



LA TITRISATION DES ACTIFS : LE POINT DE VUE D'UN ÉMETTEUR

VERNON HC WRIGHT*
THOMAS DUNN**

LE MARCHÉ DES ÉMISSIONS DE TITRISATION AUX ÉTATS-UNIS

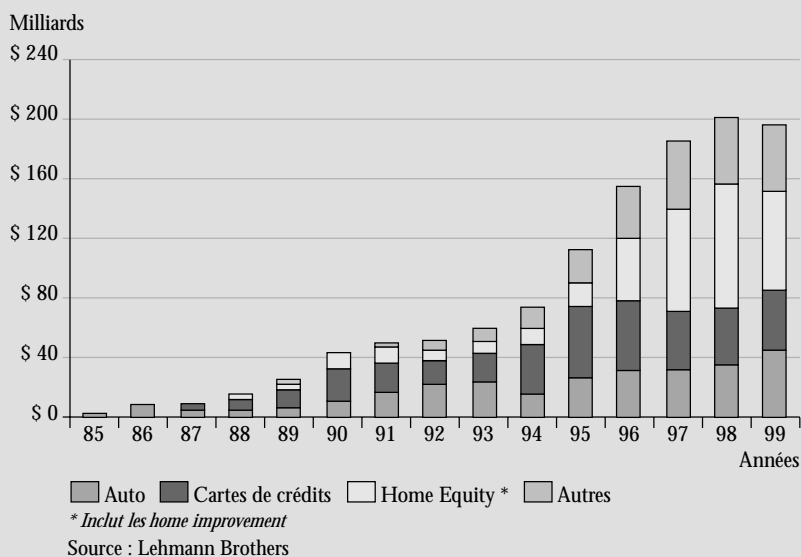
Le marché de la titrisation aux Etats-Unis, en dépit de son jeune âge, mûrit rapidement et bénéficie maintenant d'un accueil favorable de la part des investisseurs. Le graphique n°1 montre la première titrisation publique, non hypothécaire, qui a été menée à son terme il y a quinze ans en 1985. Dans les années suivantes, les volumes émis annuellement n'ont cessé d'augmenter pour approcher les 200 milliards de dollars ces dernières années. Il est également important de noter l'élargissement de la gamme des types d'actifs pouvant bénéficier de la titrisation. Dans les premières années, les cartes de crédits et les crédits automobiles représentaient une part largement prépondérante du marché. Plus récemment, les *home equity* (des prêts à la consommation garantis par une hypothèque) et une grande variété d'autres types d'actifs, qui génèrent des flux financiers, ont sensiblement augmenté leur part de marché. En 1999, plus de vingt types différents d'actifs représentant plus de 195 milliards de dollars ont été titrisés. Alors que le graphique n°1 montre qu'il existe un marché important, il sous-estime l'impact des titrisations sur les marchés de capitaux mondiaux puisque seules les titrisations à terme enregistrées par la *Securities and Exchange Commission* (la SEC) y figurent. Le graphique n'inclut pas, par ailleurs, de nombreux éléments, par exemple, les émissions de titres courts adossés à des actifs (*asset backed commercial paper*) dont le volume actuel est remarquable avec plus de 400 milliards de dollars, d'après Meryll Lynch, ou les émissions de titrisation en dehors des Etats-Unis.

* Vice Chairman, Chief Corporate Finance Officer, MBNA America Bank, N.A.

** Senior Vice Président, Treasury Group, MBNA America Bank, N.A.

Encadré n°1 Présentation de MBNA

Graphique n°1 Volume d'émissions nouvelles de titres de titrisation (Emissions américaines enregistrées par la SEC)



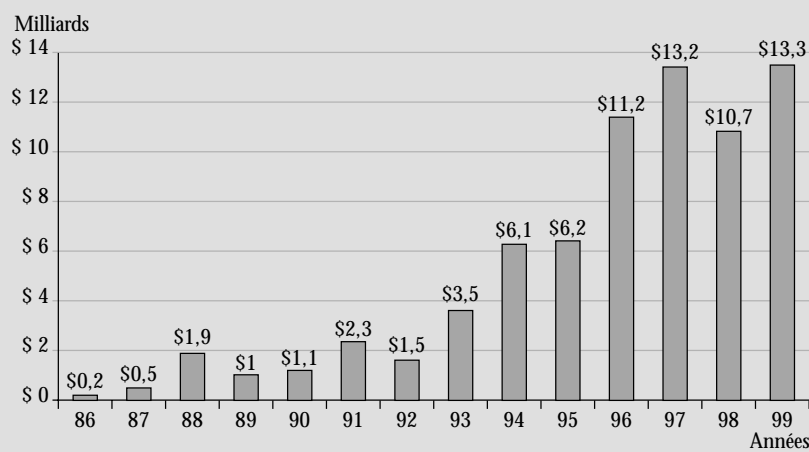
2

MBNA Corporation et sa filiale à 100 % MBNA America Bank (MBNA), qui a le statut de banque nationale, ont leur siège social situé à Wilmington dans l'Etat américain du Delaware ; elles mènent des programmes de prêts à la consommation qui consistent principalement en des activités liées aux cartes de crédit. MBNA contribue à 90 % des actifs gérés de la MBNA Corporation. Au 31 décembre 1999, MBNA Corporation totalise des actifs consolidés de 30,9 milliards de dollars, des dépôts consolidés de 18,7 milliards de dollars et un capital et des réserves de 4,2 milliards de dollars. Cependant, en incluant les prêts titrisés, MBNA Corporation comptait, au 31 décembre 1999, des prêts d'un montant total de 72,4 milliards de dollars.

MBNA est une des premières organisations qui a joué un rôle important dans le développement et l'évolution du marché de la titrisation. La première titrisation d'actifs menée par MBNA, une transaction privée de 175 millions de dollars, date de 1986. Depuis, MBNA a exécuté plus de cent transactions, titrisant plus de 70 milliards de prêts dont les maturités pouvaient aller jusqu'à 15 ans.

Les prêts sont originaires des Etats-Unis, du Canada ou du Royaume-Uni ; les émissions ont impliqué en tout sept devises. En 1999, des encours de carte de crédit de MBNA ont été regroupés au sein de la première titrisation de cartes de crédit libellée en euro. Le graphique 2 montre les volumes mondiaux de la titrisation effectuée par MBNA année par année.

Graphique n° 2
Emissions mondiales réalisées par MBNA
(volume des nouvelles émissions)



Les avantages de la titrisation pour l'émetteur

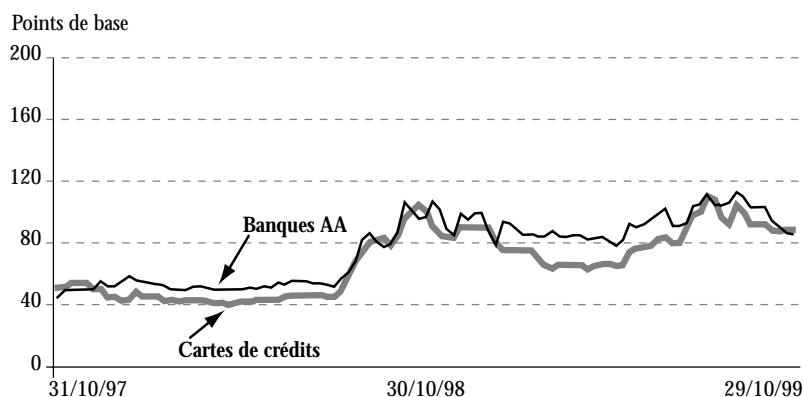
La titrisation des actifs fournit aux institutions financières de nombreux avantages importants. Chaque institution peut établir une hiérarchie différente entre ces avantages ; les quatre énumérés ci-dessous sont les plus importants pour MBNA :

- l'accès aux marchés de capitaux : c'est sans doute le principal avantage aux yeux de MBNA. En raison de la maturité des titres de titrisations, les émetteurs tels que MBNA ont un accès aux marchés de capitaux qui est aussi important que celui dont profitent les établissements internationaux qui sont plus grands, mieux connus et mieux notés par les agences de notation. Dans la plupart des cas, les titres de titrisations sont en effet notés AAA par les différentes agences de notation. Il en résulte que le risque, mesuré par la notation, est égal ou supérieur pour les offres non titrisées. Ce « nivellement des valeurs » fournit aux entreprises, qui combinent efficacement un modèle économique et de génération des actifs robuste avec un programme de titrisation efficace, un accès aux

financements nécessaires à la croissance de leur activité. En 1999, MBNA a levé plus de 13 milliards de dollars grâce à son programme mondial de titrisation ;

- des coûts compétitifs : la nature des transactions de titrisation fournit aux entreprises une source de financement à des coûts très compétitifs. Pour la plupart des émetteurs, une transaction de titrisation peut atteindre un coût tout compris de financement bien en-dessous de celui des sources de financement non titrisées. Le graphique n°3 compare les *spreads* d'une titrisation à taux fixe sur 5 ans de cartes de crédits et d'une dette à taux fixe et à 5 ans également d'une banque notée AA. Alors que le graphique n°3 n'inclut pas tous les coûts de la titrisation, tels que l'augmentation du crédit [N1] ou les infrastructures internes nécessaires au programme de titrisation, il démontre clairement l'avantage de coût comparé aux émetteurs dotés d'une note inférieure à AA ;

Graphique n°3
Comparaison de spread de taux fixes
Banques AA vs. cartes de crédit AAA



Source : Merrill Lynch

- l'efficacité sur le capital : en plus de l'accès aux marchés de capitaux et de l'efficacité de la titrisation en termes de coûts, des titrisations proprement structurées apportent des avantages pour le *reporting* financier et pour la comptabilité réglementaire. Par conséquent, les émetteurs peuvent distribuer et « vendre » des prêts sans avoir besoin de maintenir le même niveau de capital que ce qui aurait été requis s'ils avaient conservé ces prêts à leur bilan ;

- un potentiel bénéficiaire conservé : alors que les prêts titrisés sont vendus dans un but comptable, l'émetteur peut toujours conserver la capacité de bénéfices de ces prêts. Les frais supplémentaires collectés sur



les prêts titrisés continuent de fournir une source constante de revenu pour l'émetteur. Aux Etats-Unis, la norme FAS 125, mise en œuvre en 1997, exige une déclaration des gains pour les prêts titrisés. Heureusement, les encours de cartes de crédit ont une durée de vie moyenne courte en raison de leur taux de paiement relativement élevé. Parce que la déclaration des gains est calculée sur la vie moyenne de l'actif, les gains issus des titrisations des cartes de crédit n'ont pas un impact important sur les rendements et les calculs des gains sont soumis à moins de volatilité que des actifs de durée plus longue (comme les *home equity* par exemple...).

L'APPROCHE STRATÉGIQUE

MNBA a toujours cru que la mise en place et le maintien d'un programme efficace de titrisation passe par la prise de conscience que la titrisation doit être un des piliers stratégiques de l'organisation. La direction générale doit être engagée sans limites dans le succès d'ensemble de ce genre de programme. Cet engagement assurera l'allocation des ressources nécessaires tant humaines que techniques.

Un autre élément important de succès est une définition claire de la mission. Gérer le processus de titrisation requiert des milliers de décisions. Beaucoup d'entre elles sont importantes, comme la structure appropriée d'une nouvelle transaction réalisée en différentes devises, mais beaucoup ne revêtent pas cette importance, comme la maturité de la prochaine transaction par exemple. La présence d'une mission clairement définie rend chacune des décisions plus faciles, créant une certaine cohérence et construisant la confiance de l'investisseur. Au bout du compte en effet, c'est bien l'opinion de ce dernier qui déterminera le niveau de succès de l'émetteur. Il y a en effet de nombreux émetteurs de titrisations qui réussissent et il est probable que chacun de ces émetteurs souhaite remplir une mission un peu différente.

La titrisation requiert les efforts conjoints d'une grande équipe composée de personnel issu de l'entreprise mais aussi extérieur à celle-ci. En interne, le processus de titrisation implique de nombreux départements différents dont certains existent mais qui, pour d'autres, doivent être créés. Les départements internes, la structuration, l'informatique, le contrôle de gestion, la comptabilité et les services juridiques contribuent tous aux transactions couronnées de succès et seront détaillés plus loin dans le papier. L'équipe composée des membres extérieurs est également importante : elle inclut le *trustee* (le représentant des intérêts des détenteurs de titres), les avocats, les cabinets comptables, les établissements garants du placement des titres et les agences de notation.

Une discussion sur les facteurs essentiels de la réussite d'un programme de titrisation ne peut pas oublier l'importance des actifs eux-mêmes.

La qualité et la performance des actifs sont les éléments les plus importants. En fin de chaîne, ce sont sur les paiements dus aux prêts titrisés que les investisseurs comptent pour payer les intérêts et le principal.

La titrisation est un des composants clé de la stratégie de MBNA. La direction générale a admis la valeur de la titrisation et a consacré les ressources nécessaires à un programme d'envergure mondiale. Deux valeurs de fond guident MBNA dans ses activités de titrisation. Tout d'abord, MBNA s'est engagé à être classé parmi les premiers émetteurs mondiaux de titrisations. Ensuite, tout ce que fait MBNA vise à fournir un produit et un service qui dépasse de loin les attentes de l'investisseur.

LES « CLIENTS » DE LA TITRISATION

Il y a un grand nombre d'institutions différentes qui sont directement intéressées par le marché de la titrisation. Ces institutions, les « clients » de la titrisation, sont d'une importance cruciale pour l'émetteur d'un programme de titrisation. Les émetteurs qui gèrent leur programme de titrisation doivent bien comprendre le rôle de chaque client.

Les investisseurs

Il ne fait pas de doute que le plus important client pour MBNA est l'investisseur. Si on faisait l'inventaire des programmes réussis de titrisation, on découvrirait qu'ils ont toujours été l'objet d'une approche semblable. Généralement, les émetteurs font tout leur possible pour fournir aux investisseurs un produit cohérent. Ceux-ci doivent être bien certains que, à chaque fois qu'un émetteur offre une titrisation, la structure de la transaction et les risques associés sont cohérents avec les transactions antérieures. Au fur et à mesure que l'émetteur se déplace vers d'autres types de produits ou d'autres pays, maintenir la cohérence structurelle entre les types d'actifs et à travers les frontières reste important. Les frontières ne limitent pas les investisseurs. En effet, si un émetteur offre en même temps des titres dans deux devises différentes ou dans deux pays différents, le même investisseur pourrait fort bien acheter les deux produits. Lorsqu'il est impossible pour l'émetteur d'offrir deux produits rigoureusement équivalents, toutes les différences doivent être parfaitement expliquées pour que les investisseurs aient toutes les informations pour prendre leurs décisions.

La cohérence de la performance du portefeuille de prêts est également importante pour la réussite de tout programme de titrisation. Aujourd'hui, tous les grands émetteurs américains de cartes de crédit emploient une structure de *master trust* (un trust, le véhicule de titrisation anglo-saxon, qui peut procéder à la ré-émission de titres). Alors que les avantages opérationnels d'un *master trust* ne peuvent pas être négligés, c'est avant tout la performance de toutes les séries qu'il a émises qui apporte le plus grand



bénéfice. Les investisseurs doivent être assurés que la performance des actifs attachés aux titres qu'ils viennent d'acheter est identique à celles des actifs attachés aux titres achetés l'année précédente ou deux ans plus tôt.

En plus d'offrir un produit cohérent, une autre caractéristique essentielle à la réussite de la titrisation des cartes de crédit est la liquidité du marché secondaire. Pour la plupart, les investisseurs dans des titrisations de cartes de crédit américaines offertes par les plus grands organismes de titrisation peuvent aisément revendre les titres. Certains émetteurs irréguliers ne peuvent pas obtenir le même niveau de liquidité sur le marché secondaire, de la part de leurs établissements placeurs, et leurs titres s'échangent à des cours moindres que ceux des émetteurs plus importants. L'animation du marché secondaire des titrisations d'un émetteur, par les établissements placeurs, est donc un des facteurs-clés lors de l'attribution d'un mandat.

L'exécution de la transaction et la fixation du prix est un autre facteur important pour établir une bonne réputation auprès des investisseurs. Pour ceux qui envisagent une présence régulière sur le marché, fixer un prix trop agressif lors d'une transaction provoquera un élargissement du *spread* lorsque les titres deviendront « libres à la négociation ». Une fois que les investisseurs pensent qu'ils peuvent acheter des titres moins chers (c'est-à-dire avec plus de rendement) en attendant leur mise sur le marché, ils seront moins susceptibles de participer aux nouvelles émissions. Par conséquent, si un prix agressif peut permettre d'épargner un ou deux points de base sur une transaction particulière, le résultat pour le long terme sera certainement une performance moindre et un coût plus élevé pour l'ensemble du programme.

La communication aux investisseurs est un autre facteur crucial pour la réussite de tout programme de titrisation. Elle implique tout le champ d'informations fournies aux investisseurs. Elle doit être identique auprès de tous les investisseurs et donnée au même moment à chacun d'entre eux. Au fur et à mesure des évolutions du marché de la titrisation, les émetteurs de cartes de crédit les plus en pointe ont commencé à publier leurs performances mensuelles via Bloomberg. Rapidement, tous les émetteurs de cartes de crédit ont suivi cet exemple. La publication des performances mensuelles a fourni aux investisseurs l'information dont ils avaient justement besoin. Il faut noter que, dans la plupart des cas, la publication des performances mensuelles est un effort appréciable dans la mesure où la plupart des entreprises ne font état de leur performance qu'au mieux tous les trimestres. Pour MBNA, cette décision a été facile à prendre et a marqué la reconnaissance par la direction générale d'un besoin essentiel des investisseurs. La communication vers les investisseurs implique également des rencontres directes mais cela sera discuté plus tard dans l'article.

Les agences de notation

Les agences de notation sont un autre acteur important du marché de la titrisation. Quatre d'entre elles participent activement à ce marché : Duff & Phelps, FitchIBCA, Moody's et Standard & Poor's. Ces agences évaluent la structure juridique, le modèle d'entreprise de l'émetteur et la performance des actifs afin de déterminer le risque inhérent aux transactions de titrisation. Sur la base de cette évaluation du risque, elles indiquent le rehaussement de crédit nécessaire pour atteindre le niveau de *rating* requis par l'émetteur (AAA dans la grande majorité des cas).

Lorsqu'elles évaluent la performance des actifs, les agences créent des « stress scénarios » (scénarios de crise) qui sont cohérents avec la notation escomptée. Viser des *ratings* plus élevés exige de la part des agences qu'elles appliquent des scénarios davantage stressés. Ceux-ci sont créés à partir des données historiques portant sur plusieurs années pour déterminer les hypothèses du scénario central. S'il y a un portefeuille peu ancien avec un historique de données limité, les agences feront des hypothèses conservatrices à partir de l'information disponible. Les facteurs-clé de la performance pour les cartes de crédit sont les pertes financières, le rendement du portefeuille, les taux d'intérêts (s'ils sont variables) et le taux de paiement. D'autres facteurs peuvent également être inclus mais leur importance est moindre. Ces scénarios peuvent fortement varier d'une agence à l'autre. FitchIBCA, le 17 juillet 1998, dans son rapport intitulé « ABC's of Credit Card Securitization », a publié ses scénarios de référence pour les notes AAA et A. Ces scénarios peuvent varier fortement d'un émetteur à l'autre à cause des caractéristiques propres de chaque portefeuille. Toutefois, ils donnent une bonne idée du niveau de stress appliqué aux flux financiers des titrisations.

8

Tableau n°1
Scénarios de crise de référence de FITCH IBCA

	«AAA»	«A»
Pertes financières	Multiple de 4.5 x -5.0 x	Multiple de 3.0 x
Rendement du portefeuille	Réduction de 35 %	Réduction de 25 %
Taux de paiement mensuel	Réduction de 50 %	Réduction de 35 %

En plus de cette modélisation, chaque agence passe en revue la structure juridique de chaque transaction et est un participant actif à tout le processus de la titrisation.

Les cabinets comptables

Les titrisations sont structurées pour atteindre des objectifs de *reporting* financier et de traitement fiscal. Les transactions sont généralement



structurées pour bénéficier du traitement d'une vente (des actifs) du point de vue du *reporting* financier. Le traitement fiscal varie selon les juridictions mais l'objectif principal est d'éviter un niveau supplémentaire de taxation au niveau du véhicule *ad hoc* utilisé pour la titrisation. Cependant, la méthodologie pour atteindre le niveau approprié de taxation varie. Aux Etats-Unis, les titrisations de cartes de crédit sont structurées de telle sorte que le véhicule ad hoc (le trust) ne sera pas imposable en tant que société. Dans d'autres juridictions, il peut être soumis à l'impôt mais l'allocation des flux financiers à ce véhicule minimise tout paiement d'impôts. Les cabinets comptables ont développé une expertise spécifique en matière de titrisation et fournissent des conseils techniques lors de la structuration des transactions.

Les autorités de tutelle

Les autorités de tutelle ont reconnu l'importance croissante de la titrisation pour les organismes bancaires. A la fois le Conseil de surveillance des institutions financières aux Etats-Unis et le Comité de Bâle sur la supervision bancaire ont publié des projets de réglementation et des rapports pour consultation concernant certains aspects de la titrisation. Sans analyser les détails de toutes ces publications, le principal sujet de préoccupation des régulateurs est la possibilité de recours, à la fois explicite et induit.

Dans la grande majorité des cas, les titrisations émises par les institutions financières ont été structurées pour bénéficier du traitement réglementaire d'une vente. Les structures standard de titrisation sont bien établies et les composantes structurelles qui pourraient occasionner des recours réglementaires sont bien connues et faciles à éviter. Le résultat est qu'il n'y a eu que très peu de cas où une autorité de tutelle a contesté le traitement de la vente avec succès. Dans de tels cas, les émetteurs avaient entrepris des actions pour soutenir les transactions de titrisation et avaient ainsi violé les règles de recours.

LES FONCTIONS INTERNES

La création d'une infrastructure pour soutenir un programme actif de titrisation exige un investissement important en personnel et en ressources. La nature compliquée des structures, tout comme le besoin de suivre et d'allouer les flux financiers représentent des fonctions nouvelles et complexes pour la trésorerie de la banque et les départements comptables. Nous procédons ci-dessous à une brève description de quelques-unes de ces fonctions internes qui soutiennent les programmes de titrisation de MBNA.

La structuration

Chez MBNA, le département Trésorerie est chargé d'identifier les opportunités et d'exécuter les transactions de titrisation. Ces opportuni-



tés peuvent être très simples lorsqu'elles portent sur des programmes bien établis déjà structurés par le passé mais elles peuvent être plus complexes lors d'une titrisation entièrement nouvelle d'un nouveau type d'actifs.

Le personnel du département de structuration de MBNA est constitué de chefs de projets qui sont responsables de l'orchestration des efforts de toute l'équipe chargée du projet, qui inclut entre autres : les établissements garants du placement, le support juridique, les agences de notation, les *trustees*, les imprimeurs, les comptables et la SEC. Le département de structuration est responsable :

- de toute la documentation relative à la transaction ;
- de la négociation de tous les aspects financiers ;
- de l'assurance que la transaction satisfait toutes les exigences légales, comptables, réglementaires ;
- de la notation de la transaction ;
- de la cohérence structurelle avec l'ensemble du programme de titrisation ;
- du fait que la structure soit supportée par les départements informatique et de gestion et recouvrement de MBNA ;
- de toutes les exigences de communication (les prospectus par exemple) ;
- des stratégies d'exécution des transactions de marché ;
- de la fixation du prix des transactions.

10

Il existe différentes approches pour diviser les responsabilités à l'intérieur du département de structuration. Une première approche consisterait à désigner une personne ou un département pour être responsable de l'exécution sur les marchés de toutes les transactions de titrisation, et de désigner une autre personne ou un autre département pour gérer la structuration et la documentation de chaque titrisation. Parce que les compétences requises par chacune de ces tâches sont différentes, il est plus facile d'identifier les individus qualifiés pour chacune des fonctions de marché ou de structure. Dans un programme comme ceux de MBNA qui met en œuvre plusieurs structures, plusieurs portefeuilles et plusieurs classes d'actifs, une seconde approche consiste à segmenter le programme de titrisation par type d'actifs, par pays ou par une combinaison des deux. Chaque individu ou chaque département aurait alors la responsabilité pour un segment de l'ensemble du programme de titrisation, comme l'émission de cartes de crédit aux Etats-Unis. Cette approche fournit à l'individu une complète maîtrise du processus des transactions et c'est la démarche que préfère adopter MBNA. Bien qu'il soit plus difficile de trouver un individu avec l'ensemble des compétences nécessaires pour gérer l'ensemble des aspects du processus d'exécution des titrisations, cette démarche présente l'avantage de développer un individu avec un ensemble de compétences bien plus approfondies et de bien plus grande valeur.

MBNA structure et exécute ses transactions sur une base centralisée. L'équipe de structuration opère à partir de ses bureaux dans le Delaware et est responsable des actifs titrisés originaires de trois pays : les États-Unis, le Royaume-Uni et le Canada. Cette centralisation de la fonction de titrisation des actifs permet à MBNA de maintenir une certaine cohérence et un meilleur contrôle sur son programme mondial de titrisation.

Le département juridique

Pour beaucoup de ces mêmes raisons qui conduisent MBNA à consacrer un département de structuration séparé pour ses transactions de titrisation, il y a besoin d'un support juridique fortement spécialisé. Il serait impossible de réussir un programme de titrisation sans des ressources qualifiées dans le domaine juridique.

MBNA utilise dans ce domaine des ressources à la fois externes et internes. Le rôle du département interne est de fournir certaines opinions à la clôture de l'opération, de revoir les textes des publications et de coordonner toutes les autorisations internes requises (l'approbation du *board*, etc.). D'un autre côté, MBNA est représenté par des firmes juridiques reconnues pour leur excellence dans le domaine des financements structurés. MBNA utilise différentes firmes pour chacun des pays que sont les États-Unis, le Royaume-Uni et le Canada. L'avocat conseil de MBNA est responsable de l'intégrité juridique et de la documentation liée à chaque transaction de titrisation. Les avocats-conseils externes soutiennent activement l'interaction avec les autorités de tutelles (*Securities and Exchange Commission, Office of the Comptroller of the Currency, Internal Revenue Service, Department of Labor*, etc.).

Le département informatique

Les transactions de titrisation d'actifs exigent que l'activité sur les prêts titrisés soit suivie précisément et allouée sur la base des flux financiers. Dans la dernière moitié des années 1980, les systèmes de cartes de crédit n'avaient pas la fonctionnalité nécessaire au support des transactions de titrisation. Il n'y avait pas de méthode automatisée pour signaler les comptes qui faisaient partie d'un programme de titrisation et pour agréger la perception du principal et des intérêts sur ces comptes signalés. La première solution a consisté à créer des programmes informatiques spécifiques qui ne fournissaient dans le meilleur des cas qu'une faible flexibilité pour étudier les nombreux scénarios d'actifs et qui se sont avérés très lourds à utiliser. Pendant cette période, l'essentiel du *reporting* quotidien et mensuel était une tâche manuelle très coûteuse en travail.

Au fur et à mesure de l'augmentation et de la complexification de ces transactions, le besoin d'un système entièrement intégré de vente

d'actifs s'est fait sentir. En 1991, MBNA a mis en œuvre l'interface de traitement du système de titrisation. Le « Système de vente d'actifs » est devenu partie intégrante du processus de production et nous apporte tous les avantages d'un gestionnaire de bases de données. De plus, un système de reporting informatique, qui fournit le rapport mensuel pour les investisseurs, a été développé en 1995 et entièrement intégré au « Système de ventes d'actifs ». Aujourd'hui, les systèmes de vente d'actifs supportent les titrisations à la fois de cartes de crédit mais aussi d'autres crédits à la consommation exécutés aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada. Dans les trois dernières années, MBNA a exécuté en moyenne vingt transactions par an.

MBNA continue d'investir massivement en temps, en personnel et en moyen pour maintenir et améliorer ses systèmes de vente d'actifs. Sans ces systèmes entièrement intégrés, MBNA aurait limité sa capacité de s'étendre à la fois en termes de volumes et de types d'actifs.

Le département de gestion et recouvrement

Une fois que le département de structuration a bouclé la transaction, la gestion et le recouvrement de la titrisation sont passés au département concerné de MBNA. Celui-ci fournit toute l'aide nécessaire jusqu'à ce que la titrisation vienne à échéance. Le département de *reporting* de la titrisation de MBNA agit sur une base centralisée et gère actuellement presque 80 transactions émises dans sept différents trusts et dans trois pays.

Les responsabilités de ce département sont très larges et s'étendent bien au-delà de la réalisation des paiements périodiques d'intérêts :

- l'allocation des flow financiers : les perceptions quotidiennes des flux financiers sont allouées et virées au *trustee* approprié pour chacune des transactions de titrisation émises par MBNA ;
- la comptabilité : les entrées comptables quotidiennes et mensuelles sont enregistrées pour refléter l'activité des prêts titrisés ;
- le *reporting* : les rapports mensuels qui résument la performance des flux financiers et d'autres données pertinentes pour chacune des séries sont distribuées au *trustee*, aux agences de notation, aux établissements placeurs, à la SEC, etc ;
- le *reporting* à l'investisseur : les rapports mensuels de performance des flux financiers sont publiés sur Bloomberg et sur Internet pour que les investisseurs puissent avoir un accès permanent à une information précise ;
- la conformité de la documentation : il faut s'assurer que les actions requises par la documentation sous-jacente soient terminées (rapport annuel des commissaires aux comptes, distribution du rapport annuel de MBNA, déclarations en respect de l'*Uniform Commercial Code*...)
- la maintenance du trust, ce qui inclut l'ajout de comptes au trust.

Le standard de gestion et recouvrement de MBNA correspond à une précision de 100 % dans toutes ses responsabilités. Nous croyons que ce niveau de précision est nécessaire étant donné l'impact potentiel pour les investisseurs mais aussi pour la réputation de MBNA sur le marché.

Contrôle et conformité

Les programmes de titrisation impliquent souvent une grande variété d'organisations externes dans la participations aux transactions de titrisation. Les *swaps* de taux d'intérêt et de devises étrangères sont un bon exemple des catégories d'instruments qui peuvent être incluses dans les titrisations. En raison du caractère structuré des transactions de titrisation, l'émetteur n'est pas exposé aux risques qu'il devrait affronter s'il y avait une contrepartie directe à de tels instruments. Cependant, la performance de la contrepartie peut avoir un impact direct sur la transaction de titrisation. Il en résulte que MBNA, en tant que responsable de la gestion et du recouvrement, a besoin de surveiller toutes les contreparties dans le but de maintenir l'intégrité de la transaction. Le département de contrôle et de conformité est responsable de la surveillance de ces relations. De plus, les titrisations sont révisées annuellement par un auditeur interne qui examine la conformité avec les documents. Enfin, le département d'audit de MBNA s'assure que les contrôles appropriés sont en place pour protéger la banque des pertes.

13

Les procédures comptables

Le département des procédures comptables est responsable de l'interprétation des déclarations comptables liées à la titrisation et doit s'assurer de la conformité avec ces déclarations.

Les relations avec les investisseurs

Comme il a été discuté plus haut, MBNA construit son programme de titrisation autour de l'investisseur. La fonction de relations avec l'investisseur est assumée par un département spécifique. Celui-ci sert en effet de passerelle entre MBNA, en tant qu'émetteur de titrisations, et l'investisseur. En 1999, les relations avec les investisseurs ont conduit approximativement à 200 contacts séparés lors de conférences, de *roadshows* spécifiques, de tournées de MBNA, de rencontre avec les investisseurs sur trois continents dans quinze pays (voir le graphique). Le programme de titrisation a apporté 140 nouveaux investisseurs de haut niveau. Ces responsabilités peuvent être divisées selon les trois domaine suivants :

- le développement du marché : les rencontres avec les investisseurs, les gouvernements étrangers, les régulateurs et les banques centrales qui

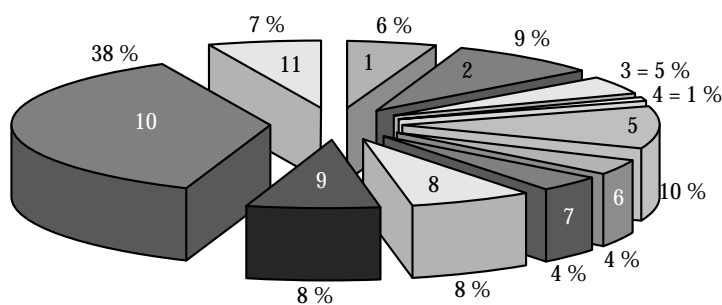
sont faites dans le but de fournir une compréhension des produits structurés et le développement du marché de la titrisation. Des efforts importants ont été faits en direction de l'Europe dans la première moitié des années 1980 avec une belle réussite. Les initiatives actuelles sont plutôt tournées vers l'Asie et le Canada ;

- l'élargissement de la base des investisseurs : rencontrer les investisseurs déjà actifs dans les produits structurés pour vanter les mérites des titrisations de cartes de crédit et de MBNA, dans une perspective de risque de crédit. Le but principal est d'encourager la diversification des classes d'actifs à l'intérieur des produits structurés et de promouvoir MBNA comme une société de premier plan. Ce processus va souvent inclure une formation au fur et à mesure que de nouvelles structures sont employées et que les investisseurs évoluent vers des titres présentant une moindre qualité de crédit ;

- la gestion des relations : cela consiste généralement en des rencontres avec les investisseurs existants de MBNA pour les tenir informés des développements de l'entreprise en relation avec ses activités sur les marchés de capitaux. Cela donne également à l'entreprise une opportunité extraordinaire d'obtenir les réactions des investisseurs sur les performances des titres sur les marchés primaire et secondaire mais aussi sur le comportement des intermédiaires financiers impliqués dans l'animation du marché.

Les rencontres avec les investisseurs couvrent un large champ de sujets et incluent des discussions entre MBNA et ses clients mais aussi des discussions sur le programme de titrisation de MBNA ainsi que des discussions spécifiques sur les structures de titrisation.

Graphique n°4
Répartition des contacts dans le monde



1 = Canada	4 = Irlande	7 = Espagne	10 = Etats-Unis
2 = France	5 = Italie	8 = Suisse	11 = Asie
3 = Allemagne	6 = Pays-Bas	9 = Royaume-Uni	



En raison de ses nombreux avantages, le marché mondial de la titrisation continue de connaître un fort niveau d'expansion et reste une importante source de financement pour MBNA et de nombreuses institutions financières. Il y a de nombreux facteurs qui contribuent au succès du marché mondial de la titrisation tout comme aux programmes spécifiques de titrisation. MBNA, en tant qu'émetteur, croit que les facteurs les plus significatifs sont :

- l'engagement de la direction générale ;
- une approche stratégique avec une mission clairement définie ;
- une forte performance des actifs ;
- une interaction active avec tous les « clients » de la titrisation ;
- des ressources internes dédiées ;
- et enfin, le plus important, l'investisseur, qui est absolument fondamental pour le succès de tout programme de titrisation.