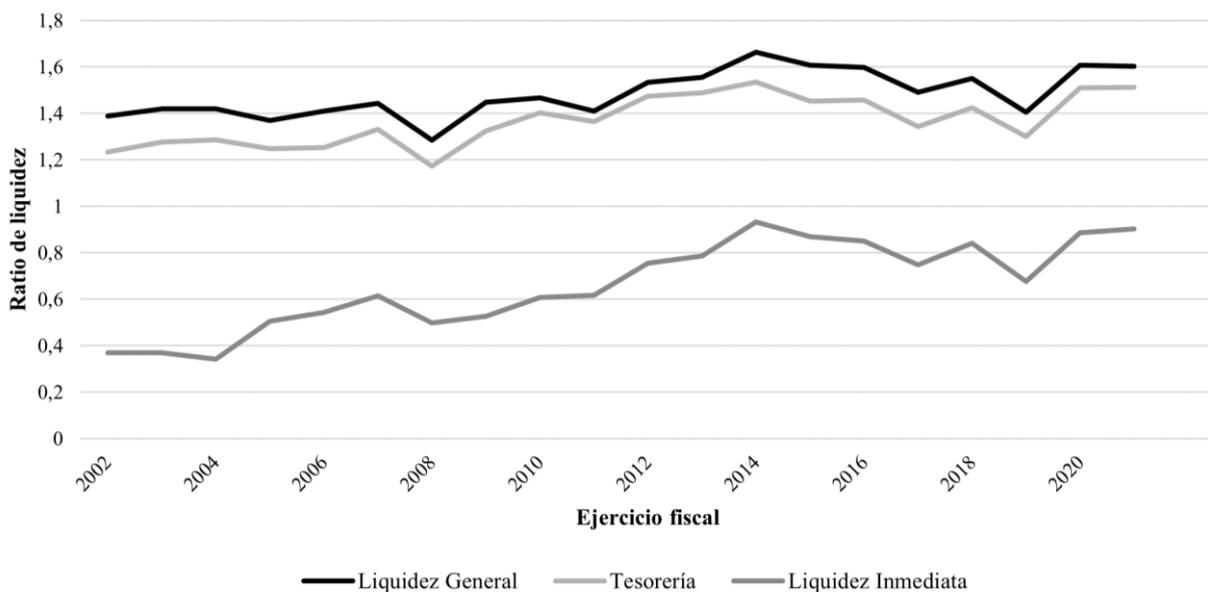
Para hacer frente a las obligaciones de pago a corto plazo, con carácter general, es recomendable que el activo corriente sea superior al pasivo corriente. En el sector de la construcción, las existencias se caracterizan por ser ilíquidas y por ciclos de cobros mucho más amplios que la media de otros sectores, además de tener una tasa de morosidad bastante alta. Es por ello por lo que el realizable y sobre todo el disponible, cobran una mayor importancia que las existencias, las cuales se encuentra ligeramente por debajo de los valores óptimos generales.

La tesorería se considera un nivel óptimo los valores cercanos a 1 mientras que la ratio de liquidez disponible deberá estar en un valor aproximado de 0.2 y 0.4 aunque este último valor dependerá mucho del calendario de pagos de la empresa, donde en determinadas fechas la tesorería disponible tendrá una cifra elevada mientras que en otros momentos los valores serán relativamente bajos. Una correcta previsión de los “cash-flow” será fundamental.

El grupo de empresas sujeto a estudio muestra una caída de la liquidez en el 2008, provocada por el aumento de impagos por parte de los clientes tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, seguida por una tendencia alcista en la liquidez de las empresas hasta el año 2014 donde se empieza a estabilizar. Aunque en este gráfico no se aprecia caídas considerables en la crisis del 2008, esto es debido a que nuestro estudio se limita a las empresas activas, es decir a las empresas que han conseguido sobrevivir a la recesión gracias a su fortaleza.

Analizando las ratios en los tres grupos, podemos apreciar que la tendencia alcista se confirma en todos ellos. Tanto en la ratio de liquidez, tesorería y liquidez disponible se aprecia un aumento relativo similar. En términos generales cuanto mayor es el tamaño de la empresa, los niveles de las ratios se aproximan más a los niveles óptimos, mientras que a menor tamaño la tesorería suele estar más tensionada.

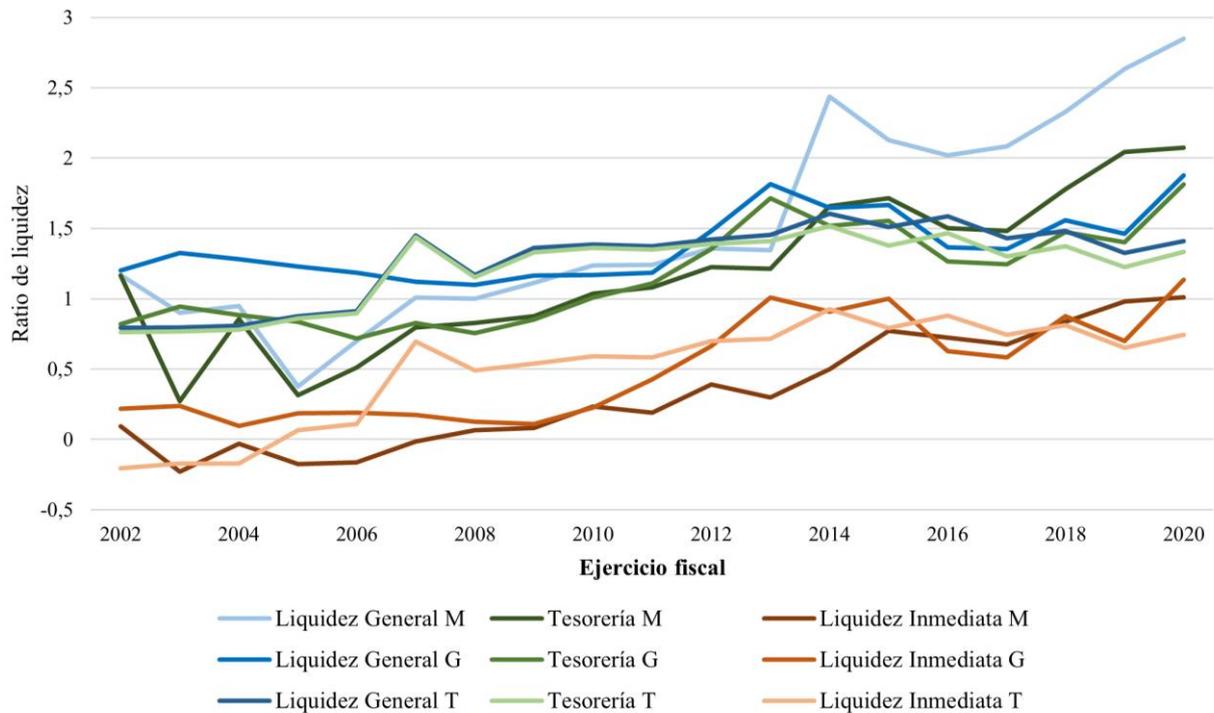
Gráfico 6.12: Evolución de la ratio de liquidez, tesorería y liquidez disponible



NOTA Gráfico: Elaboración propia. Datos: SABI

En los años de la burbuja inmobiliaria podemos ver como las ratios de liquidez disponible se encontraban en niveles negativos en las empresas de mayor tamaño, una posible causa podría haber sido el aumento de la inversión que se estaba realizando dentro del sector y el exceso de demanda existente. Durante los años posteriores, al caer considerablemente la demanda de inmuebles, las existencias crecieron considerablemente lo que explicaría el rápido crecimiento de la ratio de liquidez.

Gráfico 6.13 Evolución de la liquidez por grupos



NOTA: T: Las tres empresas más grandes del sector. G: Grandes empresas M: Medianas empresas. Gráfico: Elaboración propia. Datos: SABI

6.4. Análisis financiero a largo plazo

En este punto se realizará un estudio de las capacidades de las principales constructoras para hacer frente a sus posibles pagos a largo plazo, es decir la solvencia de la que dispone una actividad a un período superior a doce meses.

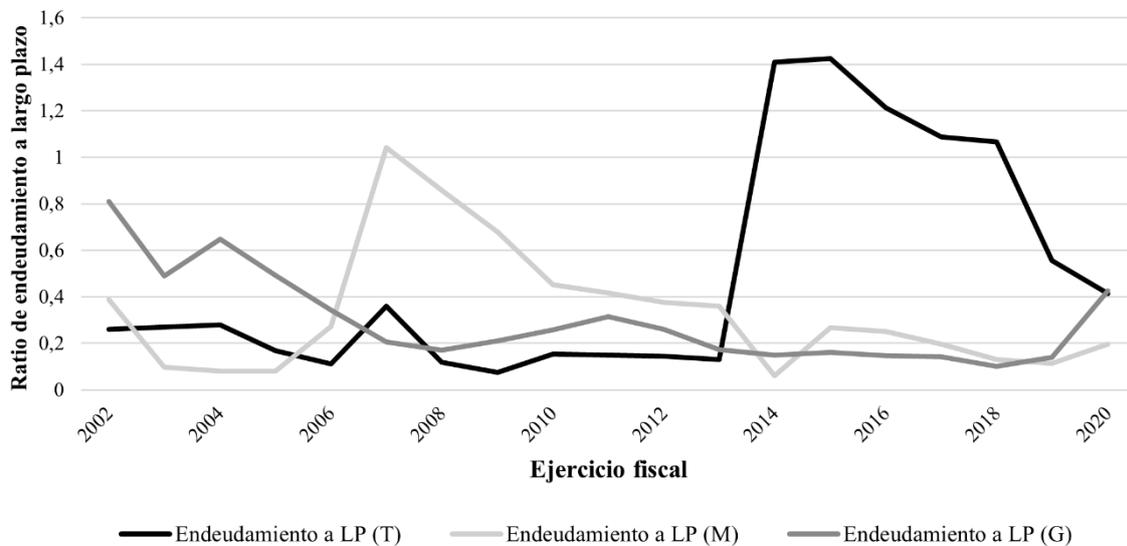
Ratio de endeudamiento a largo plazo

El estudio del nivel de endeudamiento a largo plazo en el sector de la construcción en España es importante porque puede proporcionar información valiosa sobre la salud financiera de las empresas constructoras. El endeudamiento a largo plazo se refiere a la cantidad de deuda que una empresa ha adquirido con un vencimiento a largo plazo, generalmente superior a un año.

El endeudamiento a largo plazo se ha reducido después de la crisis del 2008, sin embargo, a partir del 2013, las empresas que conforman el grupo T, es decir las empresas más grandes del sector han elevado considerablemente su nivel de endeudamiento a largo plazo. Un nivel excesivo de endeudamiento puede limitar su capacidad para invertir en nuevos proyectos y restringir su crecimiento a largo plazo.

Además, el nivel de endeudamiento del grupo estudiado podría haberse visto afectado por diferentes factores como la facilidad de financiamiento, el contexto macroeconómico, la competencia y las regulaciones gubernamentales. En general, una tasa de endeudamiento saludable es aquella que permite a las empresas cumplir con sus obligaciones de deuda y, al mismo tiempo, invertir en nuevas oportunidades de crecimiento y desarrollo.

Gráfico 6.14: Evolución del nivel de endeudamiento a largo plazo.



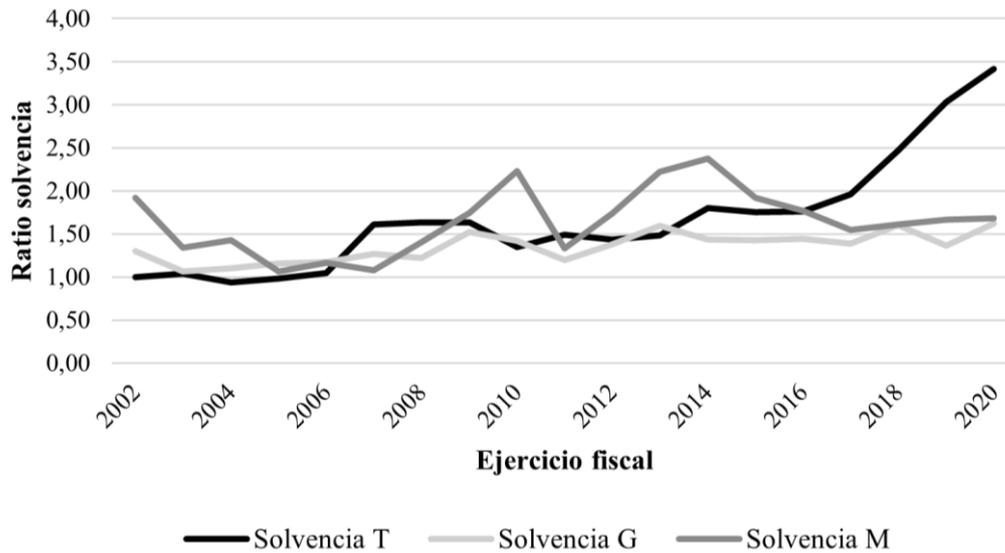
NOTA: Gráfico: Elaboración propia. Datos: SABI

Solvencia

La solvencia nos muestra la capacidad que tiene la empresa para hacer frente al conjunto de sus obligaciones, a diferencia que la liquidez, nos muestra la capacidad a largo plazo de hacer frente estas obligaciones, ya que se tiene en cuenta el activo menos líquido de la empresa.

Las empresas que componen la muestra han pasado de una situación delicada, al principio del milenio donde la ratio de solvencia mostraba valores menores al 1,5 y medio. Incluso el grupo de empresas T llegaron a cifras ligeramente inferiores a 1. Una situación que, si se mantiene en un periodo de tiempo suficiente, puede llevar a la quiebra de la empresa. A partir del 2007, acompañado de la tendencia decreciente del nivel de endeudamiento, el grupo de empresas estudiado se ha podido estabilizar en valores cercanos al 1,5, considerado el nivel óptimo.

Gráfico 6.15: Evolución de la solvencia dentro de la muestra



NOTA: Gráfico: Elaboración propia. Datos: SABI

7. Sostenibilidad

Teniendo en cuenta los importantes retos a los que se encuentra expuesto el sector para conseguir que su crecimiento sea sostenible, en este epígrafe se va a realizar un acercamiento a las políticas medioambientales, laborales y éticas analizadas a partir de la información disponible en la página web de cada una de las empresas, examinando certificaciones medioambientales y memorias de sostenibilidad.

Con el objetivo de evaluar el grado de sostenibilidad alcanzado por cada una de las empresas de la muestra, se ha establecido una relación de 10 categorías (estas categorías se pueden ver en la tabla 7.1). Si la empresa hace mención o realiza alguna actividad relacionada obtendrá 1 punto, siendo 10 la puntuación máxima que puede alcanzar cada una de las empresas.

Tabla 7.1: Puntuación obtenida por cada empresa de la muestra

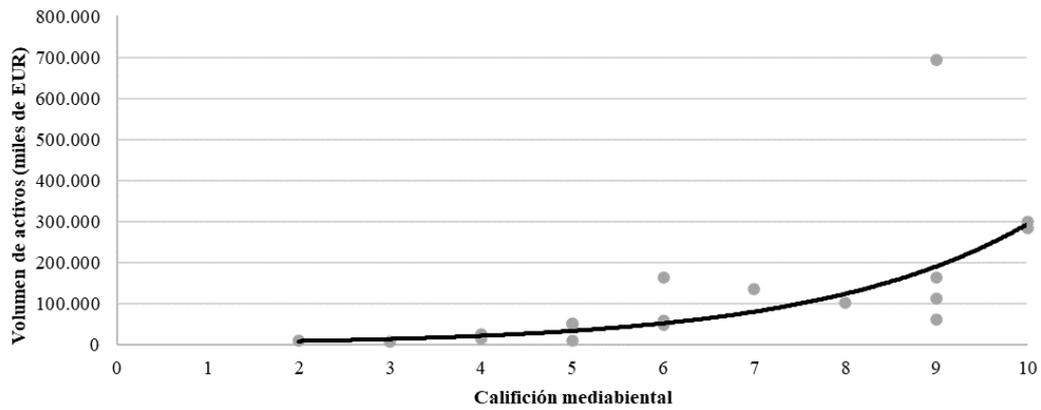
	T-1	T-3	G-3	G-2	G-7	G-9	G-5	G-8	G-6	G-10	M-3	G-4	M-1	M-4	T2	M-2	M-5	G-1
Programa de responsabilidad corporativa	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●		●		●	●	●		●
Objetivos de desarrollo sostenible ODS	●	●	●			●		●				●			●			
Programas de concienciación ambiental	●	●	●		●	●	●	●				●			●			
Recursos humanos y riesgos laborales: ISO 45001	●	●	●	●	●	●	●	●			●		●	●	●	●		●
Gestión ambiental: ISO 14001	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Memoria Responsabilidad corporativa	●	●										●			●			
Proyectos de I+D	●	●	●	●	●	●		●	●			●			●	●	●	●
Código ético	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●			●
Proyectos Sociales		●	●	●		●						●			●	●	●	●
Verificación externa del impacto medioambiental De la actividad (Auditorías, Normas ISO...)	●	●	●	●		●	●	●	●	●	●	●			●	●		●
PUNTUACIÓN	9	10	9	7	6	9	6	8	5	5	4	9	3	4	10	5	2	6

NOTA: Datos: Páginas web de las empresas que conforman la muestra. Tabla: Elaboración Propia

A continuación, relacionamos los resultados obtenidos con diferentes variables financieras.

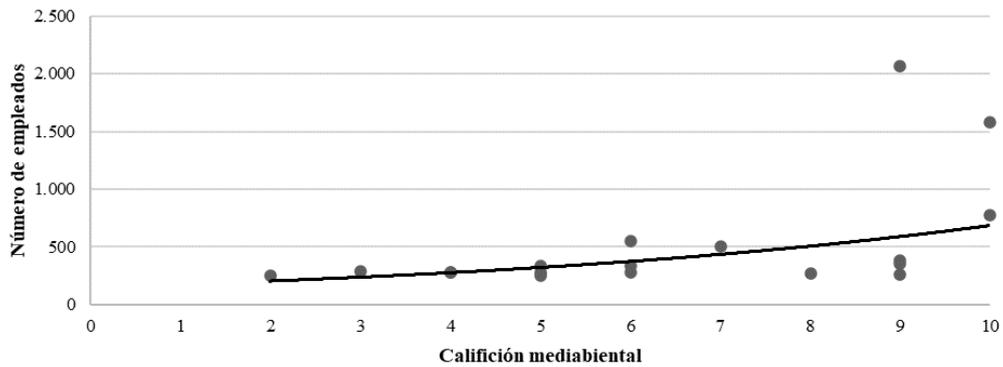
Teniendo en cuenta los criterios establecidos en este trabajo para evaluar la sostenibilidad, los resultados obtenidos reflejan que las empresas más grandes obtienen una calificación mayor. Las empresas que conforman el grupo T obtienen una calificación media de 9,6, mientras que el grupo G obtiene un 7. Muy diferente es el resultado que obtienen las empresas medianas que conforman el grupo M, obteniendo un 3,6.

Gráfico 7.2: Puntuación en sostenibilidad según el volumen de activos



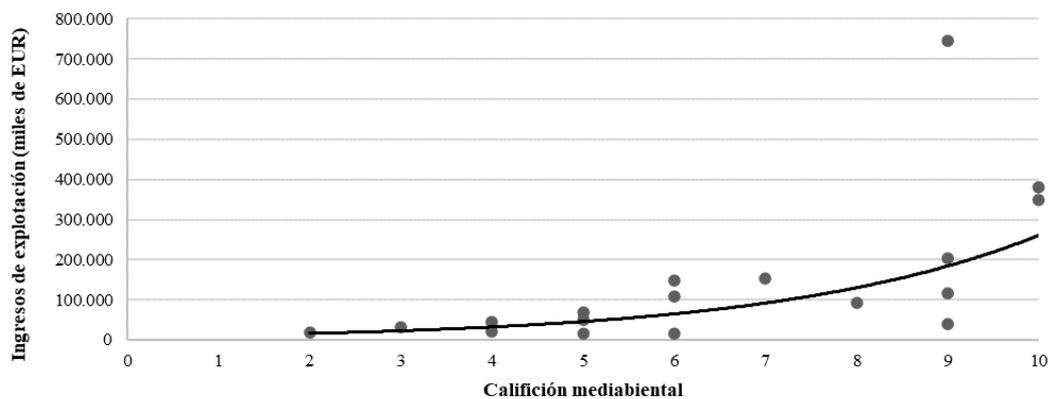
NOTA: Datos: SABI Gráfico: Elaboración propia

Gráfico 7.3: Puntuación en sostenibilidad según el número de empleados



NOTA: Datos: SABI Gráfico: Elaboración propia

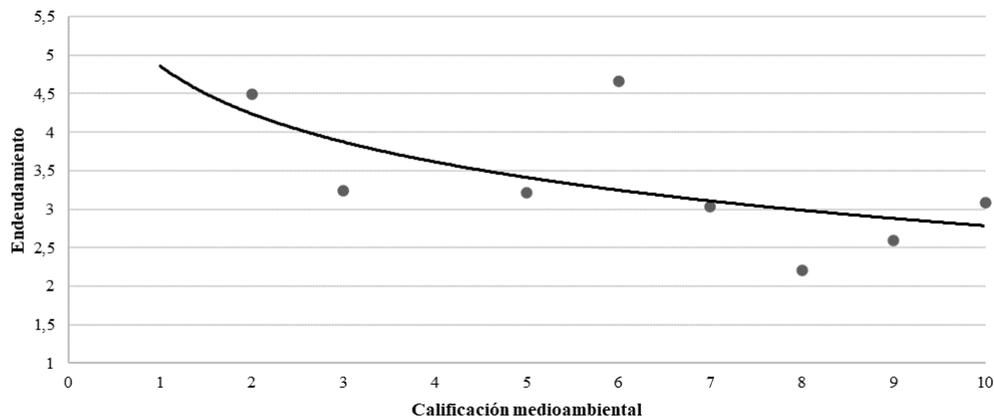
Gráfico 7.4: Puntuación en sostenibilidad según los ingresos de explotación



NOTA: Datos: SABI Gráfico: Elaboración propia

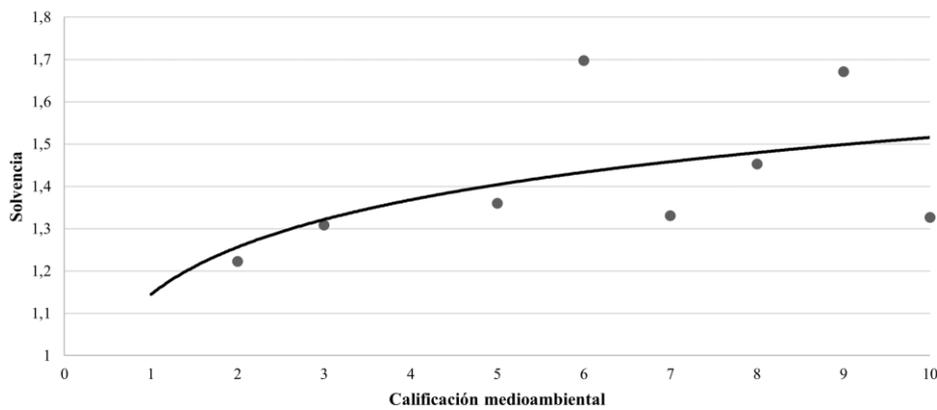
Gráficamente podemos apreciar que las empresas con mayor puntuación en variables relacionadas con aspectos medioambientales y sociales son más solventes, presentan una mayor liquidez y un menor endeudamiento. Esta situación económica permite a las empresas ser más flexibles financieramente, además de tener la capacidad económica de abordar nuevos proyectos empresariales.

Gráfico 7.6: Endeudamiento según la puntuación en sostenibilidad



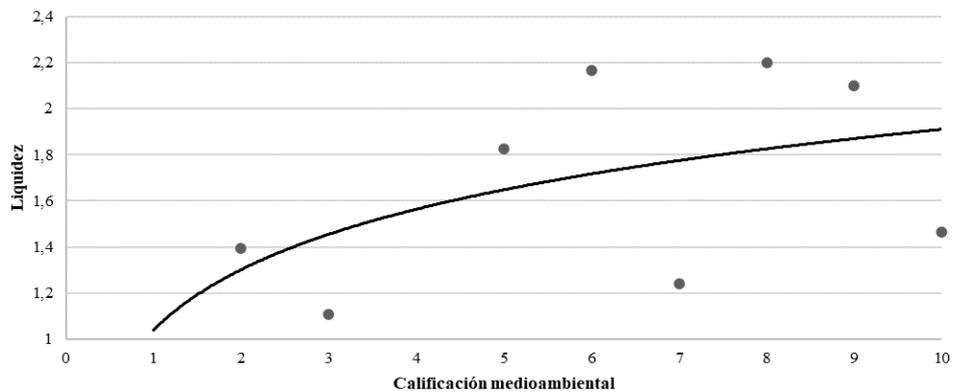
NOTA: Datos: SABI. Gráfico: Elaboración Propia

Gráfico 7.5: Solvencia según la puntuación en sostenibilidad



NOTA: Datos: SABI Gráfico: Elaboración propia

Gráfico 7.6: Liquidez según la puntuación en sostenibilidad



NOTA: Datos: SABI Gráfico: Elaboración propia

8. Conclusiones

La evolución de la estructura financiera dentro del sector de la construcción durante el último milenio ha sido bastante desigual. Pasando de la época dorada, previa a la crisis financiera del 2008, a una fuerte reestructuración y estancamiento durante los años de la recuperación económica. Pese a que esta tendencia pareció invertirse ligeramente a partir del año 2014, la construcción residencial aún está lejos de los niveles alcanzados durante los años de bonanza económica.

En la actualidad las principales empresas del sector reflejan una mayor fortaleza y solidez, gracias al mayor peso de los fondos propios, el menor nivel de endeudamiento, la mayor solvencia de las empresas y una mayor liquidez. Este saneamiento en las cuentas de las principales empresas y la reducción considerable del periodo medio de pago, dentro del conjunto del sector, ha derivado en una mejora en la confianza de la industria.

La mayor flexibilidad financiera que otorga un balance saneado es clave para poder optar a nueva financiación para hacer frente a las nuevas oportunidades de inversión, incrementar el gasto en I+D en la industria, apostando por el desarrollo de nuevos materiales, nuevas técnicas y digitalización de procesos, contribuyendo de esta manera a un crecimiento sostenible.

Las administraciones públicas deben seguir manteniendo su apoyo al sector a través de medidas que promuevan la sostenibilidad, tanto por el lado de la oferta como de la demanda, clave para el crecimiento futuro. En líneas generales, aunque hay incertidumbre, parece probable que el sector de la construcción aumente su peso dentro de la economía española en los próximos años. Sin embargo, será importante abordar los desafíos a largo plazo para garantizar la sostenibilidad y la competitividad del sector de la construcción en España.

Aspectos como la subida de los tipos de interés junto a una política monetaria restrictiva, abren escenarios de riesgos no solo desde el lado de la oferta, con el consiguiente aumento de los gastos financieros en las cuentas de resultados de las empresas, sino también desde la demanda. Muchas familias están viendo como su acceso a la financiación, ya sea para la adquisición de una nueva vivienda o para la rehabilitación, se reduce y se encarece. Ambos aspectos podrían comprometer la inversión futura de las empresas que componen el sector.

Trabajos citados

- Amat, O., Lloret, P., & Puig, X. (2020). *Ratios Sectoriales 2019*. Barcelona: UPF Barcelona School of Management; ACCID; Registro de Expertos Contables. Recuperado el 08 de Mayo de 2023, de <https://www.tax.es/uploads/files/25022021-manual-ratios-sectoriales-2019-web.pdf>
- Asociación Nacional de Constructores Independientes. (2022). *Evolución de los precios de las materias primas y su impacto en las obras*. Madrid: Servicios de Estudios ANCI.
- Banco de España. (2023). *La evolución de la deuda pública en España*. Madrid.
- Business Analytics de Adevinata. (Mayo, 2022). "Radiografía del mercado de la vivienda en 2021-2022". Fotocasa Research.
- Circulantis. (03 de Septiembre de 2020). *Blog; Financiación propia y ajena; CIRCULANTIS*. Recuperado el 30 de Agosto de 2023, de <https://www2.ulpgc.es/hege/almacen/download/9/9798/Tema1.pdf>
- Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia. (2022). *Informe anual sobre ayudas públicas 2022*. Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, Barcelona. doi:IAP/CNMC/001/22
- Consejo Económico y Social. (2016). *02/2016: El papel del sector de la construcción en el crecimiento económico: Competitividad, cohesión y calidad de vida*. Madrid: Consejo Económico y Social.
- Fundación BBVA; Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas. (2010). *Capital y crecimiento N° 7/2010*. Madrid: Fundación BBVA. Recuperado el 03 de 09 de 2023, de <https://onx.la/a8c32>
- Gobierno de Aragón. (27 de Febrero de 2023). *Orden por la que se convocan subvenciones en materia de rehabilitación residencial y vivienda social*. Zaragoza: BOA. Obtenido de Boletín Oficial de Aragón: <https://onx.la/8c875>
- Gobierno de España. (2021). *Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia: Implementación de la Agenda Urbana española*. Madrid: Presidencia del Gobierno.
- Grupo Lobe. (2023). *Innovación: Memoria Anual 2022; Grupo Lobe*. Recuperado el 31 de Agosto de 2023, de Grupo Lobe Web Site: <https://www.grupolobeannualreport.com/>
- HELPMYCASH. (23 de Agosto de 2023). ¿Merecen la pena las hipotecas verdes para comprar viviendas sostenibles? *El Mundo*. Recuperado el 04 de Septiembre de 2023, de <https://n9.cl/o5xcwu>
- Iberinform Internacional SA. (22 de Noviembre de 2021). Los plazos de pago empeoraron cinco días tras la declaración de la pandemia. *Iberinform Web Site*. Recuperado el 04 de Mayo de 2023, de Iberiform Web Site: <https://onx.la/9d99a>
- IMF. (Abril 1, 2022). *Unemployment rate of the largest economies in Europe from 1980 to 2022*. Statista. Recuperado el 29 de Abril de 2023, de <https://onx.la/cb3d1>
- INE. (Septiembre 15, 2022). *Construction industry as a percentage of the Gross Domestic Product (GDP) in Spain from 2005 to 2021*. In Statista. Recuperado el 29 de Abril de 2023, de <https://onx.la/d4435>

- Informa D&B. (18 de Abril de 2023). *SABI: Sistema de Análisis de Balances Ibéricos*. Obtenido de <https://sabi.bvdinfo.com/>
- INFORMA D&B S.A.U. (Junio 2021). *Comportamiento de pagos de las empresas en el sector de construcción y actividades inmobiliarias*. Alcobendas: INFORMA Business by Data. Recuperado el 09 de Mayo de 2023, de <https://onx.la/0d69a>
- Instituto de Crédito Oficial. (04 de Septiembre de 2023). *Empresas y Emprendedores; ICO*. Obtenido de ICO Web Site: <https://www.ico.es/ico-empresas-y-emprendedores>
- Instituto Nacional de Estadística. (2019). *Gasto en I+D interna por rama de actividad y tamaño de la empresa (Estadística de I+D 2018)*. Madrid: INE.
- Instituto Nacional de Estadística. (2023). *Ocupados por sector económico y provincia 2008-2023*. Madrid. Recuperado el 30 de Abril de 2023, de <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=3991&L=0>
- Instituto Nacional de Estadística. (Enero, 2023). *Índices de precios de materiales generales (base diciembre 2011)*. Madrid: INE.
- Ministerio de Hacienda. (2023). *Datos PMP de Ayuntamientos según RD 1040/2017*. Madrid. Recuperado el 04 de Mayo de 2023, de <https://onx.la/b60e3>
- Ministerio de la Presidencia. (2010). *Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital*. Madrid: Boletín Oficial del Estado. Recuperado el 19 de Abril de 2023, de <https://www.boe.es/eli/es/rdlg/2010/07/02/1/con>
- Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana. (2022). *Estructura de la construcción 2021*. Madrid: Dirección General de Programación Económica y Presupuestos.
- Ministerio de transportes, movilidad y agenda urbana. (04 de Septiembre de 2023). *Agenda urbana y vivienda; Ministerio de transportes, movilidad y agenda urbana*. Obtenido de Ministerio de transportes, movilidad y agenda urbana Web site: <https://n9.cl/18u9a>
- Observatorio Industrial de la Construcción. (2022). *Informe sobre el sector de la construcción 2021*. Madrid: Fundación Laboral de la Construcción.
- Observatorio Inmobiliario. (27 de Octubre de 2020). Solo un 6,2% de las empresas del sector de la construcción invierten en innovación. *Observatorio Inmobiliario*. Recuperado el 09 de Mayo de 2023, de <https://onx.la/976f1>
- Parlamento Europeo. (14 de Marzo de 2023). La Eurocámara apoya la descarbonización del sector de la construcción para 2050. o. Recuperado el 19 de Abril de 2023, de <https://onx.la/e8449>
- PTEC. (2022). *Documento de posicionamiento del sector español de la construcción a la i+d+i en el contexto europeo. AÑO 2022*. Madrid: PTEC. doi:978-84-09-45268-2
- Sistema Nacional de Publicidad de Subvenciones y Ayudas Públicas. (03 de Septiembre de 2023). *Convocatorias; Sistema Nacional de Publicidad de Subvenciones y Ayudas Públicas*. Obtenido de BDNS Web site: <https://www.infosubvenciones.es/bdnstrans/GE/es/convocatoria/634124>

ANEXOS

ANEXO 1 Listado de empresas que conforman la muestra

Razón Social	Forma jurídica	Grupo	Código NIF	Empresa cotizada o no cotizada	Provincia
ACSA OBRAS E INFRAESTRUCTURAS	SAU	T	A08112716	No cotizada	BARCELONA
ARPADA	SA	G	A28328441	No cotizada	MADRID
AVINTIA PROYECTOS Y CONSTRUCCIONES	SL	T	B85084135	No cotizada	MADRID
BILBA CONSTRUCCION E INFRAESTRUCTURAS	SL	G	B92349760	No cotizada	MALAGA
CIVICA CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS	SL	G	B53623484	No cotizada	ALICANTE
CONSTRUCCIONES ACR	SA	G	A31039746	No cotizada	NAVARRA
CONSTRUCCIONES FELIPE CASTELLANO	SA	G	A11087285	No cotizada	CADIZ
CONSTRUCCIONES RUBAU	SA	G	A17013863	No cotizada	GERONA
CONSTRUCTORA SAN JOSE	SA	T	A36006666	Cotizada	PONTEVEDRA
ESPINA & DELFIN	SL	G	B15026693	No cotizada	LA CORUÑA
ETOSA OBRAS Y SERVICIOS BUILDING	SL	G	B73801193	No cotizada	MURCIA
GRUPO BERTOLIN	SAU	G	A46092128	No cotizada	VALENCIA
HORMICONSA CANARIAS	SA	M	A35679356	No cotizada	LAS PALMAS
JARQUIL CONSTRUCCION	SA	G	A54496005	No cotizada	MADRID
MARSEIN SA	SA	M	A58490723	No cotizada	BARCELONA
REHABILITACIONES Y CONSTRUCCIONES TUDIC	SL	M	B83167015	No cotizada	MADRID
SISTEMAS VALCOM	SL	M	B13463229	No cotizada	CIUDAD REAL
SIUREL OBRA CIVIL	SL	M	B57386914	No cotizada	SANTA CRUZ DE TENERIFE

NOTA La enumeración mostrada de la tabla no tiene ninguna relación con la codificación realizada en el análisis empírico. Tabla: Elaboración Propia

ANEXO 2 Ecuaciones empleadas para el análisis empírico

$$\text{Ratio de Autofinanciación generada por las ventas (\%)} = \frac{\text{Cash Flow}}{\text{Cifra de negocios}} * 100$$

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

$$\text{Cobertura de Gastos Financieros} = \frac{\text{BAIT}}{\text{Gastos Financieros}}$$

$$\text{Endeudamiento a corto plazo} = \frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

$$\text{Liquidez} = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$$

$$\text{Tesorería} = \frac{\text{Realizable} + \text{Disponible}}{\text{Pasivo corriente}}$$

$$\text{Liquidez disponible} = \frac{\text{Disponible}}{\text{Pasivo corriente}}$$

$$\text{Endeudamiento a largo plazo} = \frac{\text{Pasivo no corriente}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

$$\text{Solvencia} = \frac{\text{Activo Total}}{\text{Pasivo Total}}$$