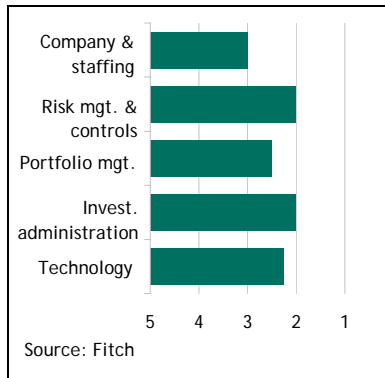


Traditional Asset
Managers
France
Rapport de Notation

**Société Générale Asset
Management (SGAM)**

Critères de Notation



Analystes

Charlotte Quiniou, CFA
+33 1 44 29 92 81
charlotte.quiniou@fitchratings.com

Aymeric Poizot, CFA, CAIA
+33 1 44 29 92 76
aymeric.poizot@fitchratings.com

Recherche Apparentée

- *SGAM-CAAM Merger Plan: an Analysis by Fitch (February 2009)*
- *Critères de notation appliqués: Reviewing and Rating Asset Managers (June 2009)*

Résumé

- Fitch Ratings a confirmé la note Asset Manager 'M2' attribuée à Société Générale Asset Management (SGAM) pour ses activités de gestion traditionnelle, puis a retiré cette note, en raison de la fusion de la société avec Crédit Agricole Asset Management (CAAM) qui devrait être effective dès janvier 2010 et marquera la disparition de SGAM en tant qu'entité distincte. Cette notation couvre l'ensemble des activités de gestion basées à Paris, Tokyo, Singapour et Hong Kong, à l'exception des activités de SGAM Alternative Investment (SGAM AI) et autres gestions alternatives. De plus, contrairement aux notations précédentes, les activités de Trust Company of the West (TCW) sont exclues du périmètre de notation.
- La note reflète la solidité de la plateforme opérationnelle de SGAM, le dispositif rigoureux de contrôle des risques et de la conformité, la bonne technicité des processus de taux, ainsi que la diversité des classes d'actifs couvertes et l'étendue de la base d'investisseurs. La note tient également compte de la détérioration de la rentabilité de la société sur les trois dernières années et du rapprochement imminent avec CAAM qui fragilise la stabilité des équipes et des processus.
- L'opération de rapprochement entre SGAM et CAAM se déroule dans le cadre plus général d'une réorganisation des activités de gestion d'actifs de la Société Générale, alors que les résultats de ces activités sur les trois dernières années ont été affectés par d'importantes pertes et dépréciations liées au soutien apporté aux fonds monétaires dynamiques et alternatifs de SGAM et SGAM AI. Après les pertes nettes de 2008, les résultats de SGAM à fin septembre 2009 indiquaient un retour à l'équilibre. La diversité des actifs gérés et de la base d'investisseurs atténuent le risque de volatilité des revenus, même si les encours (273 Mrd EUR à fin septembre 2009) ont subi des rachats nets en 2008 et 2009.
- Le climat d'incertitude engendré par le projet de fusion et les facilités de mobilité internes au sein groupe Société Générale offertes aux salariés de SGAM ont entraîné des départs à divers niveaux de la société de gestion dont peu ont été remplacés, affectant notamment le contrôle interne, les ventes et le marketing et, dans une moindre mesure, les équipes de gestion actions et diversifiées. L'équipe de direction a par ailleurs été renouvelée en 2008.
- Les fonctions de conformité et de contrôle des risques assurent une bonne couverture de l'ensemble des activités de SGAM, dans des conditions d'indépendance croissante vis-à-vis des équipes opérationnelles. Le contrôle des risques de marché pour les gestions parisiennes a été amélioré avec le regroupement des contrôleurs au sein d'une équipe indépendante et le déploiement d'outils adaptés.
- Les processus de gestion obligatoire intègre une analyse approfondie des différentes sources de valeur ajoutée dans le cadre d'un partage efficace de l'information au sein des équipes taux et monétaires. Plus fragmentées et autonomes, les gestions actions suivent des approches essentiellement bottom-up, impliquant éléments fondamentaux et quantitatifs à des degrés divers et de façon peu formalisée. Fitch note qu'il existe, relativement aux autres sociétés de gestion, un potentiel d'amélioration et de mutualisation des ressources

quantitatives pour l'élaboration des modèles quantitatifs et le support à l'analyse et à la construction de portefeuille. De plus, l'utilisation et la supervision des orientations macro des différents processus gagneraient à être plus clairement définies.

- La plateforme et les procédures opérationnelles de SGAM permettent un traitement efficace des opérations avec un niveau élevé d'automatisation des flux d'information internes. L'amélioration de la connectivité avec les brokers, contreparties, dépositaires et administrateurs s'est poursuivie, les projets technologiques déjà entamés dans ce domaine avant l'annonce du rapprochement avec CAAM ayant été menés à terme.

Société et Equipes

Fondée en 1996, SGAM est l'entité de gestion d'actifs historique du groupe Société Générale dont elle est toujours filiale à 100%. Cette situation est cependant sur le point d'évoluer en raison du rapprochement en cours entre SGAM et CAAM, tel qu'il avait été annoncé le 26 janvier 2009 et entériné par la signature de l'accord définitif de rapprochement le 9 juillet 2009. La nouvelle entité ainsi créée devrait voir le jour début janvier 2010, sous le nom d'Amundi, et sera détenue à hauteur de 75% par le Crédit Agricole S.A. ('AA-/F1+', perspective stable) et de 25% par la Société Générale ('A+/F1+', perspective stable).

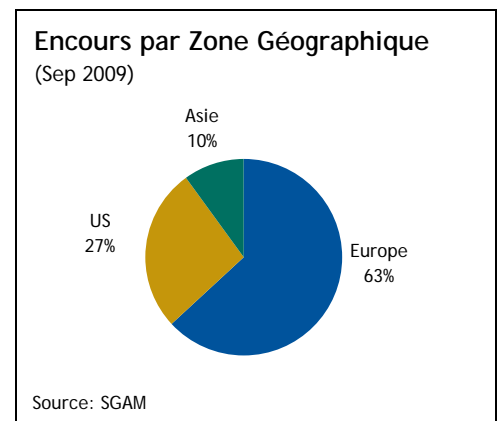
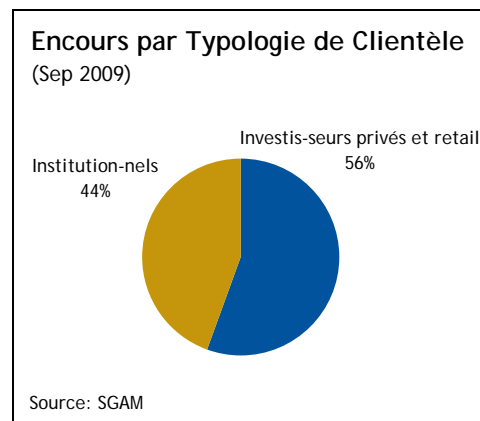
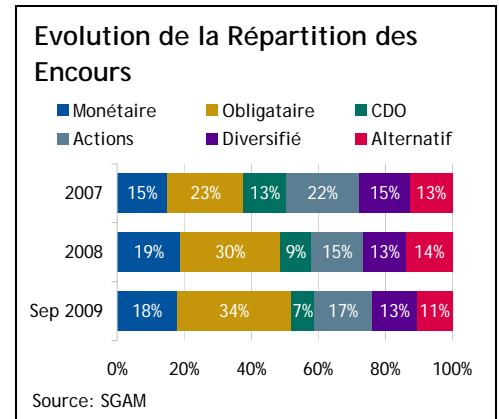
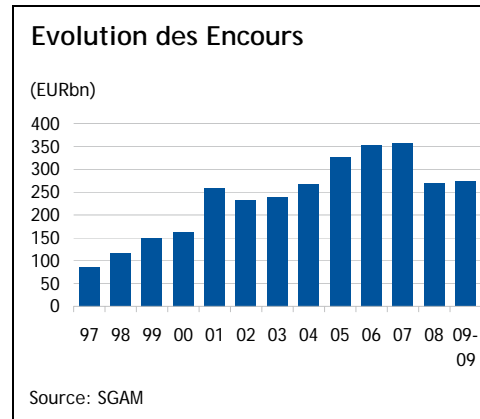
L'opération de rapprochement entre SGAM et CAAM se déroule dans un contexte plus général de réorganisation de ses activités de gestion d'actifs que la Société Générale a engagée depuis plus d'un an. Les gestions alternatives, quantitatives, indicielles et structurées de SGAM AI ont ainsi été apportées à Lyxor, au sein du département banque d'investissement de la Société Générale, le 1^{er} septembre 2009. Par ailleurs, la vente de la filiale londonienne de SGAM à GLG Partners est effective depuis avril 2009. Enfin, the Trust Company of the West (TCW), la filiale de gestion américaine de Société Générale acquise en 2001, restera dans l'immédiat détenue à 80% par la banque et 20% par Amundi, dans une optique de maintien de ce partenariat de distribution. A terme, cependant, tout ou partie des participations dans TCW pourraient être cédées dans le cadre d'une éventuelle introduction en bourse de la société de gestion américaine.

Ces réorganisations interviennent après deux années de forte détérioration des résultats de SGAM Group - c'est-à-dire l'ensemble formé par SGAM, SGAM AI, TCW et les joint-ventures étrangères - : le bénéfice net de la société de gestion était de 169 Mio EUR en 2007, soit une baisse de 43% par rapport à 2006, et une perte nette de 258 Mio EUR a été enregistrée en 2008. Ces mauvaises performances financières résultent principalement de pertes et dépréciations liées au soutien apporté aux fonds monétaires dynamiques de SGAM et SGAM AI, alors confrontés à des difficultés de liquidité, et, dans une moindre mesure, de la baisse des encours sous gestion. De nouvelles pertes liées aux mesures de soutien des fonds ont été enregistrées au premier trimestre 2009, notamment dans le cadre de la réduction du levier des fonds alternatifs. Les mesures prises sur les 18 derniers mois pour restaurer la rentabilité opérationnelle de la structure, à travers notamment une réduction des effectifs et une baisse des rémunérations variables, combinées à l'absence d'opérations de soutien aux fonds au deuxième et au troisième trimestre 2009 ont permis un retour à l'équilibre sur les neuf premiers mois de 2009, malgré la baisse du niveau moyen des encours par rapport à 2008.

A fin septembre 2009, les actifs sous gestion de SGAM Group s'élevaient à 273 Mrd EUR dont 16,8 Mrd étaient gérés par SGAM AI et 73,8 Mrd par TCW. En hausse de 1,5% sur les neuf premiers mois de 2009 grâce à un effet de marché positif, les encours ont enregistré une décollecte nette totale de près de 7 Mrd EUR sur cette période, principalement sur les gestions alternatives et diversifiées, alors que les produits obligataires ont bénéficié d'une collecte nette de 4,2 Mrd EUR.

La répartition des encours sur les différentes classes d'actifs a sensiblement évolué

au cours des deux dernières années en raison de la volatilité des marchés et des mouvements de retrait ou de transfert des investisseurs. Ainsi, le mix produit présente désormais un biais marqué vers les gestions monétaires et obligataires (52% des encours), au détriment des stratégies actions, diversifiées et alternatives qui ont été affectées par la forte baisse des marchés en 2008 et le repli des investisseurs de ces types de gestion.



En termes de gouvernance, SGAM n'a pas encore adopté de mesures visant à accueillir des administrateurs indépendants dans son conseil d'administration ou au conseil de direction de ses fonds (SICAV Luxembourgeoise). Un comité d'audit supervise les activités d'audits internes et de contrôle.

Remaniée en 2008, l'équipe de direction de SGAM encadre la période de transition vers la nouvelle structure et travaille à la coordination du projet de rapprochement avec CAAM. Le climat d'incertitude engendré par ce projet de fusion et les facilités de mobilité internes au sein groupe Société Générale offertes aux salariés de SGAM ont entraîné des départs à divers niveaux de la société de gestion, affectant notamment le contrôle interne, les ventes et le marketing et, dans une moindre mesure, les équipes de gestion actions et diversifiée. Les équipes de recherche et de gestion taux et monétaires sont, quant à elles, restées relativement stables. Si quelques postes jugés critiques ont fait l'objet de recrutements, peu d'embauches ont eu lieu sur les 18 derniers mois, étant donné le rapprochement en cours avec CAAM. Le service informatique a, par ailleurs, fait l'objet de réductions d'effectifs, liées au repli en matière de nouveau projet de développement informatique telle que mentionné ci-après.

Répartition des équipes de gestion de SGAM à fin septembre 2009

	France	Japon	Singapore	Hong Kong	Total
Gestion monétaire	12	0	0	0	12
Gestion et analyse obligataire	34	7	0	0	41
Gestion et analyse actions	58	38	7	2	105
Gestion et analyse diversifiée	28	1	0	0	29
Recherche macro et économistes	10	7	0	0	17
Table de négociation (traders)	12	4	2	0	18

Source: SGAM

Suivi des Risques et Contrôles

Les fonctions de conformité et de contrôle des risques ont été récemment réorganisées à travers une séparation plus nette des deux activités, chacune d'elles bénéficiant maintenant de rattachements fonctionnels et hiérarchiques distincts, ce qui favorise leur indépendance.

Dans la continuité du projet entamé en 2008 en vue d'accroître la centralisation du contrôle et de la gestion des risques, les équipes et les responsabilités ont été remaniées. Ainsi, huit personnes assurent désormais le suivi des risques pour les gestions basées à Paris, indépendamment des équipes de gestion. Les outils dont elles disposent leur permettent un suivi rigoureux des contraintes de gestion, de la liquidité et du risque de crédit. La gestion du risque de marché a été renforcée au cours des deux dernières années, avec la systématisation de l'utilisation de RiskData permettant des calculs de Value at Risk (VaR) de type Monte Carlo pour les fonds non *benchmarkés*, et des calculs de stress tests selon les méthodologies de la Société Générale - hypothétiques et historiques. Le suivi des limites internes des fonds monétaires en termes de qualité de crédit, de risque de contrepartie et de liquidité a également été amélioré, en réponse aux difficultés spécifiques de ces fonds à travers la crise.

Fitch considère que l'ensemble des améliorations apportées au suivi des risques de marché, ainsi que la centralisation des activités de contrôle au sein d'une même équipe indépendante des gestions permettent une meilleure appréhension des risques dans un cadre de gouvernance plus adapté, en ligne avec les pratiques déjà établies chez nombre de grandes sociétés de gestion.

Le suivi des filiales et le contrôle interne des opérations bénéficient toujours d'une organisation internationale appropriée, grâce à des outils de contrôle et de reporting efficaces ainsi qu'à un large réseau de contrôleurs internes.

Gestion de portefeuille

Les processus de gestion actions, taux et diversifiés de SGAM sont, d'une façon générale, relativement autonomes. Ils bénéficient de ressources analytiques centralisées pour la stratégie macroéconomique, la recherche actions et la recherche crédit. Les ressources quantitatives disponibles pour la modélisation quantitative, l'analyse de portefeuille, la budgétisation des risques et l'aide à la construction de portefeuille demeurent, quant à elles, relativement fragmentées. La vision macroéconomique des stratégies maison est partagée en interne à travers des comités opérant selon des cycles de six semaines. Fitch note cependant que les processus de gestion utilisent cette recherche macroéconomique dans des proportions variées et que la supervision des orientations macro, intentionnelles ou non, des différents processus et portefeuilles n'est pas clairement définie.

Les équipes et processus de gestion taux et monétaires sont restés relativement stables depuis qu'ils ont été réorganisés en 2005 afin d'introduire une spécialisation accrue par sources de performance. Cette organisation permet une analyse

approfondie des différentes sources de valeur ajoutée dans le cadre d'un partage efficace de l'information au sein des équipes taux et monétaires. La mise en œuvre des stratégies de gestion et la construction de portefeuille restent sous la responsabilité directe des équipes de gestion (Europe aggregate, crédit et convertibles, change et obligations internationales, assurance, et court terme) selon un budget de risque prédéfini et combinent de façon originale et disciplinée approches fondamentales, quantitatives et techniques. Le fonds global aggregate lancé en 2008 qui devait initialement être géré conjointement avec TCW est désormais géré depuis Paris exclusivement, même si les échanges hebdomadaires avec les économistes et les analystes de TCW sont des sources d'information toujours exploitées. Les outils de suivi de portefeuille et de gestion des risques sont adaptés aux besoins des gérants et aux stratégies déployées.

Les processus de gestion actions sont fragmentés et suivent des approches différenciées, essentiellement bottom-up, impliquant éléments fondamentaux et quantitatifs à des degrés divers et de façon peu formalisée. Ils demeurent majoritairement orientés vers une clientèle de particuliers. Désormais centralisées à Paris depuis la cession des activités londoniennes à GLG Partners en mars 2009, les gestions actions européennes regroupent les actions large cap ISR européennes - résultant de la fusion mi-2008 des processus et équipes large cap Europe et ISR -, la gestion à forte *tracking error*, euro Value et les petites et moyennes capitalisations. La recherche fondamentale européenne est menée par une équipe centralisée dont les analyses et les recommandations sont bien diffusées en internes.

Les portefeuilles actions internationales, matières premières et luxe sont également gérés depuis Paris, alors que les gestions asiatiques restent couvertes par les gérants basés au Japon, à Singapour et à Hong Kong.

Les gestions diversifiées sont demeurées relativement stables malgré des départs de gérants et bénéficient désormais d'une intégration plus marquée avec l'équipe d'ingénierie financière, notamment pour les stratégies de types *liability driven* (LDI) et *absolute return* multi-actifs. Ces dernières stratégies se développent progressivement depuis leur lancement fin 2007 mais n'ont pas eu les résultats escomptés et doivent gagner en maturité. La grosse majorité des encours diversifiés reste investie dans des stratégies *benchmarkées* plus traditionnelles pour lesquelles les gérants utilisent l'outil APT pour une analyse ex ante des risques et, depuis peu, un outil propriétaire de budgétisation des risques utilisé à des fins de simulation de gestion et de calibrage des positions.

Administration des Investissements et Technologie

La plateforme et les procédures opérationnelles de SGAM permettent un traitement efficace des opérations avec un niveau élevé d'automatisation des flux d'information internes, de la réception des ordres à l'administration des investissements pour la plupart des types d'instrument. L'amélioration de la performance du dispositif opérationnel et du degré d'intégration de la plateforme technologique avec les parties externes (brokers, contreparties, dépositaires et administrateurs) permettant un traitement automatisé des informations se sont poursuivis au cours des deux dernières années avec, notamment :

- la finalisation en 2009 du déploiement de Decalog - l'outil central de tenue de positions de SGAM mis en place depuis 2002 pour les gestions actions et graduellement étendu aux autres gestions par la suite - aux gestions diversifiées, d'épargne salariale et de fonds de fonds, à l'exception de la gestion privée sous mandat.
- la généralisation de l'application FIDAC, l'outil de suivi de portefeuilles de produits de taux, à l'ensemble des gestions obligataires et monétaires
- la mise en place d'une version plus récente de Decalog pour l'ensemble des processus de gestion permettant une connectivité accrue vers les plateformes

de trading électronique

- L'extension de l'utilisation de la plate-forme Swift et des messages en format Swift aux principaux valorisateurs et dépositaires, internes et externes, pour SGAM Paris et Singapour
- Le déploiement d'un nouvel outil propriétaire pour le rapprochement automatique avec les dépositaires
- La mise en place du référentiel produits qui complète désormais les référentiels valeurs et benchmarks déjà existants

Ainsi, les projets technologiques clés déjà entamés ou identifiés avant l'annonce du rapprochement avec CAAM ont été menés à bien mais aucun nouveau projet informatique n'a été lancé en 2009.

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEB SITE AT WWW.FITCHRATINGS.COM. PUBLISHED RATINGS, CRITERIA, AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE, AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE CODE OF CONDUCT SECTION OF THIS SITE.

Copyright © 2009 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.