

LA TITULIZACIÓN DE LAS CUENTAS A COBRAR DERIVADAS DE TARJETAS DE CRÉDITO: POSIBILIDADES DE DESARROLLO EN ESPAÑA.

Tomás Lorenzana de la Varga; Susanna Sardà i Garcia
Universitat Rovira i Virgili (Tarragona)

RESUMEN

Con la entrada en vigor en mayo del 98, del Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización, se regula y se autoriza definitivamente la titulización de activos no hipotecarios. El legislador es continuista en el sentido de basarse en el modelo establecido por la legislación anterior. Entonces, el gran avance de este Real Decreto, está en la incorporación de una mayor flexibilidad a todo el proceso. Respecto al activo de los fondos de titulización, posibilita la incorporación a éste de los derechos de crédito que figuren en el activo del cedente, y también, de derechos de crédito futuros que constituyan ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada. También contempla la posibilidad de crear fondos abiertos, por el activo, por el pasivo, o por ambos. Todo ello posibilita la titulización de las cuentas a cobrar derivadas de tarjetas de crédito, la emisión de Credit Card Asset-Backed Securities.

1. EL FENÓMENO DE LA TITULIZACIÓN Y LA NUEVA LEGISLACIÓN ESPAÑOLA

La titulización puede definirse como un proceso mediante el cual los flujos financieros originados por una agrupación predeterminada de operaciones crediticias, que son cedidas básicamente por entidades financieras, se destinan, una vez transformados, a la emisión de valores negociables atendidos con dichos flujos.¹

Los valores negociables originados por un proceso de titulización, son conocidos en el ámbito internacional como Asset-Backed Securities (ABS), emisiones de títulos de renta fija respaldados por activos. En el caso en que los activos que sirven de respaldo sean hipotecas, suele utilizarse el término Mortgage-Backed Securities (MBS), que no es más que un caso concreto dentro de la titulización.

Así, los bonos que surgen de la titulización, están respaldados por activos que el originador del proceso cede a un fondo que será el encargado de la emisión de los ABS. Los activos cedidos desaparecen del balance del originador, y se caracterizan por generar una serie de cobros futuros con un cierto grado de previsibilidad. Hay múltiples procedimientos a aplicar, algunos de los cuales comentamos más adelante, que permiten que el rating de los bonos emitidos supere al del originador.

El nacimiento del fenómeno de la titulización podemos situarlo en USA. En 1970 la agencia estatal Government National Mortgage Association realiza la primera emisión respaldada por préstamos hipotecarios. En 1985, se realiza la primera emisión pública de ABS no basada en hipotecas: Sperry tituliza derechos de leasing de ordenadores. El crecimiento de estas emisiones en el mercado norteamericano ha sido imparable. En 1997, el volumen de emisiones domésticas primarias fue de 382.000 millones de dólares.

Respecto a Europa, UK realiza la primera emisión en 1987, y también se inicia en el proceso con la titulización hipotecaria, siguiendo posteriormente con la titulización de activos en general. Junto a Francia, se consideran los pioneros en el mercado europeo de titulización, tanto en volumen de emisiones como en innovación.

Centrémonos en el caso español. Las emisiones de valores procedentes de la titulización durante 1997 fueron de 800 millones de dólares. En Francia, para el mismo período, se emiten títulos por valor de 23.800 millones de dólares, en UK, 45.300 millones de dólares, y en USA, 706.200 millones de dólares. La diferencia es evidente. En junio de 1998, el saldo vivo en los mercados financieros españoles de activos procedentes de la titulización ascendía a 1,6 billones de pesetas, de los cuales 1,3 billones correspondían a cédulas hipotecarias y sólo 0,3 billones a bonos de titulización hipotecaria. Teniendo en cuenta que los saldos vivos de la deuda pública anotada superaban los 40 billones de pesetas, y los de renta fija privada los 9,5 billones, queda patente el escaso desarrollo de la titulización en España, tanto si lo comparamos con los países punteros en la titulización, como si analizamos el peso de estas emisiones en el mercado doméstico.² Las causas del escaso éxito de la titulización en España radican en gran medida, en la rigidez de la legislación aplicable al proceso.

La titulización se inició en nuestro país con la promulgación de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria. Con esta ley se daba el primer paso para la implantación del proceso en España, regulando la titulización de préstamos hipotecarios (MBS), y quedando excluidas, por el momento, las posibilidades de titulización de otros derechos de cobro. La limitación del proceso a este tipo de activos se justificaba básicamente por la previsible reducción del coste de la financiación de la vivienda que se derivaría de la titulización, y también porque en el mercado hipotecario, a diferencia de otros, ya existía un marco legal previo sobre las características exigibles a los créditos titulizables. Los hipotecarios son créditos cuyos procedimientos de concesión están altamente estandarizados y con un nivel de riesgo muy limitado por la garantía hipotecaria subyacente.

Con la Ley del Mercado Hipotecario, Ley 2/1981, de 25 de marzo de 1981, ya se regulaba la posibilidad de emitir cédulas, bonos y participaciones hipotecarias. Con la emisión de estos activos se practicaba la titulización dentro del balance, ya que los préstamos de respaldo no desaparecían del balance del prestamista, y éste seguía asumiendo el riesgo de insolvencia de los prestatarios. El Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, de regulación de determinados aspectos del mercado hipotecario, reformulado por el Real Decreto 1289/1991, de 2 de agosto, permitía a los emisores de participaciones eliminar de su balance los créditos participados, siempre que se cumplieran determinados requisitos, lo cual fue realmente el antecedente más claro de la titulización.

El Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo, capacitó al Gobierno para regular la extensión de la titulización a otros activos no hipotecarios. El legislador era consciente de que la pretensión de titular activos distintos de los hipotecarios, como los créditos a corto plazo, requería una adaptación del modelo de titulización existente.

La Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, completó el régimen anterior; y la Ley 40/1994, de 30 de diciembre, de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional, regula los Fondos de Titulización de la Moratoria Nuclear, permitiendo por primera vez que la titulización se extienda a activos no hipotecarios.

Tras estos episodios que parecían augurar el despegue definitivo de la titulización en España, un inexplicable retraso legislativo, hace que hasta mayo del 98, con el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización, no se regule y autorice definitivamente la titulización de activos no hipotecarios. El legislador es continuista en el sentido

¹ Definición a la que llega Ángel Almuñerá Gómez, en su libro *La titulización crediticia (Un estudio interdisciplinar)*, de 1995, tras realizar un análisis y comentario exhaustivo de diferentes acepciones asignadas al término.

² Datos procedentes del artículo de Juan Ayuso "Perspectivas para la titulización de activos en España", publicado en el *Boletín Económico del Banco de España* de Octubre de 1998.

de basarse en el modelo establecido por toda la legislación anterior. Entonces, el gran avance de este Real Decreto, está en la incorporación de una mayor flexibilidad a todo el proceso.

Algunos aspectos del mencionado Real Decreto, afectan especialmente a la titulización de las cuentas a cobrar derivadas de las tarjetas de crédito. Respecto al activo de los fondos de titulización, posibilita la incorporación a éste de los derechos de crédito que figuren en el activo del cedente, y también, de derechos de crédito futuros que constituyan ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada. Las cuentas a cobrar derivadas de tarjetas son derechos de crédito que figuran en el activo del cedente.

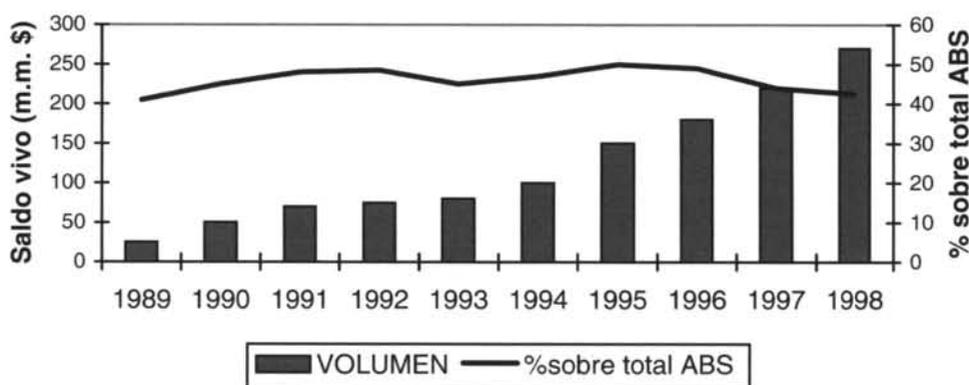
También contempla la posibilidad de crear fondos abiertos, por el activo, por el pasivo, o por ambos lados. Concretamente, la apertura por el activo, se hará modificándolo cuando tenga el carácter de renovable, o ampliándolo con la incorporación de nuevos activos. El hecho de poder modificar el activo facilita la titulización de créditos a corto plazo y de créditos futuros.

El Real Decreto permite a los originadores la titulización de cualquier activo, que se cederá a un vehículo, el fondo de titulización de activos, que emitirá los bonos de titulización (Asset-Backed Securities).

2. LA TITULIZACIÓN DE LAS CUENTAS A COBRAR DE TARJETAS DE CRÉDITO

En 1987 aparece en USA la primera emisión de ABS respaldada por las cuentas a cobrar de tarjetas de crédito Visa y Mastercard. Son las llamadas Credit Card Asset-Backed Securities (en adelante CC-ABSs). A partir de entonces han sido, tras los créditos hipotecarios, uno de los principales colaterales para la emisión de ABS.

Titulización de tarjetas de crédito en USA



Fuente: AIAF.

En USA, de los activos no hipotecarios titulizados (acepción de ABS utilizada por AIAF), las tarjetas de crédito son en la actualidad los de mayor saldo vivo en circulación. Su vida media es de tres años y suelen cotizar con un spread de 41 p.b. sobre los bonos del Tesoro americano.³

En Europa encontramos este tipo de emisiones en el Reino Unido y Francia, pero el volumen de éstas dista mucho del de USA, tanto en términos absolutos, como en términos relativos respecto al volumen total de emisiones de ABS europeos. Una de las múltiples oportunidades que aparecen en el mercado financiero español con la entrada en vigor del Real Decreto 926/1998, es la posibilidad de crear ABS a partir de las cuentas a cobrar que originan las tarjetas de crédito.

Sabemos que las tarjetas de crédito en sentido estricto, permiten al titular disponer de un crédito limitado, ya sea para realizar compras como para obtener anticipos de efectivo. Mensualmente, el titular puede cancelar las deudas contraídas con su tarjeta en el último mes, solución por la que optan buena parte de los titulares. Pero también tiene la posibilidad de saldar solamente un porcentaje mínimo de sus deudas, y posponer su cancelación a períodos futuros. Son este segundo grupo de titulares los que propician la creación de CC-ABSs.

Cuando se opta por esta cancelación parcial, el porcentaje a pagar mensualmente es decidido por el titular, siempre que supere unos mínimos que suelen estar alrededor del 10% del saldo dispuesto. Puede pagar una cuota fija mensual, un porcentaje fijo sobre el saldo dispuesto, o cantidades que no se rijan por ningún patrón predefinido, sino que se revisen mensualmente por el inversor en función de sus disponibilidades. Lógicamente, este crédito genera intereses que suelen abonarse también mensualmente.

El tipo de interés aplicado a este tipo de operaciones, es de los más elevados del sistema. Muchas veces el inversor no percibe el alto coste de estos créditos ya que la entidad se los notifica como un efectivo mensual, que suele estar entre el 2% y el 4%. No obstante, las tasas anuales equivalentes superan con creces a las del resto de operaciones de crédito que ofrece el sector bancario, y más en un entorno como el actual, con tipos en mínimos históricos. Los prestamistas justifican los altos tipos aplicados por la automatización del crédito, sin necesidad de solicitud ni estudio previo, por el mero hecho de ser titular de la tarjeta, y también por el alto riesgo de la operación. Una de las características que distinguen las cuentas a cobrar de las tarjetas de crédito de otros activos susceptibles de titulización es el riesgo, ya que la única garantía para el cobro es la personal.

Según lo dispuesto en el artículo 2 del Real Decreto 926/1998, la cartera de créditos concedidos por las entidades financieras a los usuarios de tarjetas de crédito, es susceptible de titulización. Son derechos de crédito de naturaleza homogénea (riesgo similar, mismos rendimientos,...), que figuran en el activo del cedente. Pero antes de la emisión, según el mismo artículo, debería determinarlo por Orden el Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Esta determinación específica se publicará en el "Boletín Oficial del Estado", estableciendo en su caso, las condiciones de la cesión a un fondo de titulización de activos.

Deberán cumplirse también una serie de requisitos de carácter subjetivo por parte del cedente, en nuestro caso, la entidad acreedora de las cuentas a cobrar de las tarjetas. El cedente deberá haber auditado sus cuentas de los tres últimos ejercicios con opinión favorable en el último, además debe depositar sus cuentas anuales en la CNMV, y por último, informar en todas las memorias anuales acerca de la cesión de derechos de crédito futuros, si los hubiere, incluyendo todo tipo de operaciones que aseguren el buen fin del proceso de cesión.

Respecto a los requisitos de carácter objetivo, se exige que la cesión de los derechos de crédito que figuren en el activo del cedente sea plena, incondicionada y hasta el vencimiento; y que el cedente no conceda ninguna garantía al cesionario ni asegure el buen fin de la operación. Así los activos cedidos se aíslan totalmente del riesgo del originador. El cedente sólo deberá administrar y gestionar el crédito, salvo pacto en contrario. El resto de exigencias son puramente formales.

³ Datos de AIAF Mercado de Renta Fija, S.A.

No apreciamos que ninguno de los requisitos anteriores pueda representar un obstáculo insalvable para los posibles emisores de CC-ABSs españoles.

También debemos considerar la estructuración del pasivo del fondo de titulización. En el tercer epígrafe del artículo 2 del Real Decreto 926/1998 se indica que los valores deben negociarse en un mercado secundario organizado a no ser que se dirijan exclusivamente a inversores institucionales, y ser objeto de evaluación por una entidad calificadoradora. La calificación obtenida se destacará tanto en el folleto de emisión como en la publicidad del fondo. Justamente, la calificación obtenida será un dato clave para el inversor, que al comparar la rentabilidad de estas emisiones con otras de riesgo similar, puede comprobar que los ABS rinden igual o más. Al haber separado totalmente los colaterales del balance del originador, y con la utilización de múltiples instrumentos de mejora crediticia, las emisiones suelen obtener ratings que a menudo superan al de la entidad cedente.

Cuando en USA se crearon los primeros CC-ABSs, uno de los principales problemas a resolver era el corto plazo de amortización que presentaban estos créditos, y la discrecionalidad temporal de los cobros. Para ello se crearon estructuras especiales, que permiten emitir activos de vencimiento ligeramente superior al de los créditos de respaldo. De entrada suele establecerse un período de carencia, de entre dos y cinco años. Durante este tiempo el inversor sólo percibe intereses. Así, el fondo, va acumulando cobros provenientes de los créditos, que reinvierte en nuevas cuentas a cobrar de tarjetas, con la pretensión que el saldo de cuentas a cobrar siempre coincida con el capital a reembolsar por los activos emitidos.

El Real Decreto 926/1998, en su artículo 4, autoriza la creación de fondos abiertos, y con ello, estructuras como la descrita. Se constituiría un fondo abierto por el activo, ya que lo que se pretende es la adquisición de nuevas cuentas a cobrar una vez realizada la emisión. Se trata de la modificación del activo prevista en el apartado b) del primer epígrafe del artículo, ya que, en principio, no es una ampliación en vistas a nuevas emisiones de valores. Esta apertura y sus características (en este caso, modificación del activo) deben especificarse en la escritura pública de constitución del fondo.

Una vez transcurrido el período de carencia, el fondo debe proceder a la amortización de la emisión. Para ello, se han planteado diferentes estructuras amortizativas. Entre ellas destaca por su aplicabilidad tras un período de carencia la estructura conocida como "bullet", en que el reembolso del principal de la emisión se efectúa mediante un único pago. También es aplicable un plan de amortización controlada, con el que se destina a los inversores un porcentaje fijo sobre las cantidades que el fondo percibe de los créditos de su activo.

Con la autorización a la creación de fondos abiertos, se reduce el coste que supondría para la titulización de activos a corto y medio plazo la creación de sucesivos fondos. Nos hemos basado en un fondo cerrado por el pasivo, pero un mismo fondo podría realizar sucesivas emisiones de bonos (apertura del fondo también por el pasivo) respaldadas por sucesivas adquisiciones de cuentas a cobrar, siguiendo sucesivamente el procedimiento descrito. El único requisito a cumplir sería especificarlo en la escritura pública de constitución, y se conseguiría reducir el coste total medio de cada emisión.

En todo este proceso, si se pretende lograr un buen rating para la emisión, deben aplicarse mecanismos de mejora crediticia. Una posibilidad consiste en estructurar la emisión en tramos, con los pagos de los segundos condicionados a los de los primeros. Así se mejora el rating de los primeros tramos a expensas del resto, y se consigue que el rating del primer tramo, supere al que habría conseguido la emisión en su conjunto sin esta estructuración.

El Real Decreto, en su artículo 1, dispone que la financiación con valores deberá ser superior al 50% del pasivo. Esto posibilita la infraemisión de títulos. Si se completa el pasivo con préstamos de entidades de crédito o aportaciones de inversores institucionales, de carácter subsidiario respecto a los bonos de titulización, aumenta la calidad crediticia de estos últimos.

Los elevados tipos que como antes comentábamos pagan los titulares de las tarjetas, también pueden transformarse en mecanismo de mejora crediticia. Si se consigue una diferencia positiva entre el rendimiento de los activos y el coste de los pasivos más gastos, este margen será una garantía más durante la vida del fondo.

Por último destacaremos la posibilidad de constituir fondos de reserva, de manera que puedan asumirse los posibles retrasos en los flujos de cobro previstos; y la contratación de garantías aportadas por un tercero, normalmente una aseguradora, que cubra las potenciales pérdidas por fallidos en los créditos hasta un cierto nivel, que supere los fallidos históricos del cedente.

3. CONCLUSIONES

Una vez realizado el análisis del procedimiento a seguir para emitir CC-ABSs, sólo pretendemos comentar los factores que pensamos propiciarán el éxito de estas emisiones, y también los posibles problemas.

Con la culminación del proceso de la Unión Monetaria Europea, el objetivo de estabilidad de precios, y el bajo nivel de tipos de interés, el ahorrador ha abandonado los tradicionales depósitos para sustituirlos por otros productos financieros. Ha sido vastamente comentado el trasvase de fondos desde los depósitos hacia los fondos de inversión. Este fenómeno tiene consecuencias en los bonos de titulización, tanto desde el punto de vista de la oferta como de la demanda. Las entidades financieras deben buscar alternativas de pasivo a los depósitos, y para el caso de las cuentas a cobrar derivadas de las tarjetas, la titulización es una opción clara. Respecto a la demanda, si el inversor ha abandonado los depósitos, con los ABSs tendrá una oferta más para canalizar sus ahorros, ya sea directamente, o a través de fondos de inversión.

Se espera un incremento en la demanda de títulos de renta fija privada, por lo comentado anteriormente, y por otras razones, como el descenso del peso del sector público en el volumen de emisiones de renta fija; la desaparición del riesgo de cambio a nivel europeo, con el consecuente incremento en la movilidad de capitales, etc., y este desarrollo de la renta fija privada afectará, lógicamente, a los bonos de titulización.

También queremos destacar las repercusiones de la titulización en relación con los colaterales. Si las entidades financieras sustituyen sus pasivos clásicos, los depósitos, por la titulización, disminuyen los pasivos computables que exigen colateral. A su vez, los bonos de titulización adquiridos, podrían formar parte en algunos casos de los activos de garantía que exige el Banco Central Europeo para las operaciones temporales y facilidades de crédito, ya que son valores de renta fija negociables emitidos por el sector privado que podrían incluirse perfectamente en la lista de activos de garantía que publica el Banco de España (Lista 2).

Para el caso concreto de la titulización de las cuentas a cobrar derivadas de las tarjetas de crédito, debemos destacar que el pago mediante tarjeta en España, dista mucho de situarse al nivel de USA, donde ya comentamos que las emisiones de CC-ABSs alcanzan volúmenes considerables. El consumo con tarjetas de crédito en USA supera al 70% del consumo total, mientras que en España, según datos de Visa y Europay, se sitúa entre el 10% y el 15%. Está claro que gran parte del éxito de los CC-ABSs, como el de cualquier otra emisión, depende de su liquidez, y la base de esta liquidez reside, en última instancia, en las operaciones a crédito realizadas con tarjeta. La llegada del euro puede suponer un estímulo al consumo con tarjeta, especialmente en el período de adaptación, cuando coexista con la peseta. A finales de 1997, había en España 9,5 millones de tarjetas de crédito y 24,5 millones de débito, según la Secretaría de Estado de Comercio, así que para aumentar las cuentas a cobrar, más que intentar ampliar el número de tarjetas en circulación, quizás la vía más factible sea el crecimiento del consumo con tarjeta de crédito de los que ya son titulares de éstas, y el cambio de tarjeta de débito a crédito. Además, para la titulización propuesta, no nos basamos en las compras que el titular paga a final de mes, sino en el crédito solicitado exceda ese plazo. El volumen de operaciones de este tipo es todavía inferior. El titular se ahorra cualquier problema de solicitud, pero, como ya comentamos, los intereses aplicables a estas operaciones rayan lo abusivo dados los tipos de mercado vigentes para el resto de operaciones de crédito.

Por último, pensamos que es necesario comentar, aunque brevemente, que las posibilidades de titulización que se derivan de las tarjetas de crédito, no se agotan con las aquí comentadas. A parte de los pagos aplazados de compras, las disposiciones a crédito, y los correspondientes intereses y comisiones, serían también susceptibles de titulización otros flujos de cobro. Las comisiones anuales que pagan todos los titulares, tanto de tarjetas de crédito como de débito, son derechos de crédito futuros, así como las comisiones que pagan los comerciantes por las ventas que realizan con tarjeta, que oscilan entre un 0,52% y un 5,77% del importe de cada operación.

BIBLIOGRAFÍA

- ALMOGUERA GÓMEZ, A. (1995): *LA TITULIZACIÓN CREDITICIA (UN ESTUDIO INTERDISCIPLINAR)*, EDITORIAL CIVITAS, S.A., MADRID.
- AYUSO, J. (1998): "PERSPECTIVAS PARA LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN ESPAÑA", *BOLETÍN ECONÓMICO BANCO DE ESPAÑA*, OCTUBRE.
- AZAGRA BLÁZQUEZ, P. (1995): "EXPERIENCIA AMERICANA Y EUROPEA EN TITULIZACIONES", *INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA*, Nº 742, JUNIO.
- GETE-ALONSO CALERA, M.C. (1997): *LAS TARJETAS DE CRÉDITO*, MARCIAL PONS, MADRID.
- JABLANSKY, P. (1995): "LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE ASSET-BACKED SECURITIES EN EE.UU.", *BOLETÍN DE ESTUDIOS ECONÓMICOS*, Nº 154, ABRIL.
- MÍNGUEZ, R. (1998): "LA NUEVA REGULACIÓN DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS", *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO*, Nº 62.
- PÉREZ LIZ, C., JUNCO, P. (1998): "EL MERCADO INTERNACIONAL DE TITULIZACIÓN", *ACTUALIDAD FINANCIERA*, Nº MONOGRÁFICO, TERCER TRIMESTRE.
- REAL DECRETO 926/1998, DE 14 DE MAYO, POR EL QUE SE REGULAN LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS Y LAS SOCIEDADES GESTORAS DE FONDOS DE TITULIZACIÓN, PUBLICADO EN EL BOE DE 15 DE MAYO DE 1998.
- RODRÍGUEZ RAMOS, A. (1999): *EL MERCADO DE RENTA FIJA DE LA AIAF*, TESIS DOCTORAL, UNIVERSITAT ROVIRA I VIRGILI.
- STONE, CH., ZISSU, A., LEDERMAN, J. (EDITORS) (1993): *THE GLOBAL ASSET BACKED SECURITIES MARKET. STRUCTURING, MANAGING AND ALLOCATING RISK*, PROBUS PUBLISHING COMPANY, CHICAGO-ILLINOIS, CAMBRIDGE-ENGLAND.