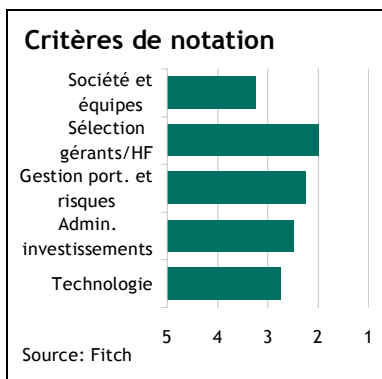


Europanel Research & Alternative Asset Management



'M2' Définition

Sociétés de gestion présentant une faible vulnérabilité aux erreurs opérationnelles et de gestion

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

Critères applicables

- [Reviewing and Rating Asset Managers \(June 2009\)](#)
- [Reviewing and Rating Fund of Hedge Fund Managers \(June 2009\)](#)

Résumé

- Fitch Ratings a abaissé de 'M2' à 'M2-' la note Asset Manager attribuée à Europanel Research and Alternative Asset Management's (ERAAM) pour ses activités de multigestion alternative.
- Cette action reflète uniquement la baisse de la rentabilité d'ERAAM résultant de la diminution des encours sous gestion de la société et qui représente un réel enjeu du fait de son caractère entrepreneurial. La note traduit toujours l'expérience des gérants et la stratégie exclusive adoptée par ERAAM consistant à se concentrer sur les *hedge funds* gérés par des sociétés établies en Europe dont la plupart sont réglementées. Les processus de sélection des *hedge funds* et de construction de portefeuille sont disciplinés et bien documentés, tandis que les risques de gestion sont suivis de façon appropriée et systématique.
- Comme nombre de multigérants alternatifs, ERAAM a subi d'importantes demandes de rachats de la part des investisseurs d'octobre 2008 à mars 2009 qui ont entraîné une baisse de ses encours sous gestion de l'ordre de 50% par rapport aux 850 millions d'euros gérés à fin septembre 2008. Cette forte réduction des encours a eu pour conséquence d'accentuer la concentration des investisseurs et a affaibli la rentabilité de la société. ERAAM a des liquidités suffisantes au vu des besoins à court terme et prévoit de dégager un léger bénéfice pour 2009. Néanmoins, face à une telle baisse de rentabilité et étant donné le caractère entrepreneurial de la société, restaurer la dynamique de croissance de ses encours et accroître son résultat opérationnel représentent pour ERAAM deux enjeux essentiels pour 2010. Consciente de ces enjeux, la société de gestion a repositionné son offre de produits pour mieux répondre aux attentes des investisseurs, en introduisant une différenciation plus marquée des produits destinés aux institutionnels par rapport à ceux ciblant les banques privés. Le nouveau fonds de *hedge funds* (FoHF) lancé par ERAAM en septembre 2009 à l'intention des investisseurs institutionnels illustre bien ce repositionnement.
- Les processus de sélection de *hedge funds* et gestion de portefeuille mis en œuvre par ERAAM ont globalement montré leur robustesse à travers la crise financière, maintenant leur focalisation sur les gérants de *hedge funds* basés en Europe dont l'approche est à dominante fondamentale. Un outil quantitatif, développé en externe et spécialement conçu pour la multigestion alternative, offre un cadre robuste pour l'analyse statistique des *hedge funds* ainsi que la construction et l'analyse de portefeuille, sur la base des séries de valeurs liquidatives. De plus, les risques de marché des *hedge funds* et des portefeuilles de fonds sont bien suivis à travers des indicateurs de sensibilité aux marchés et des analyses fondées sur la transparence, partielle ou totale, des positions des *hedge funds long/short equity*. En réponse à la crise financière, le suivi de la liquidité et du niveau de levier des *hedge funds* a été renforcé.
- Les documents de reporting standard et ad hoc offrent un bon niveau de transparence aux investisseurs quant aux *hedge funds* sélectionnés, à l'allocation et aux performances réalisées. La plateforme et les procédures opérationnelles sont adaptées aux volumes gérés actuellement, étant donné notamment la simplification des opérations induite par la mise en place en octobre 2009 d'une structure de fonds maîtres et nourriciers pour les FoHF multistratégies et *long/short equity*.

Profil de la société de gestion

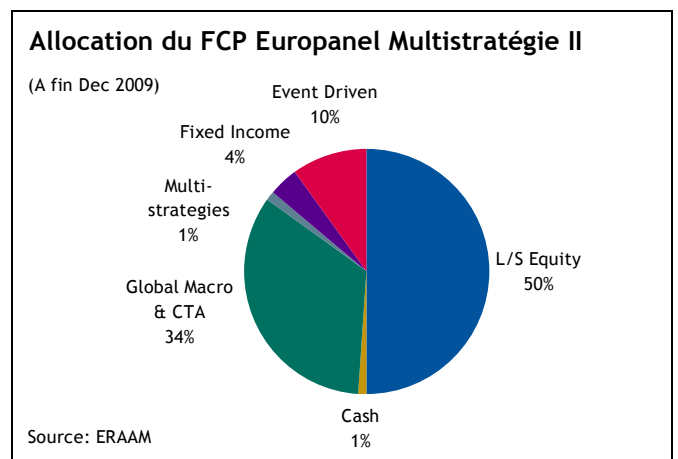
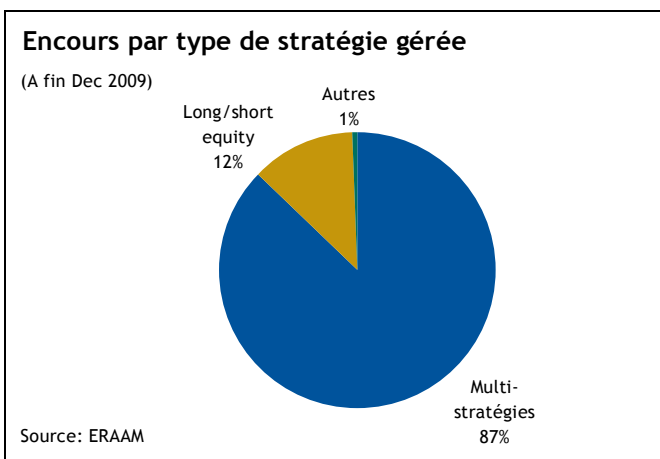
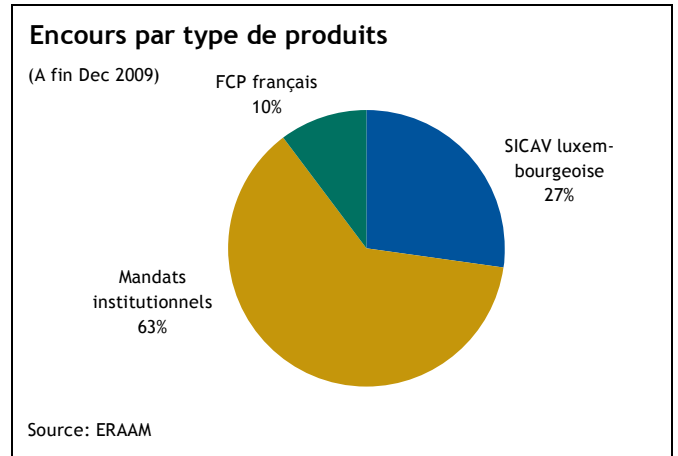
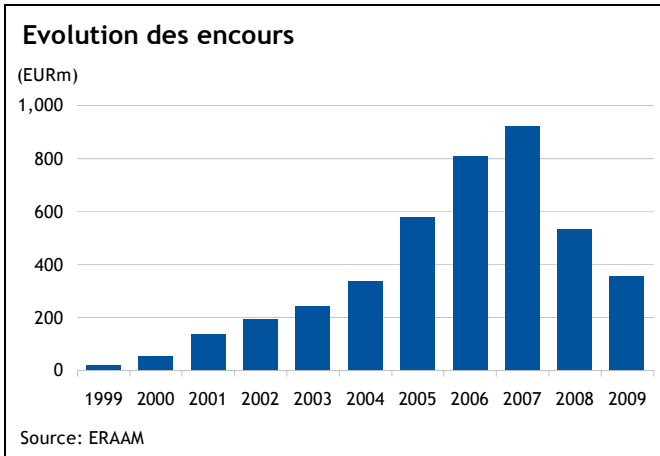
ERAAM

Europanel Research and Alternative Asset Management (ERAAM) est une société entrepreneuriale dédiée à la multigestion alternative. Créée en 1998 en tant que société d'intermédiation sous le nom de BCAI, elle est devenue société de gestion agréée par l'AMF en 2002 et a pris le nom d'ERAAM. A fin décembre 2009, ERAAM gérait des encours de 355 millions d'euros à travers des fonds ouverts et des mandats institutionnels dédiés

ERAAM gère des produits mono-stratégie - *Long/Short Equity*, *Fixed Income* et *Emerging Europe* - et des produits multi-stratégies. Son univers d'investissement couvre exclusivement des *hedge funds* gérés par des sociétés de gestion établies en Europe et dont la plupart sont réglementées par la FSA ou l'AMF. A fin décembre 2009 ERAAM employait 11 personnes, dont 4 gérants de portefeuille.

| | | | |
|----------------------------|---|---------------------------------------|--|
| Adresse | 49-51 avenue George V 75008 Paris | Actionnariat | 80% Associés ; 17% Quilvest 3% Employés |
| Site web | www.eraam.com | PDG | Cyril Julliard |
| Type d'organisation | Société de gestion | DG Délégué | Olivier Kintgen |
| Date de création | BCAI en 1998 ; ERAAM en 2002 | CIO | |
| Domiciliation | Paris | Nombre de gérants et analystes | 5 |
| Agrément | Agrément général de l'AMF (2002) Agrément Investment Adviser de la SEC en 2007 | Nombre d'employés | 11 |

Actifs sous gestion



ERAAM

Rating

Eléments clés

M2-

Points forts

- Concentration sur des *hedge funds* (HF) gérés par des sociétés de gestion établies en Europe dont la plupart sont réglementées
- Suivi approfondi des HF et des FoHF à travers des indicateurs de sensibilité aux marchés, des analyses fondées sur la transparence des positions des HF et une forte proximité avec les gérants
- Procédures de sélection des HF disciplinées et bien documentées
- Gérants expérimentés bénéficiant de profils complémentaires en termes d'expérience professionnelle

Enjeux

- Restaurer la dynamique de croissance des encours afin notamment de renforcer la résilience financière de la société étant donné son caractère entrepreneurial
- Maintien de l'attention apportée à la gestion des risques d'investissement en l'absence de fonction des risques indépendante

Score

Société & Equipes

3.25

- Société de gestion entrepreneuriale dédiée à la multigestion alternative
- Dynamique de croissance des encours à restaurer afin notamment de renforcer la résilience financière de la société affectée par une forte baisse des encours d'octobre 2008 à mars 2009, étant donné le caractère entrepreneurial de la société
- Historique de sept ans en tant que société de gestion réglementée par l'AMF avec une clientèle d'investisseurs majoritairement institutionnels et relativement concentrée
- Société indépendante bénéficiant d'une gouvernance adaptée impliquant des directeurs indépendants aux conseils d'administration de la société et des fonds de la SICAV luxembourgeoise
- Equipe d'investissement comprenant quatre gérants et un analyste *hedge funds* ; nombre de HF couverts par gérant/analyste maintenu à un bon niveau en dépit d'une réduction des effectifs début 2009 dans le cadre d'une rationalisation du nombre de HF investis (44 HF à fin 2009)
- Expérience des trois gérants seniors bénéficiant de profils complémentaires ; travaillent en équipe depuis 2001
- Risques de conformité, de liquidité et opérationnels couverts par le responsable des opérations, également RCCI

Sélection des Hedge Funds/Gérants

2.00

- Concentration sur des HF gérés par des sociétés de gestion établies en Europe dont la plupart sont réglementées (FSA, DMA, AMF) ; réduction du nombre de HF investis de 50 fin 2008 à 44 fin 2009 avec peu de nouveaux fonds sélectionnés en 2009
- Processus de sélection des HF comprenant une analyse complète et disciplinée des gérants, fonds et processus
- Accès aux gérants de HF facilité par la concentration géographique de l'univers d'investissement
- Due diligence opérationnelle effectuée par le responsable des opérations, sur la base d'un questionnaire complet et détaillé, et mise à jour au moins tous les deux ans
- Elaboration par le dépositaire (Rothschild) d'un état trimestriel des changements opérationnels relatifs aux fonds de la SICAV luxembourgeoise
- Comité de gestion mensuel ayant autorité pour la sélection des HF

Gestion de Portefeuille et Suivi des Risques

2.25

- Philosophie de gestion stable centrée sur les stratégies alternatives avec un biais fondamental (macro, Long/Short)
- Processus d'allocation, de construction et de suivi de portefeuille articulés autour des comités d'investissement bénéficiant de l'apport de nombreux outils quantitatifs
- Recherche macro-économique fondée sur une approche bottom-up dont les principales sources d'information sont les gérants de HF ; formalisation du positionnement macro et de l'allocation stratégique qui en découle à travers une analyse trimestrielle détaillée
- Outil quantitatif performant pour l'analyse des portefeuilles et les simulations de décisions de gestion
- Procédures disciplinées pour le suivi mensuel des risques des HF et FoHF à travers des indicateurs de sensibilité aux marchés et des analyses fondées sur la transparence, partielle ou totale, des positions des HF Long/Short equity ; renforcement approprié du suivi des HF (liquidité, encours, levier) à travers la crise
- Suivi approprié du risque de liquidité des HF et FoHF ; tous les fonds d'ERAAM ont des conditions de rachats mensuels avec préavis mensuel

Administration des Investissements

2.50

- Les documents de reporting mensuels et trimestriels, standard ou ad hoc, offrent un bon niveau de transparence aux investisseurs quant aux HF sélectionnés, à l'allocation et aux performances réalisées
- Procédures satisfaisantes pour les activités de middle office au regard des volumes gérés et du nombre restreint de portefeuilles
- Rationalisation accrue des activités opérationnelles avec la mise en place d'une structure de fonds maîtres (fonds de droits français) et nourriciers (SICAV luxembourgeoise et fonds dédiés) pour les FoHF multistratégies et Long/short equity en octobre 2009
- Couverture systématique des expositions en devise à travers des contrats de change à terme ; gestion du cash par les banques dépositaires ou des investissements dans des fonds monétaires conservateurs
- Processus manuel rigoureux pour la validation des valeurs liquidatives des FoHF avec les deux administrateurs, Dexia et Rothschild, y compris pour les actifs bloqués ou cantonnés (side pockets)

Technologie

2.75

- Gestion de portefeuille et opérations reposant largement sur des tableurs Excel
- Plateforme opérationnelle adaptée aux volumes gérés mais offrant peu de marge de manœuvre en termes de capacité
- Outil quantitatif (TrackValue) développé par un prestataire externe pour la gestion des risques, l'analyse et la construction de portefeuille
- Base documentaire sur les *hedge funds* et les investisseurs centralisée au sein d'un outil de type CRM (*Client Relationship Management*)
- Gestion centralisée et efficace des données relatives aux HF (valeurs liquidatives notamment) permettant une bonne accessibilité à l'information

Société & Equipes

Actionnariat et Solidité Financière

ERAAM est une société entrepreneuriale indépendante dédiée exclusivement à la multigestion alternative. Créée en 1998 par deux partenaires associés, Bertrand Van Houtte et Cyril Julliard, en tant que société d'intermédiation sous le nom de BCAL, elle est devenue société de gestion agréée par l'AMF en 2002 et a pris son nom actuel. Le capital de la société est détenu à hauteur de 70% par les deux fondateurs de la société, associés également à deux autres personnes physiques (un gérant et le directeur du développement) qui détiennent ensemble 10% du capital. Depuis 2005, la banque privée Quilvest, filiale du groupe familial Quilvest, est également présente au capital d'ERAAM à hauteur de 17% et demeure un actionnaire relativement passif, les 3% restant étant détenus par les salariés de la société de gestion. Les partenaires de la société souhaitent préserver son caractère entrepreneurial.

Le violent fléchissement des marchés financiers et la baisse de confiance de certains investisseurs à l'égard des FoHF ont entraîné une diminution de l'ordre de 60% des encours d'ERAAM par rapport à leur niveau record de début 2008. Les encours sous gestion atteignaient 355 millions d'euros à fin 2009 avec un encours moyen sur l'année avoisinant les 450 millions. Les revenus de la société se sont détériorés en conséquence exerçant une pression sur la situation financière de la société. Des mesures de réduction des coûts initiées début 2009 et la réalisation de commissions de performance sur le second semestre ont permis de maintenir les résultats de la société légèrement positifs en 2009 (sur la base des résultats estimés à fin 2009) et sa liquidité est adéquate au vu des besoins à court terme. Dans ce contexte et étant donné le caractère entrepreneurial de la société, restaurer la dynamique de croissance des encours représente un enjeu essentiel pour ERAAM afin d'améliorer sa rentabilité.

Expérience et Structure des Actifs

Durant ses sept années d'existence en tant que société de gestion, ERAAM a développé une offre de produits cohérente, en restant fidèle à son positionnement initial d'acteur spécialisé dans la multigestion alternative concentré exclusivement sur des acteurs implantés en Europe, et donc réglementés pour la plupart. ERAAM a, par ailleurs, maintenu un biais marqué pour les *hedge funds* ayant une approche de gestion fondamentale, ce qui facilite leur compréhension et leur suivi, par opposition à des stratégies plus opaques ou techniques.

Le développement de la gamme de produits d'ERAAM s'est effectué de façon prudente et cohérente, fidèlement au positionnement initial de la société et à sa philosophie de gestion. Créée dès 1999, la SICAV luxembourgeoise Europanel qui représentait plus de 30% des encours à fin 2009 comprend cinq compartiments : multi-stratégies, *long/short equity*, *fixed-income*, *diversified* et *Emerging Europe*. Depuis 2003, deux fonds de fonds alternatifs de droit français de type ARIA III sont venus compléter la gamme de produits (Europanel Multi-stratégies II et Europanel Long-Short II) et sont désormais structurés en tant que fonds maîtres, les fonds multi-stratégies et *long/short equity* de la SICAV étant nourriciers. ERAAM gère, par ailleurs, des mandats pour une clientèle institutionnelle française et internationale. En septembre 2009 un nouveau fonds destiné aux investisseurs institutionnels a été lancé en réponse aux évolutions de comportement des différents types d'investisseurs à travers la crise, notamment en matière de liquidité, et aux risques de co-investissement qui ont été mis en évidence. Ce fonds réplique la gestion appliquée depuis 2006 dans le cadre d'un mandat pour un grand fonds de pension international qui se caractérise par gestion de conviction relativement concentrée (environ 20 HF en portefeuille), une forte recherche d'alpha et des exigences élevées en matière de gouvernance des fonds sélectionnés.

Après avoir enregistré, de 2002 à 2007, une phase de croissance soutenue de ses encours pendant laquelle les actifs sous gestion ont été quasiment multipliés par cinq, atteignant plus de 900 millions d'euros à fin décembre 2007, ERAAM a depuis été lourdement affectée, comme l'ensemble des gérants de FoHF, par la baisse des marchés financiers et des retraits massifs d'investisseurs. A fin 2009, les encours d'ERAAM atteignaient ainsi 355 millions d'euros, en baisse d'environ 60% sur 2 ans. Essentiellement concentrés sur une période allant d'octobre 2008 à mars 2009, les retraits ont concerné en grande majorité les investisseurs de type banque privée et *family office*, entraînant par ailleurs une concentration accrue des investisseurs. La société devra consolider sa base actuelle d'investisseurs et accroître ses encours sous gestion afin de préserver sa visibilité et sa capacité à investir dans les plateformes de gestion.

Indépendance et gouvernance

Structurellement indépendante de par son actionnariat majoritairement privé, ERAAM jouit d'une grande autonomie. La société a mis en place les organes de gouvernance appropriés, faisant intervenir des directeurs indépendants au sein de son conseil d'administration. De même, Fitch note la présence de directeurs indépendants au sein du conseil d'administration de la SICAV luxembourgeoise Europanel et l'exhaustivité des rapports remis par le dépositaire à ce conseil pour l'exercice de son rôle de supervision.

ERAAM est par ailleurs supervisée par l'AMF depuis 2002 et a obtenu en 2007 l'agrément de la SEC en tant qu'*Investment Adviser*.

Les prestataires externes sont des établissements bien établis pour l'administration et la conservation des fonds (Rothschild pour la SICAV luxembourgeoise, Dexia pour les FCP de droit français), les fournisseurs de données ou encore l'audit des comptes des fonds (Deloitte au Luxembourg et COREVISE en France).

La structure de contrôle au sein de la société repose largement sur le responsable des opérations qui est également RCCI (responsable conformité et contrôle interne) vis-à-vis de l'AMF et, à ce titre, reporte directement au régulateur. Un consultant externe en contrôle interne, CAPSI Conseil, vient compléter ce dispositif un jour par mois.

Equipes

ERAAM regroupe aujourd'hui 11 collaborateurs, répartis selon le tableau ci-dessous. Tous sont intéressés, à différents degrés, au capital de la société, ce qui aide à fidéliser les équipes. Afin de réduire la base de coûts de la société et face à la baisse de l'activité, les effectifs ont été réduits de 3 personnes, dont 2 gérants, au début de l'année 2009. Fitch note que ces départs n'ont pas affecté la qualité des processus de sélection et de gestion étant donné qu'ils ont accompagné une réduction du nombre de fonds sélectionnés et n'ont pas remis en question l'équilibre des organes de pilotage de la société et des comités de gestion.

Equipes ERAAM

| Département | Effectif |
|---------------------------------------|----------|
| Gestion et analyse <i>hedge funds</i> | 5 |
| Opérations et administration | 3 |
| Développement et ventes | 3 |

Source: ERAAM

L'équipe de multigestion, initialement constituée des deux fondateurs de la société, a été progressivement renforcée et regroupe aujourd'hui cinq personnes (quatre gérants et un analyste) dont les profils se complètent bien au regard de l'univers des fonds et des stratégies suivis. Les quatre gérants sont responsables de la stratégie d'investissement et des *due diligences* sur les processus de gestion,

l'analyste assurant un rôle de support pour la recherche et d'analyse quantitative de l'univers de gestion et des portefeuilles. Spécialisés par stratégie, les gérants ont une connaissance approfondie des marchés financiers et des instruments dérivés grâce à leur expérience en salle de marchés ou comme gérants de portefeuille et sont également complémentaires avec des expertises propres sur les différents produits actions, taux ou dérivés. Etant donné l'orientation exclusive d'ERAAM vers des fonds européens (une quarantaine de fonds investis aujourd'hui) gérés par des sociétés réglementées et basées à Londres pour la très grande majorité d'entre elles, les moyens alloués au processus sont appropriés. Cet axe européen donne aux gérants une bonne aptitude à appréhender l'univers des gérants de *hedge funds* et à être réactifs.

Le suivi des risques de marché liés aux *hedge funds* et FoHF est intégré au processus de gestion. Ce suivi est réalisé directement par les gérants/analystes, en l'absence de fonction de risque indépendante, du fait de la taille de la société.

Les activités de *middle-office* sont effectuées par une équipe de trois personnes dont le responsable est également en charge des *due diligences* administratives et opérationnelles sur les sous-jacents, de la conformité et du contrôle interne (RCCI).

Trois personnes, dont le directeur commercial, viennent compléter le dispositif et assurent le développement commercial, le marketing, le reporting et les analyses quantitatives. Les développements informatiques sont en majorité sous-traités.

L'ensemble des moyens humains paraissent adaptés aux volumes traités actuellement par la société, qui gère 8 portefeuilles investis dans une quarantaine de fonds sous-jacents.

Sélection des Hedge Funds/Gérants

Sourcing

Grâce à la compétence reconnue de ses équipes de gestion sur le marché européen, ERAAM a développé un large réseau de relations dans les salles de marchés, chez les *prime brokers* et chez les gérants de *hedge funds*. Cette bonne implantation parmi les acteurs de la gestion alternative permet à ERAAM d'avoir accès aux gérants.

Les directives et priorités en termes de recherche de nouveaux fonds sont établies de façon trimestrielle lors de comités d'investissement, en fonction des scénarios macroéconomiques identifiés par l'équipe de gestion. Dans le contexte actuel, le nombre de fonds investis a été sensiblement réduit sur les 18 derniers mois et peu de nouveaux fonds sont entrés en portefeuille, l'accent ayant davantage été mis sur la surveillance des *hedge funds* déjà investis. ERAAM envisage de faire évoluer cette situation pour une plus grande activité en matière de sélection de nouveaux fonds en 2010, privilégiant notamment les opportunités auprès des gérants qu'ils connaissent déjà et ré-ouvrent leurs fonds ou en lancent de nouveaux après avoir rejoint une nouvelle société. Ce positionnement permet à ERAAM de capitaliser sur sa bonne connaissance du mode de gestion des gérants et ses relations préexistantes pour la négociation des capacités et un bon accès aux informations relatives aux *hedge funds*.

ERAAM a été relativement peu exposée aux *hedge funds* ayant fait défaut ou en liquidation, pourtant en nombre fortement croissant sur les marchés en 2008 et 2009. L'évènement majeur auquel ERAAM a dû faire face a été la défaillance, en octobre 2008, du fonds Millenium Global Emerging Credit à la suite d'une exposition excessive sur le marché de la dette argentine.

Recherche

La sélection d'un nouveau *hedge fund* est décidée lors du comité d'investissement mensuel qui réunit les quatre gérants d'ERAAM. Les décisions sont prises sur la base d'une étude préalable approfondie du gérant de *hedge fund*, selon une approche

disciplinée : analyse quantitative du fonds candidat, *due diligence* qualitative détaillée sur le processus de gestion et *due diligence* opérationnelle réalisée par le responsable du département Opérations (voir section suivante). A partir des différents éléments de cette étude, chaque *hedge fund* se voit attribuer une note interne qui influencera la pondération du fonds au sein des fonds de fonds.

L'analyse quantitative réalisée dans le cadre du processus de sélection des *hedge funds* est riche et détaillée. Elle comprend une analyse de la performance ajustée du risque par rapport à un univers de fonds de même stratégie, une analyse de risque à partir des valeurs liquidatives (VL) hebdomadaires incluant des indicateurs de sensibilité aux facteurs de marché (taux, change, indices actions, indices matières premières, ...), la *Value-at-Risk* (VaR) et la *Conditional VaR* (CVaR), le *drawdown* maximal et la période de recouvrement associée, et enfin des *stress tests* historiques du fonds sur des scénarios de crise (septembre 2001, *credit crunch* 2002, crise des *small cap* 2006, crise des *subprimes* 2007, crise des matières premières et des marchés émergents en 2008, faillite de Lehman en 2008, ...). Ces analyses sont effectuées à l'aide de TrackValue, un outil statistique développé par un prestataire externe et spécialement conçu pour répondre aux spécificités de la multigestion alternative. En l'absence d'historique sur un sous-jacent, TrackValue permet notamment de construire un historique simulé sur base d'indices de marchés ou de *hedge funds* et de règles simples (combinaison linéaire, combinaison linéaire par partie recréant un profil optionnel, conversion en devise avec couverture). En matière d'analyse quantitative, ERAAM privilégie une approche simple mais systématique appliquée aussi bien à l'analyse des sous-jacents qu'à la construction de portefeuille et au suivi des risques.

L'analyse qualitative comprend deux visites sur site réalisées par deux gérants, séparément et à des moments différents, qui donnent systématiquement lieu à un rapport de *due diligence* détaillé, selon un format type incluant l'attribution de notes internes d'après quatre axes d'analyse (*management process*, *process quality*, *risk management* et *business quality*). L'expérience des gérants de la société de gestion, spécialisés par stratégie, permet une bonne appréhension du processus d'investissement du gérant visité et des risques associés à sa stratégie de gestion. Cette analyse qualitative met également l'accent sur la compréhension des positions en portefeuille, le degré de liquidité des fonds, l'accessibilité des gérants et le degré de transparence relatif aux positions, sensibilités et orientations des *hedge funds*.

Par ailleurs, ERAAM a mis en place une procédure de « *farming* » qui permet d'investir dans des *hedge funds* dont l'historique est relativement réduit pour des montants limités, avec une *due diligence* plus légère et plus rapide. Dans ce cas, une courte étude de deux pages, résumant le style de gestion, le processus, les performances attendues et le risque à la baisse sert de base à la décision de sélection. Peu utilisée sur l'année écoulée, cette procédure allégée n'est applicable pour l'instant qu'à des fonds *long/short equity*. Les fonds ainsi sélectionnés ne sont pas éligibles aux gros FoHF et doivent répondre aux exigences d'ERAAM en termes de transparence sur les positions en portefeuille, du niveau de détail des *reportings* et de conditions de souscriptions/rachats.

Due Diligence Opérationnelle

Dans le cas d'ERAAM, les risques opérationnels liés aux fonds sous-jacents sont relativement circonscrits du fait de la concentration de l'univers d'investissement qui comprend exclusivement des gérants basés en Europe et quasiment tous réglementés (FSA, AMF, AFM aux Pays-Bas). Ainsi, les gérants considérés doivent répondre aux exigences réglementaires en matière de pratiques de valorisation, de conformité aux règles éthiques et de solidité opérationnelle et financière, ce qui permet de réduire les risques de fraude ou de défaillance dans ces domaines.

Comme évoqué précédemment, ERAAM exerce néanmoins une *due diligence* opérationnelle complète, menée par le responsable des opérations. Outre l'identification des tiers impliqués (administrateur, *prime broker* et auditeur principalement), cette démarche implique une compréhension de la stratégie et de l'historique de la société de gestion du fonds considéré, une revue des clauses de souscription/rachat et une analyse de la plateforme opérationnelle et de gestion des risques. Les résultats de cette *due diligence* sont déterminants dans l'attribution des notes internes de *risk management* et de *business quality* allouées à chaque fonds dans le cadre de l'analyse qualitative des *hedge funds* précédemment mentionnée.

Par ailleurs, le dépositaire de la SICAV luxembourgeoise, la Banque Privée Edmond de Rothschild, établit pour ERAAM un dossier de *due diligence* trimestriel qui résume, pour tous les fonds sous-jacents de la SICAV, les changements en matière de conditions administratives, de tiers impliqués et de vie des sociétés de gestion. Le nombre de *hedge funds* couverts par cette procédure a cependant été largement réduit dans le cadre de la mise en place de la structure fonds maîtres et nourriciers de certains FoHF d'ERAAM puisque les compartiments multistratégies et *long/short equity* de la SICAV luxembourgeoise sont désormais des fonds nourriciers.

Processus d'Approbation des Hedge Funds

Les décisions de sélection des *hedge funds* sont prises en comité d'investissement mensuel et exigent qu'un consensus soit atteint. Pour prendre ses décisions le comité dispose de documents de recherche produits de façon systématique, comprenant l'analyse qualitative détaillée du gérant et du processus, l'analyse quantitative du fonds, le questionnaire de due diligence opérationnelle et une synthèse des éléments positifs et négatifs liés à la recommandation d'investissement. C'est également ce comité d'investissement qui cadre le dimensionnement des positions dans les fonds de fonds. Fitch note que l'accent est davantage mis sur l'importance de la gouvernance au sein des *hedge funds* et sociétés considérés ainsi que le rôle plus marqué du responsable des opérations dans le processus de décision.

Gestion de Portefeuille et Suivi des Risques

Construction de Portefeuille

Le processus de gestion mis en œuvre par ERAAM est à la fois qualitatif dans le choix final des gérants et quantitatif dans la phase de construction de portefeuille et de suivi des risques. Il s'articule autour de deux comités mensuels d'investissement et de suivi des risques. Les décisions sont collégiales et prises à l'unanimité par les quatre gérants qui forment le comité d'investissement.

ERAAM met en œuvre une politique active d'allocation tactique entre les différentes stratégies alternatives couvertes, en privilégiant les stratégies fondamentales dont les risques peuvent être plus aisément appréhendés, par opposition aux gestions quantitatives ou d'arbitrage pur. La vision macroéconomique et les décisions d'allocation qui en découlent sont présentées aux investisseurs au cours d'une conférence annuelle. Elles sont suivies et éventuellement ajustées dans le cadre de revues macro-économiques trimestrielles en comité d'investissement. La stratégie d'allocation reflète les convictions des membres du comité d'investissement qui s'appuient sur des entretiens réguliers avec les gérants de *hedge funds*, une analyse *bottom-up* de leurs portefeuilles et de la dynamique des marchés sous-jacents pour se forger une opinion.

Ainsi, le poids des fonds *long/short equity* à biais flexible et *event driven* a été progressivement augmenté au cours de l'année 2009, au détriment des stratégies de type global macro, CTA et surtout multistratégies qui ont été sensiblement réduites. Prudente sur les fonds d'arbitrage de crédit, ERAAM est pour l'instant restée à l'écart des stratégies *distressed*.

La contribution à la performance de la sélection et des choix d'allocation est évaluée grâce à un indice composite construit comme la combinaison d'indices européens de *hedge funds* pondérés par le poids des stratégies en portefeuille.

Le niveau de diversification des portefeuilles répond à la fois à des critères quantitatifs (contribution au risque total suivi dans TrackValue) et qualitatifs, puisque la taille des positions investies dans les *hedge funds* dépend également du niveau de leur score qualitatif interne. D'une façon générale, les portefeuilles sont relativement concentrés, avec des positions maximum de 6-10% et environ 20 à 25 sous-jacents par fonds de fonds, à l'exception des fonds Europanel Fixed Income et Emerging Europe, deux plus petits FoHF qui ont 8 sous-jacents.

Gestion des Risques

Les risques opérationnels et financiers des fonds sous-jacents sont bien évalués dans le cadre de la décision d'investissement initiale, selon le processus détaillé précédemment.

Le suivi des risques de marché fait l'objet d'une discussion formelle en comité de gestion. Ces risques sont suivis de façon systématique par les gérants au niveau des fonds sous-jacents et des fonds de fonds, à travers des analyses statistiques sur les historiques de performances et une analyse des sensibilités des portefeuilles aux différents marchés à partir des rapports mensuels des fonds sous-jacents (sensibilité taux, sensibilité crédit, exposition au *high yield*, aux prêts bancaires). ERAAM privilégie ainsi une approche pragmatique simple mais systématique qui offre une vision claire des expositions au marché au niveau de l'ensemble des sous-jacents et des fonds de fonds.

De plus, les fonds de type *Long/short equity* bénéficient, pour 85% d'entre eux, d'une analyse détaillée basée sur une transparence totale des actifs en portefeuille. Il est ainsi possible de comparer la VL estimée à partir des actifs du portefeuille du mois précédent et la valeur liquidative (VL) réalisée, ce qui permet aux gérants d'étudier les écarts importants et ainsi de comprendre les éventuels changements de stratégie du fonds étudié. Cette analyse des sous-jacents par transparence permet également un suivi des expositions agrégées au niveau des fonds de fonds d'ERAAM. Un document d'une page, mis à jour mensuellement, résume les caractéristiques des fonds : exposition *long/short*, *Beta long*, *Beta short*, décomposition du portefeuille par taille de capitalisation, *Price Earning Ratios*, analyse de la liquidité, performance des positions longues et des positions *short*.

Face à la volatilité des marchés, notamment pour les gérants alternatifs, ERAAM a maintenu, en 2008 et 2009, un contact étroit avec les gérants auprès desquels la société est investie pour suivre de façon très attentive les risques des *hedge funds* liés à leurs conditions de financement, à leur niveau de levier, à leur situation en termes de liquidités et à la structure de leur base d'investisseurs, en particulier afin d'anticiper, autant que possible, le risque de suspension ou de liquidation des *hedge funds*.

Des analyses de stress sont effectuées sur la base de méthodes complémentaires en appliquant des chocs statistiques sur les sous-jacents (un écart type de performance) ou sur les marchés actions, taux et crédit et un calcul de l'impact estimé sur les fonds au travers des sensibilités.

Tous les calculs sur base d'historiques de performances (distribution des rendements, VaR historique, sensibilités par régression linéaire) sont réalisés dans l'applicatif TrackValue qui offre un environnement performant et sécurisé pour ce type d'analyse statistique, avec des fonctionnalités adaptées à la multigestion alternative. Comme déjà évoqué, lorsque les fonds présentent un historique relativement court, leur comportement passé est extrapolé au travers de combinaisons linéaires sur indices.

Le risque de liquidité est suivi au niveau des fonds de fonds par le responsable du département Opérations à travers les profils de liquidation des sous-jacents sur la base des prochaines dates de rachat réelles en fonction des périodes de préavis de rachat et des dates de *lock-up*. Ces éléments sont mis en perspective avec la concentration des passifs des fonds de fonds. De plus, ERAAM exclut tout investissement dans des fonds présentant des périodes de *lock-up* initiales supérieures à six mois. Grâce à une gestion du risque de liquidité relativement prudente amorcée dès début 2008, ERAAM a pu faire face à la tendance générale de rachats de la part des investisseurs de façon contrôlée. Les fonds de fonds de droit français, qui offraient des conditions de rachat plutôt avantageuses avec une base d'investisseurs relativement concentrée, ont tiré profit des mesures d'urgence mises en place par l'AMF en Octobre 2008 dans un contexte de pression grandissante sur la liquidité des fonds de *hedge funds* de droit français. Ainsi, ERAAM a fait évoluer ses fonds communs de placement (FCP) vers une fréquence de rachat mensuelle avec des préavis de 35 jours et a parallèlement introduit des *gate provisions*¹. Ces gates ont été activées pour un FoHF au dernier trimestre 2008, les derniers remboursements à ce titre ayant été clos au trimestre suivant.

ERAAM s'assure, par ailleurs, très régulièrement du ratio d'emprise dans les fonds sous-jacents (généralement limité à 10%), d'autant plus que la société a eu tendance à investir dans des fonds jeunes et petits. Enfin, au niveau de l'actif des fonds, ERAAM étudie attentivement le profil de liquidité des actifs en portefeuille, notamment au travers d'une consolidation maintenant systématique des indicateurs de niveaux de liquidité aux standards comptables et, pour les fonds de *long-short equity*, des positions. A l'instar de nombreux multigérants alternatifs, ERAAM a du faire face à des situations de blocage des rachats sur certains de ses *hedge funds* en portefeuille au cours des 18 derniers mois. Le poids de ces fonds dans les FoHF d'ERAAM est demeuré relativement contenu et a été sensiblement réduit sur les derniers mois, du fait du débouclage favorable de certaines situations, parfois plus rapides qu'initialement anticipé. Cet allègement des actifs bloqués a été également possible grâce à des ventes de quelques *hedge funds* détenus en portefeuille sur le marché secondaire.

Le risque de change des fonds est systématiquement couvert par le biais de contrats de change à terme et les portefeuilles ne comportent pas de levier. Les contraintes d'investissement des fonds sont suivies de manière efficace et régulière par le responsable du département Opérations.

Administration des Investissements

Reporting & Communication

Les documents de *reporting*, standard et ad hoc, offrent un bon niveau de transparence aux investisseurs quant aux *hedge funds* sélectionnés, à l'allocation et aux performances réalisées. Pour chaque fonds de fonds, une fiche de *reporting* mensuelle présente l'historique de performance, relativement aux indices monétaires et alternatifs appropriés (HFR), l'allocation par stratégie et une analyse de contribution à la performance par stratégie, des indicateurs de concentration (nombre de positions, taille moyenne d'une position et poids dans le portefeuille des positions les plus importantes), des indicateurs statistiques (volatilité, ratio de Sharpe, perte maximale, VaR,...) et un commentaire de gestion.

Les investisseurs ont par ailleurs accès, via le site web de la société, à la liste des fonds investis par stratégie pour chacun des fonds de fonds d'ERAAM. Des fiches trimestrielles résumant les caractéristiques de chacun des *hedge funds* sélectionnés sont également à leur disposition. Ces fiches présentent l'historique de performance du *hedge fund*, la biographie du gérant, un descriptif du processus de

¹ L'ordonnance du 23 octobre 2008 autorise l'utilisation de *gates* sur les fonds Aria, c'est-à-dire une limitation des rachats, à chaque date de valeur liquidative, en fonction d'un pourcentage du nombre total des parts

gestion, des indicateurs de risque statistiques et les caractéristiques générales du fonds. Leur production a été largement simplifiée et accélérée avec l'automatisation de leur mode de production à partir de TrackValue.

Administration

Les activités liées à l'administration des investissements reposent, dans l'ensemble, sur des procédures adéquates au regard des volumes actuels et rigoureusement appliquées, malgré leur caractère relativement manuel. Le niveau des activités opérationnelles a été relativement soutenue en 2009 du fait notamment des situations particulières en termes de valorisation qui ont été dévoilées par la crise et le développement des pratiques de cantonnement ou de blocage des actifs qui s'est produit parmi les gérants de *hedge funds*. La mise en place des structures de fonds maîtres et nourriciers a également exigé un investissement important des équipes opérationnelles en 2009 mais simplifie désormais les procédures opérationnelles.

Le passage d'ordres et les activités de *middle-office* telles que la tenue de position, la gestion de la trésorerie et le suivi des mouvements de souscriptions/rachats sont assurés par les trois personnes des Opérations à l'aide de feuilles Excel. Cette équipe assure également la couverture systématique du risque de change à travers des contrats de change à terme. La gestion de la poche de liquidité des portefeuilles et des FoHF est déléguée aux dépositaires ou assurée à travers des investissements dans des fonds monétaires très conservateurs.

La confirmation des ordres de mouvement sur les *hedge funds* est suivie par les dépositaires des FoHF qui centralisent et contrôlent les *contract notes*. Un second contrôle est également effectué par ERAAM à travers une réconciliation des ordres enregistrés dans ses outils et le dépositaire. Pour les fonds de droit français, ERAAM effectue ce suivi à partir des *contract notes* qui lui sont directement transmises par le dépositaire par fax et email.

Les VL des fonds de fonds sont calculées par les administrateurs externes (Rothschild pour la SICAV luxembourgeoise, Dexia pour les FCP de droit français) et font l'objet de procédures de validation rigoureuses, bien que relativement manuelles, par le *middle-office* d'ERAAM. Tous les fonds de fonds d'ERAAM ont désormais une fréquence de valorisation mensuelle, depuis que les conditions de fonctionnement des deux véhicules de droit français ont été modifiées dans le cadre des mesures exceptionnelles mises en place par l'AMF fin octobre 2008.

Technologie

Front Office

Les gérants et les analystes s'appuient sur l'outil quantitatif TrackValue développé spécifiquement pour la multigestion alternative par un prestataire externe. Ce système permet de modéliser les sous-jacents et les fonds de fonds, de décomposer la performance par sous-jacent et par stratégie. C'est aussi un outil de simulation pour la construction de portefeuille qui identifie l'impact des achats ou des ventes simulés de sous-jacents sur le portefeuille de fonds et, ainsi, optimiser le couple rendement-risque du portefeuille global à partir d'indicateurs adaptés à la multigestion alternative.

Le reste des activités de gestion de portefeuille et de suivi des risques, comprenant notamment le suivi des profils de risque des *hedge funds*, les analyses de scénarios de stress, le suivi de la liquidité, les contrôles liés aux contraintes d'investissement, repose sur des outils bureautiques standards. De même, la tenue de positions est effectuée au moyen de feuilles Excel, ce qui répond de façon adéquate aux besoins actuels d'ERAAM étant données les volumes traités.

Middle & Back Office

Comme mentionné précédemment, les activités de *middle-office* et de contrevalorisation effectuées en interne reposent sur des outils bureautiques standards. Cette plateforme opérationnelle est adéquate au regard des volumes actuels.

Gestion des Données & Intégration

La gestion des données relatives aux VL des fonds et à leur statut est centralisée au sein d'une base de données SQL maintenue par le responsable des opérations. En place depuis 2008, cette base de données est la référence centrale en matière de VL pour les fonds ; elle alimente notamment l'outil quantitatif TrackValue et permet un traitement efficace et sécurisé des données. TrackValue est, par ailleurs, enrichi de données externes issues de EuroHedge (1500 *hedge funds*).

Les informations qualitatives relatives aux *hedge funds* suivis, telles que les informations administratives, les comptes rendus de conversations et réunions, le statut (investi ou non), les analystes et gérants responsables du suivi, sont systématiquement répertoriées au sein du système Sales Force qui a été déployé courant 2008. Cet outil facilite l'archivage et le partage des informations relatives aux *hedge funds* parmi l'ensemble des employés d'ERAAM.

Sécurité Informatique

ERAAM a mis en place un plan de continuité de l'activité qui comprend l'existence d'un site avec serveur de secours. Opérationnel depuis le second trimestre 2008, l'efficacité du dispositif quant aux accès à la messagerie électronique et aux données des *hedge funds* a été testée avec succès. TrackValue est l'application la plus sensible pour la continuité de l'activité, alors que le fonctionnement en ligne de Sales Force permet par ailleurs un accès sécurisé et flexible aux données qualitatives et suivi du statut des *hedge funds* de l'univers d'investissement. A l'exception des ces deux applications qui sont des outils externes, les outils utilisés par ERAAM sont des développements internes.

Annexe A

Personnel Clé

| | Expérience |
|---|---|
| <p>Cyril Julliard PDG et gérant</p> <p>Années chez ERAAM : 11 Années dans l'industrie : 24</p> | <p>Diplômé d'un MBA en économie. Gérant de SICAV obligataire d'arbitrage chez BZW Puget-Mahe en 1985. De 1991 à 1996, membre du Directoire de BZW France, responsable du département marchés à terme. De 1996 à 1998, Directeur Général de Finacor-Vendôme. En 1998 fondateur de BCAL qui devient ERAAM en juin 2002. En 2000 participe à la création du fonds COLBERT a Londres.</p> |
| <p>Bertrand Van Houtte Associé et gérant</p> <p>Années chez ERAAM : 11 Années dans l'industrie : 29</p> | <p>Diplômé de la SFAF. Analyste financier dans la société de bourse Legrand de 1980 à 1987. Après 2 ans chez Ferri en tant que responsable des ventes actions auprès de la clientèle internationale, il rejoint CCF Elysées Bourse en 1989 où il occupe le poste de Directeur Général et de membre du Directoire responsable des ventes actions auprès de la clientèle internationale. En 1992, Directeur Général et membre du Directoire de JP Morgan société de bourse responsable des ventes actions européennes. En 1995, SE BANKEN à Paris. En 1998 fondateur de BCAL qui devient ERAAM en juin 2002. En 2000 participe à la création et co-gère le fonds COLBERT a Londres.</p> |
| <p>Olivier Kintgen DG délégué et gérant</p> <p>Années chez ERAAM : 8 Années dans l'industrie : 18</p> | <p>Diplômé d'un MBA en finance de l'ESSEC. De 1991 a 1999, Bank of America: successivement en tant que responsable du trading taux à Paris; Trésorier de la filiale de Varsovie et responsable du Trading fixed income Europe Centrale basé à Londres. En 1999 développement d'une société spécialisée en d'analyse statistique et développement de modèles d'arbitrage statistiques (Insight Finance). De 2000 à 2001 gestion d'un fonds de futures sur la base des modèles développés par Insight sous l'ombrelle du Crédit Agricole Indosuez à Luxembourg. Rejoint ERAAM en 2001, associé et membre du comité de gestion en 2002.</p> |
| <p>Laure Sebbah Gérante</p> <p>Années chez ERAAM : 5 Année dans l'industrie : 7</p> | <p>Diplômée du DESS Gestion d'Actifs de Paris Dauphine. A commencé sa carrière en 2002 chez SGAM Alternative Investments, au sein de l'équipe commerciale, avant d'intégrer l'équipe de gestion produits structurés d'Axa IM en 2003, puis l'équipe de multigestion de BNP PAM en 2004 en tant qu'assistant gérant. Rejoint ERAAM en 2005.</p> |
| <p>Gabriel Garcin Analyste Global Macro/CTA, Multistratégies</p> <p>Années chez ERAAM : 2 Année dans l'industrie : 3</p> | <p>Diplômé du Master 224 Banque & Finance de Paris Dauphine. A commencé sa carrière en 2007 chez UFG Alteram en tant qu'analyste junior sur les fonds CTA et global macro. Rejoint ERAAM en 2007.</p> |
| <p>Vincent Delarue Responsable opérations et RCCI</p> <p>Années chez ERAAM : 6 Année dans l'industrie : 11</p> | <p>Diplômé de l'ESC Rouen. A commencé sa carrière en 1998 chez BNP Paribas Finance à Paris au sein de l'équipe Risques de Marchés où il s'est notamment spécialisé à partir de 2000 dans le suivi des risques de marchés liés au trading de taux d'intérêts. Rejoint ERAAM en 2003.</p> |
| <p>Olivier Florin Directeur du développement</p> <p>Années chez ERAAM : 2 Années dans l'industrie : 25</p> | <p>Diplômé d'une maîtrise des sciences de gestion de Paris Dauphine. A commencé sa carrière en 1984 à la Banque Worms à Paris en tant qu'analyste financier. En 1987, il rejoint Enskilda Securities en tant que vendeur actions auprès des institutionnels, successivement à Londres puis Paris, avant de devenir Directeur Général de Enskilda Securities-France. En 1999 il devient Directeur Vente Action chez Merrill Lynch Paris puis rejoint Dexia 5 ans plus tard en tant que Global Head of Equities. En 2006, il est responsable Vente Actions chez HSBC France. Rejoint ERAAM en mai 2008.</p> |

Source: ERAAM

Annexe B

Fonds Ouverts à fin Décembre 2009

| Fonds | Lancement | Encours (EURm) | Profil | Target 1-year Volatility | Target 3-year volatility (pa) | Target Return |
|--------------------------------|-----------|----------------|---|--------------------------|-------------------------------|---------------------------|
| Gamme Luxembourgeoise | | | | | | |
| Europanel Multi-strategies | Jun 99 | 56.0 | FoHF multi-stratégie | De 4% à 6% | De 4% à 6% | Euribor + 400bp sur 3 ans |
| Europanel Long Short | Feb 02 | 38.8 | FoHF long/short equity | De 6% à 8% | De 6% à 8% | Performance absolue |
| Europanel Fixed Income | Feb 02 | 0.6 | FoHF taux et crédit | De 2% à 4% | De 2% à 4% | Euribor + 300bp sur 3 ans |
| Europanel Emerging Europe | Sep 07 | 1.5 | FoHF Europe Centrale, de l'Est, Russie et CEI | >10% | | > 20% par an |
| Gamme de droit français | | | | | | |
| Europanel Multi-stratégies II | Sep 03 | 86.0 | FoHF multi-stratégie | De 4% à 6% | De 4% à 6% | Euribor + 400bp sur 3 ans |
| Europanel Long Short II | Dec 05 | 42.9 | FoHF long/short equity | De 6% à 8% | De 6% à 8% | Performance absolue |
| ERAAM Alpha Fund | Sep 09 | 2.0 | FoHF multi-stratégie | De 6% à 8% | De 6% à 8% | Performance absolue |

Source: ERAAM

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://FITCRATINGS.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.FITCRATINGS.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 © 2010 Fitch, Inc., Fitch Ratings, Ltd. et leurs filiales. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Toute reproduction ou retransmission en tout ou partie est interdite sauf autorisation. Tous droits réservés. Toutes les informations contenues ci-dessus sont établies à partir d'informations reçues des émetteurs, autres emprunteurs, souscripteurs et autres sources que Fitch considère fiables. Fitch ne réalise pas d'audit ni ne vérifie la véracité ou l'exactitude desdites informations. En conséquence, les informations contenues dans le présent rapport sont fournies "telles quelles" sans aucune interprétation ni garantie d'aucune sorte. Une note Fitch est une opinion sur la qualité de crédit d'un titre de créance. La note ne concerne pas le risque de perte lié à d'autres risques que le risque de crédit, à moins que ces risques ne soient expressément mentionnés. Fitch n'exerce pas d'activité de négociation de titres de créance. Un rapport comportant une note de Fitch n'est ni un prospectus ni un substitut aux informations rassemblées, vérifiées et présentées aux investisseurs par l'émetteur ou ses agents dans le cadre de la vente des titres de créance objets de la notation. Les notes peuvent être modifiées, suspendues ou retirées à tout moment et pour tout motif à la seule discrétion de Fitch. Fitch ne fournit aucun conseil d'investissement d'aucune sorte. Les notes ne sont pas une recommandation d'acheter, de vendre ou de conserver aucun titre de créance. Les notes ne rendent pas compte de la valeur de marché des titres de créance, de leur adéquation aux besoins des investisseurs ni de l'exemption ou de la non exemption fiscale des revenus attachés à ces titres de créance. Fitch reçoit des honoraires de la part d'émetteurs, d'assureurs, de garants, d'autres emprunteurs et souscripteurs pour la notation de titres de créance. Ces honoraires varient généralement de US\$1 000 à US\$750 000 (ou le montant équivalent dans la ou les devises concernées) par émission. Dans certains cas, Fitch peut noter la totalité ou un certain nombre d'émissions émises par un émetteur donné, ou assurées ou garanties par un assureur ou un garant donné, pour un montant forfaitaire annuel. Ces honoraires peuvent être compris dans une fourchette de US\$10 000 à US\$1 500 000 (ou le montant équivalent dans la ou les devises concernées). L'attribution, la publication ou la diffusion d'une note par Fitch ne constitue pas un accord de la part de Fitch pour que son nom soit utilisé en tant qu'expert dans le cadre de toute déclaration liée aux dispositions légales sur les valeurs mobilières en vigueur aux Etats-Unis, ni à celles du Financial Services Act de 1986 de Grande-Bretagne ni à aucune loi sur les valeurs mobilières de quelque juridiction que ce soit. En raison de l'efficacité relative de la publication et de la diffusion électroniques, la recherche de Fitch peut être mise à la disposition des abonnés à ses services électroniques jusqu'à trois jours avant qu'elle ne le soit pour les abonnés à ses services papier.