

*EGM 2007. Audiencia soporte base

EN LOS NEGOCIOS, LO MÁS IMPORTANTE ES LA LETRA PEQUEÑA

Anúnciate en *Negocios*
2.847.000 lectores* cada domingo

Negocios EL PAÍS

Inquietud en los mercados

Hipotecas allí y aquí

MAURO F. GUILLÉN y EMILIO ONTIVEROS

Los autores describen cómo se ha producido la crisis hipotecaria en EE UU y su contagio al sistema financiero global, y explican las posibles repercusiones en España.

Han hecho bien los principales bancos centrales en inyectar de forma extraordinaria grandes cantidades de liquidez para asegurar el normal funcionamiento del mercado interbancario y evitar males peores. Éstos vendrían del fácil y rápido contagio a los mercados de crédito de todo el mundo, tras la afloración de las dificultades en el mercado hipotecario estadounidense. Éste es el mal original: un funcionamiento del mercado hipotecario en la principal economía del mundo distante de las buenas prácticas

que se siguen en la mayoría de los países desarrollados, desde luego en el español.

La debilidad del mercado inmobiliario estadounidense es explícita desde hace un año. Las viviendas a la venta están en el mercado durante meses y los vendedores raramente obtienen el precio de salida; con mucha frecuencia, el precio de venta es inferior a la deuda hipotecaria. Propietarios que nunca hubieran deseado vender se ven ahora obligados a hacerlo debido a la subida de las cuotas mensuales de sus hipotecas a tipo variable. Muchos quisieran refinanciar su deuda pero los procedimientos y criterios de concesión de hipotecas han sido revisados y lo hacen mucho más difícil que hace apenas un año. Se ha pasado, en definitiva, de una situación de euforia inmobiliaria y de abundante liquidez a la opuesta, con unas ramificaciones y repercusiones que todavía se desconocen. Un primer impacto será sobre el consumo, dado que muchas familias han aprovechado el aumento de valor de sus viviendas para financiar mejoras en las mismas, para pagar la educación de sus hijos o, simplemente, para disfrutar de unas vacaciones; menos fácil de concretar son las consecuencias sobre el sistema financiero en su conjunto. En ambos casos se pueden extraer lecciones útiles y, en todo caso, diferencias con el caso español.

La primera tiene que ver con la desigual evaluación de los riesgos de crédito. La desaceleración del mercado estadounidense ha desvelado problemas asociados a los profundos cambios en la financiación de la vivienda. El primero de ellos tuvo lugar a mediados de los noventa, cuando los bancos y compañías hipotecarias empezaron a ofrecer productos especialmente diseñados para clientes de dudosa solvencia: las ya populares *subprime*, que representan un 15% de las hipotecas vivas.

Además, la regulación permitió la entrada de compañías hipotecarias no bancarias, que han ofrecido préstamos a tipos de interés iniciales muy atractivos, aunque revisables de forma sustancial, en función de los tipos del mercado; algunas de esas compañías ya han quebrado. Entre las prácticas agresivas también destaca la ampliación de los montantes de financiación, llegando a conceder préstamos con un principal muy superior al precio de mercado de la vivienda en el momento de su adquisición. Finalmente, se popularizó el llamado *home equity loan* o segunda hipoteca, responsable también del aumento del endeudamiento de las familias. Mientras subían los precios de los activos que actuaban como garantía, la espiral de creación de crédito

y de multiplicación del consumo hizo lo propio.

Pero no son solamente las familias endeudadas en exceso, los prestatarios *subprime* y los prestamistas quienes ahora se encuentran en dificultades. La otra gran innovación de los últimos años ha supuesto que cuatro de cada cinco hipotecas sean traspasadas a un banco de inversión, que las agrupa en *pools* que luego vende en forma de bonos a inversores institucionales (*hedge funds* incluidos). La remuneración de estos bonos está constituida, básicamente, por las cuotas de los prestatarios. El aspecto más importante de este proceso es que se empaquetan todo tipo de hipotecas, desde las más seguras hasta las *subprime*. Para colocar los bonos en el mercado, los bancos de inversión contaron con la colaboración de las agencias de calificación crediticia (Standard & Poor's y Moody's, básicamente), que tendieron a asignar calificaciones demasiado benevolentes, a tenor de la calidad de las hipotecas *subprime* incluidas en los paquetes.

Pero éste no es el último eslabón de la cadena. Los *hedge funds* vieron la posibilidad de obtener ganancias millonarias si en lugar de comprar bonos con garantía hipotecaria mediante el efectivo recibido de sus clientes lo hacían con dinero prestado. Este apalancamiento financiero permitía obtener rendimientos muy superiores por

numerosos propietarios de viviendas como de la caída de los precios en el mercado inmobiliario.

Ya son varios los *hedge funds* que se enfrentan a problemas serios derivados de los efectos no esperados de este tipo de ingeniería financiera. En el caso más espectacular, uno de los mayores bancos de inversión de Estados Unidos, Bear Stearns, se ha visto forzado a liquidar dos fondos con inversiones en derivados basados en hipotecas *subprime*. Sus clientes pueden perder más de mil millo-

nes de dólares. Además, los fondos estaban legalmente registrados en las Islas Caimán, cuyos tribunales suelen aplicar los procedimientos de liquidación de manera más favorable a las compañías financieras que a sus clientes. Las repercusiones no se han hecho esperar tampoco en otros lugares de la economía global. Un banco alemán ha sido rescatado con dinero público debido a sus inversiones en bonos garantizados con hipotecas. BNP Paribas ha suspendido los reembolsos en tres de sus fondos con elevada exposición a activos respaldados por hipotecas *subprime*.

La situación descrita tiene poco que ver con la que ha conformado la expansión de la financiación hipotecaria en España. Además del desigual alcance de esa movilización de activos con garantía hipotecaria, las tasaciones inmobiliarias se realizan en España con mayor rigor e independencia, pese a que es muy difícil diseñar un sistema totalmente a prueba de suspicacias. No menos importante, la regulación y supervisión de las instituciones crediticias es mucho más rigurosa, como lo son los sistemas de gestión de riesgos que informan la toma de decisiones de cajas de ahorros y bancos, incluida una muy prudente política de dotación de provisiones. Un problema fundamental en EEUU, ha sido la proliferación de compañías financieras sujetas a un grado de escrutinio mucho menor que las entidades bancarias tradicionales.

Que los factores que han determinado esa crisis hipotecaria estén ausentes del sistema financiero español no quiere decir que la economía española, su mercado inmobiliario, queden a salvo de todas las consecuencias que aquella pueda seguir desencadenando. La muy acusada dependencia de la financiación externa de nuestro sector privado (no sólo del sector inmobiliario) es un factor de vulnerabilidad que podría, cuando menos, endurecer la apelación a los mercados de crédito, si no lo ha hecho ya.

Pero no es sólo por ese efecto balsámico sobre las tensiones de liquidez por lo que hay que valorar favorablemente las intervenciones de los bancos centrales, sino también porque han transmitido la sensación de que el cada vez más explícito proceso de globalización financiera esta al menos parcialmente gobernado. Lo que no significa que, llegado el momento, cada palo aguante su vela.

Mauro F. Guillén es director del Lauder Institute de la Wharton School, y **Emilio Ontiveros** es catedrático de Economía de la Empresa de la UAM. Ambos pertenecen al Consejo Académico de la Escuela de Finanzas Aplicadas.

INMOBILIARIA AMUERGA, S. L.
(sociedad absorbente)

LAS LOMAS DE LA BAHÍA, S. A., Sociedad Unipersonal; CERROS DEL LAGO HOTELES, S. L., Sociedad Unipersonal; HOTEL MONASTERIO SAN MIGUEL, S. A., Sociedad Unipersonal; GESTIONES DEPORTIVAS BANINSUR, S. L., Sociedad Unipersonal; COMPAÑÍA DE INVERSIONES HOTELES DEL SUR, S. A., Sociedad Unipersonal; ANDALUZA DE INVERSIONES HOTELERAS, S. A., Sociedad Unipersonal; CREATIVAS DE FOTOS AÉREAS, S. L., Sociedad Unipersonal; LECUMAR, S. L., Sociedad Unipersonal; ALAMEDA PRINCIPAL 16, S. L., Sociedad Unipersonal; LAS TERRAZAS DE BERMUDA BEACH, S. L., Sociedad Unipersonal; INSTITUTO COSTA DEL SOL, S. L., Sociedad Unipersonal; INCOSOL CORPORATE, S. L., Sociedad Unipersonal (sociedades absorbidas)

ANUNCIO DE FUSIÓN POR ABSORCIÓN

La junta general de INMOBILIARIA AMUERGA, S. L., y el socio único de LAS LOMAS DE LA BAHÍA, S. A. U.; CERROS DEL LAGO HOTELES, S. L. U.; HOTEL MONASTERIO SAN MIGUEL, S. A. U.; GESTIONES DEPORTIVAS BANINSUR, S. L. U.; COMPAÑÍA DE INVERSIONES HOTELES DEL SUR, S. A. U.; ANDALUZA DE INVERSIONES HOTELERAS, S. A. U.; CREATIVAS DE FOTOS AÉREAS, S. L. U.; LECUMAR, S. L. U.; ALAMEDA PRINCIPAL 16, S. L. U.; LAS TERRAZAS DE BERMUDA BEACH, S. L. U.; INSTITUTO COSTA DEL SOL, S. L. U.; INCOSOL CORPORATE, S. L. U., aprobaron el 29 de junio de 2007 la fusión por absorción de LAS LOMAS DE LA BAHÍA, S. A. U.; CERROS DEL LAGO HOTELES, S. L. U.; HOTEL MONASTERIO SAN MIGUEL, S. A. U.; GESTIONES DEPORTIVAS BANINSUR, S. L. U.; COMPAÑÍA DE INVERSIONES HOTELES DEL SUR, S. A. U.; ANDALUZA DE INVERSIONES HOTELERAS, S. A. U.; CREATIVAS DE FOTOS AÉREAS, S. L. U.; LECUMAR, S. L. U.; ALAMEDA PRINCIPAL 16, S. L. U.; LAS TERRAZAS DE BERMUDA BEACH, S. L. U.; INSTITUTO COSTA DEL SOL, S. L. U.; INCOSOL CORPORATE, S. L. U., por INMOBILIARIA AMUERGA, S. L., con disolución sin liquidación de las sociedades absorbidas y transmisión en bloque de todo su patrimonio a la sociedad absorbente.

Se consideró como balance de fusión el último balance anual de ambas sociedades, cerrado a 31 de diciembre de 2006. La fusión fue aprobada conforme al proyecto de fusión depositado en los Registros Mercantiles de Vizcaya, el 10 de agosto; Málaga y Cádiz, el 2 de agosto de 2007.

De acuerdo con el artículo 242 de la Ley de Sociedades, se hace constar el derecho de los socios y acreedores de las sociedades intervinientes a obtener el texto íntegro del acuerdo adoptado y de los balances de fusión. Asimismo, según establece el artículo 243 de la Ley de Sociedades Anónimas, los acreedores de cada una de las sociedades que se fusionan podrán oponerse a la fusión durante el plazo de un mes, a contar desde la publicación del último anuncio de fusión, en los términos previstos en el artículo 166 de la citada Ley.

En El Puerto de Santa María (Cádiz), a 29 de junio de 2007



AGUAS DE LA CUENCA DEL TAJO, S. A.

ANUNCIO DEL ACUERDO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE AGUAS DE LA CUENCA DEL TAJO, S.A., POR EL QUE SE ADJUDICA EL CONCURSO PÚBLICO PARA LA CONTRATACIÓN DE LA REDACCIÓN DEL PROYECTO DE CONSTRUCCIÓN, LA EJECUCIÓN DE LAS OBRAS, PUESTA A PUNTO Y PRUEBAS DE FUNCIONAMIENTO DURANTE TRES (3) MESES DE LOS COLECTORES Y ESTACIONES DEPURADORAS DE AGUAS RESIDUALES DE HUECAS-RIELVES, DE VILLAMIEL DE TOLEDO, DE NOEZ Y DE TOTANES, EN TOLEDO. AT/16/2007

- 1) Entidad adjudicadora: Aguas de la Cuenca del Tajo, S.A.
- 2) Objeto del contrato: Redacción del Proyecto de construcción, la ejecución de las Obras, puesta a punto y pruebas de funcionamiento durante tres (3) meses de los Colectores y Estaciones Depuradoras de Aguas residuales de Huecas-Rielves, de Villamiel de Toledo, de Noez y de Totanes, en Toledo.
- 3) Forma y procedimiento de adjudicación: Concurso Abierto.
- 4) Presupuesto base de licitación: 9.773.258,09.-Euros (I.V.A. incluido)
- 5) Adjudicación:
 - a) Fecha: 26 de Julio de 2.007.
 - b) Contratista adjudicatario: UNIÓN TEMPORAL DE EMPRESAS DRACE MEDIO AMBIENTE, S.A. - CONSTRUCCIONES ESPECIALES Y DRAGADOS, S.A..
 - c) Nacionalidad: Española.
 - d) Importe de adjudicación: 7.507.541,80.-Euros (I.V.A. incluido).
 - e) Plazo: Diecisiete (17) meses.

Otra información: El presente proyecto será cofinanciado por la Unión Europea (Fondo de Cohesión). Invertimos en su futuro.

EL DIRECTOR GENERAL. Fdo.: José Torrent Navarro.

