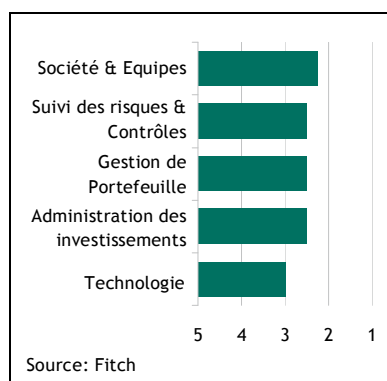


Notation Asset Manager



Critères de notation



'M2' Définition

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

Analystes

Nicolas Béneton
+33 1 44 29 92 73
Nicolas.beneton@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 \(Juin 2009\)](#)

Résumé

Fitch Ratings a confirmé à 'M2' la note Asset Manager attribuée à Groupama Asset Management (Groupama AM). Cette notation couvre l'ensemble des activités de gestion d'actifs de Groupama AM à Paris, à l'exception des activités de multigestion alternative et directionnelle de Groupama Fund Pickers.

La note reflète le soutien de son actionnaire, Groupama S.A., sa longue expérience dans la gestion d'actifs ainsi qu'une stratégie de développement qui a démontré sa pertinence ces dernières années. La note intègre également la qualité des processus d'investissement historiques soutenus par des moyens de recherche importants. Les enjeux pour la société consistent à achever l'intégration de la plateforme opérationnelle ainsi qu'à développer et renforcer l'offre de gestion absolue créée récemment. Un enjeu supplémentaire porte sur l'élargissement de sa base de clientèle grâce à la création d'une SICAV de droit luxembourgeois destinée aux réseaux de distribution externes.

Groupama AM a terminé l'année 2009 avec 87,9 Mrd EUR d'encours sous gestion, soit une augmentation de 9% sur un an (hors Groupama Fund Pickers) avec des souscriptions venant d'investisseurs institutionnels, en France et en Europe du sud. La société de gestion bénéficie par ailleurs du soutien de son actionnaire qui, représentant environ 80% de ses encours, lui donne une assise solide. Toutefois, celui-ci a amorcé une réduction de son allocation en actions, actifs à plus fortes marges. Le départ du directeur des gestions, intervenu en 2009, et la réorganisation des équipes n'ont pas affecté le taux de rotation des effectifs, toujours très faible. Suite à l'arrivée d'un nouveau responsable des systèmes d'information, Fitch sera également attentive à la poursuite de la refonte de la plateforme technologique.

La culture de gestion des risques est toujours bien établie au sein de la société, notamment en ce qui concerne les risques d'investissement. A cet égard, les équipes de gestion des risques et d'ingénierie financière fournissent des indicateurs provenant des outils APT (pour les actions) et UBS Delta (en cours de mise en place pour les taux). Néanmoins, même si les contrôles de premier niveau sont satisfaisants, Fitch relève un potentiel d'amélioration en matière de suivi de second niveau s'appuyant sur Sophis Value et, prochainement, sur un serveur de contraintes.

Les équipes de gestion de portefeuilles ont été réorganisées en 2009, démontrant une volonté de capitaliser sur le savoir-faire de la société en gestion actif-passif et de développer une offre de produits à rendement absolu en complément d'une gamme de produits plus traditionnelle. Fitch relève qu'à ce jour, ces gestions à rendement absolu portent essentiellement sur des stratégies de valeur relative à faible niveau de risque et n'utilisent que de façon limitée la recherche *top down*, qui constitue une force de Groupama AM. L'agence souligne, par ailleurs, la mise en place d'une table de négociation qui doit permettre des gains en termes d'efficacité, de sécurité et de flexibilité dans l'ensemble du processus de traitement des ordres.

Enfin, Fitch note un potentiel de rationalisation important de la plateforme technologique autour de Sophis Value et Omega FA, ce qui reste un enjeu majeur en vue de l'optimisation de la chaîne de traitement des opérations.

Manager Profile

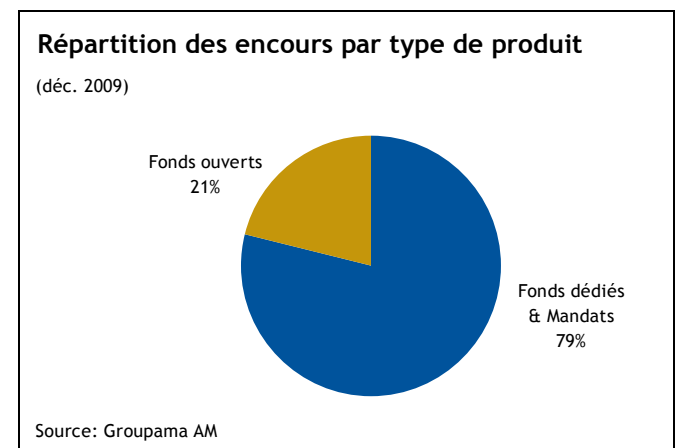
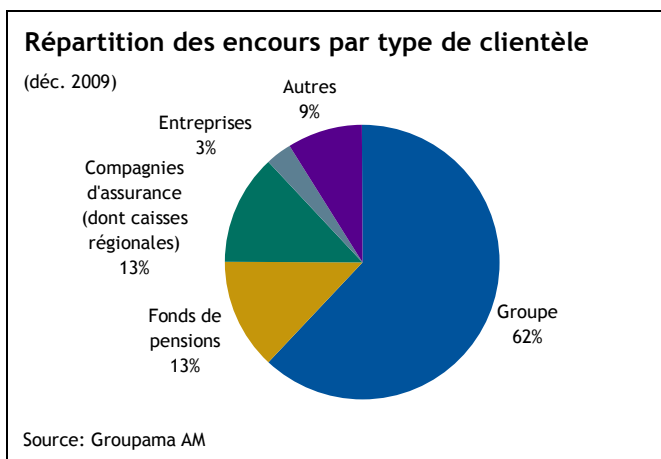
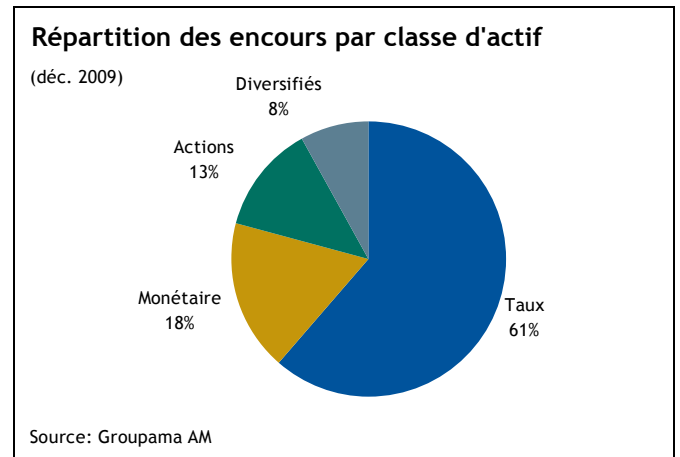
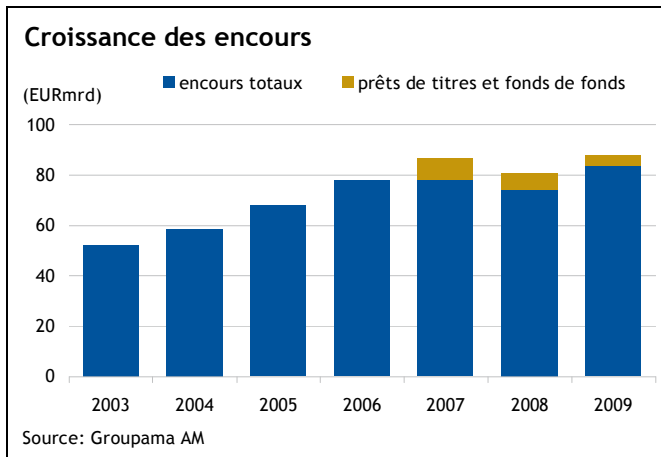
Groupama Asset Management

Groupama AM est la société de gestion de Groupama S.A. (IFS 'A' ; perspective stable, IDR 'A-' ; perspective stable), la première mutuelle d'assurance de France. La société gère 87,9 Mrd EUR, principalement pour son actionnaire, et occupe le 6ème rang sur le marché français de la gestion d'actifs.

La gamme de produits couvre les obligations **investment grade**, la gestion monétaire, les actions européennes et internationales. La clientèle externe comprend essentiellement des entreprises et des caisses de retraite, en France et en Europe.

Type d'organisation	Société de gestion	Actionnariat	Groupama S.A.
Création	1993	Filiales	Groupama Fund Pickers, Groupama AM SGR (Italie), Groupama AM Espagne
Domiciliation	Paris	Directeur Général	Francis Ailhaud
Adresse	Groupama Asset Management 58 bis rue La Boétie 75008 Paris	Directeur des gestions Principaux gérants	Romain Boscher P-H Burlisson, C.Bourgeois, G.Mallejac, C. Chaves de Oliveira, J-L Autant
Actifs sous gestion	EUR87.9mrd	Nombre de gérants Nombre de salariés	45 271

Actifs sous gestion



Groupama Asset Management

Note

M2

Éléments clés

Points forts

- Actionnaire de longue date, engagé dans les activités de gestion d'actifs et garantissant la stabilité des encours sous gestion
- Continuité et longue expérience des équipes et des processus d'investissement, avec une approche macroéconomique forte
- Large accès aux indicateurs de performance et de risque, suivi discipliné du risque d'investissement

Enjeux

- Poursuite de l'intégration de la plateforme opérationnelle autour de l'outil Sophis Value
- Développement et renforcement de l'offre de gestion absolue au-delà des stratégies de *relative value* actuelles
- Diversification de la clientèle à l'étranger et en distribution

Score

2.25

Société & Equipes

Le mode de développement prudent de la société lui a permis de traverser la crise de manière satisfaisante. Groupama AM travaille désormais à diversifier sa clientèle, avec des implantations en Italie (800 Mio EUR) et, plus récemment, en Espagne, et vers les plateformes de distribution (création d'une SICAV de droit luxembourgeois à cet effet). Le remplacement du directeur des gestions et une réorganisation des équipes avec une mise en avant de gestions absolues se sont déroulés dans un contexte de grande stabilité des effectifs.

- Actionnaire de longue date doté de capitaux solides (IFS 'A'), engagé dans les activités de gestion d'actifs et garantissant une solide assise financière (80% des encours), encourageant le développement de la base d'investisseurs tiers
- Acteur de taille intermédiaire sur le marché français de la gestion d'actifs (87,9 Mrd EUR sous gestion) investissement principalement dans des actifs liquides (actions européennes, obligations gouvernementales, crédit *investment grade*, monétaire) et des stratégies traditionnelles jusqu'à présent
- La société emploie 271 collaborateurs dont 79 professionnels de la gestion - Structure organisationnelle claire avec séparation entre le commercial, la gestion, les opérations et les contrôles
- Le Responsable des gestions actions devient Directeur des gestions (gestions, recherche, Table de négociation). Remplacement du responsable de l'informatique

Suivi des Risques & Contrôles

2.50

Le suivi du risque d'investissement est rigoureux avec des outils de mesure nombreux et adaptés, en cours d'amélioration avec la mise en place d'UBS Delta sur les portefeuilles obligataires. L'installation prochaine d'un serveur de contraintes et la généralisation de Sophis Value doivent permettre une systématisation des contrôles *pre trade* et de second niveau. La culture de gestion du risque est généralement bien établie au sein de la société.

- La structure de contrôle des risques s'appuie notamment sur des comités réguliers (audit, risque) et un réseau de référents internes
- Encadrement satisfaisant du risque opérationnel (procédures)
- Suivi de *best execution/best selection* effectué au niveau de la table négociation récemment mise en place
- Contrôle des contraintes et limites *post-trade* dans l'outil de valorisation - peu de contrôles *pre-trade*
- Mesure du risque d'investissement basée sur APT (actions), UBS Delta (taux), complétée par des outils internes (crédit, liquidité)

Gestion de Portefeuille

2.50

Bonne coordination et adhésion des différentes équipes de gestion à l'approche globale de la société qui repose sur l'apport transversal important de l'équipe d'études économiques et de l'équipe Analyse Financière et Extra-Financière. En plus du changement à la direction des gestions, les changements organisationnels opérés en 2009 ont conduit au regroupement des gestions absolues dans un pôle unique dont le développement constitue un enjeu important.

- Les apports analytiques comprennent la recherche macroéconomique interne, l'analyse *buy side* et les outils quantitatifs développés par l'ingénierie financière
- La gestion actions regroupe les actions européennes, une gestion active du beta, et les actions internationales gérées via des partenariats de recherche (Nomura pour les actions japonaises et asiatiques, Northern Trust pour les actions américaines)
- Le pôle obligataire intègre les gestions *aggregate*, indexée, et désormais crédit
- La gestion monétaire inclut l'activité de cession temporaire de titres
- Création en 2009 d'un pôle de gestion sous contrainte de passif, notamment via la reprise de mandats d'assurances - expertise historique
- Gestion diversifiée traditionnelle et processus *top-down*, consensuel, à faible risque actif
- Réunion des processus de performance absolue basés sur des gestions *relative value* taux, devises et actions à faible risque, exploitant peu l'expertise *top-down* de la société
- Une table de négociation (6 *traders* avec des outils adaptés) centralise l'ensemble des passages d'ordres depuis fin 2009

Administration des Investissements

2.50

Les opérations sont traitées de manière satisfaisante, avec un potentiel d'amélioration du degré d'automatisation et de sécurité dépendant du déploiement total de Sophis Value et d'outils de rapprochement au niveau du middle office. La refonte du processus de production des reportings est en cours.

- *Reportings* fournissant une image complète et fidèle de la composition des portefeuilles
- Toutes les opérations actions, taux et dérivés listés sont traitées systématiquement à partir de la table de négociation. Les processus taux ont basculé dans Sophis Value, les actions sont encore traitées sur les outils et processus historiques (VALMOB)
- Rapprochement dépositaire quotidien sur les liquidités et hebdomadaire sur les titres
- Comptabilité interne des fonds et mandats

Technologie

3.00

Avec l'arrivée d'un nouveau responsable des systèmes d'information début 2010, l'enjeu principal pour la société sera d'accélérer la refonte de sa plateforme technologique autour de Sophis Value (tenue de position) et Omega FA (valorisation)

- Utilisation de l'outil propriétaire Alpha pour l'analyse et le suivi de portefeuille en plus d'APT, UBS Delta ou Statpro
- Plateforme technologique cible s'articulant autour de Sophis Value et Omega FA
- L'intégration des systèmes et la gestion des données via un infocentre offrent un niveau de sécurité satisfaisant mais la fragmentation technologique actuelle rend plus compliqués l'accès et l'agrégation des données

- Actionnaire de longue date doté de capitaux solides, engagé dans les activités de gestion d'actifs et garantissant une solide assise financière, encourageant le développement de la base d'investisseurs au-delà du groupe

- Acteur de taille intermédiaire sur le marché français de la gestion d'actifs (87,9 Mrd EUR sous gestion) investissement principalement dans des actifs liquides (actions européennes, obligations gouvernementales, crédit *investment grade*, monétaire)

Sociétés et Equipes

Solidité Financière

Actionnaires

Fondée en 1993, Groupama AM est l'entité de gestion d'actifs de Groupama (*Insurer Financial Strength* - IFS 'A', *Issuer Default Rating*- IDR 'A-'), première mutuelle d'assurance et troisième assureur généraliste français. Dans son communiqué du 21 avril 2010, Fitch souligne notamment que le groupe « bénéficie d'une grande diversification de ses activités et de ses risques », ainsi qu'un « solide positionnement commercial ». Issue de la fusion, en 1999, des activités de gestion de Groupama et du Gan, Groupama AM occupe aujourd'hui la 6ème place parmi les sociétés de gestion françaises, avec 87,9 Mrd EUR d'encours sous gestion fin 2009, et bénéficie de l'engagement et du soutien financier de son actionnaire.

Solidité financière

Le niveau de rentabilité de Groupama AM est structurellement peu élevé, avec une marge opérationnelle dégagée en 2009 similaire à celle des années précédentes. Le coefficient d'exploitation s'est amélioré (74% contre 80%) en raison de la hausse des revenus due à celle des marchés en 2009 et à une stabilisation des dépenses liées aux systèmes d'information après plusieurs années d'investissements importants réalisés en la matière. Les sources de revenus demeurent extrêmement stables, étant largement issues des compagnies d'assurance du groupe (environ 80%). De plus, le positionnement « produits » ne crée aucune dépendance à des produits ou classes d'actifs en particulier, ni à des commissions de gestion liées à la performance, bien que ces dernières aient été plus élevées en 2009, là encore pour des raisons d'orientation positive des marchés de capitaux en 2009. Enfin, Fitch souligne la nouvelle contribution des frais de transaction aux revenus suite à la mise en place d'une table de négociation (voir « Contrôles et conformité »). Relativement à l'ensemble du secteur, le modèle de développement de Groupama AM a fait preuve d'une bonne capacité de résistance, ce qui permet à la société, au sortir de la crise financière, de continuer à développer son activité de gestion tant pour son actionnaire que pour la clientèle externe, sans restructuration ni réorganisation majeure.

Expérience et Structure des Actifs

Expérience et Historique

Groupama AM est une société de taille intermédiaire dans le paysage français de la gestion d'actifs, avec une gamme de produits assez traditionnelle. En cohérence avec l'appartenance à un groupe d'assurance, les gestions historiques couvrent principalement les produits de taux (80% des actifs sous gestion à fin 2009), que ce soient les obligations à stratégies d'investissement directionnelles et crédit *investment grade*, ou la gestion monétaire, qui inclut l'activité de Cession Temporaire de Titres (CTT). Les actions représentaient 13% des encours à fin 2009 avec une expertise plus marquée sur les marchés européens. La société de gestion dispose aujourd'hui d'un historique solide sur toutes les expertises dont elle dispose et reste fidèle à une politique prudente pour le lancement de nouveaux produits. Dans un contexte réglementaire (Solvency II pour les compagnies d'assurance) et économique moins favorable à certains actifs risqués et aux actions en particulier, l'élargissement de son offre de gestion, notamment vers des produits à plus forte marge, constitue pour Groupama AM un enjeu prioritaire pour les années à venir.

Classes d'actifs et types d'investisseurs

Groupama AM a terminé l'année 2009 avec des encours sous gestion en hausse de 8,9% par rapport à l'année précédente (87,9 Mrd EUR à périmètre constant). Cette hausse est principalement due à un effet marché très positif, la collecte nette s'élevant à 1,2 Mrd EUR sur le périmètre considéré. Pour les raisons évoquées plus haut, la société de gestion a regroupé les gestions à objectif de performance absolue dans une équipe dédiée, aux côtés des gestions fondamentales qui

constituent son expertise historique. Les encours gérés selon ces stratégies restent à ce jour réduits, néanmoins, ce type de produits doit permettre à la société de diversifier la clientèle externe au groupe, avec des produits plus typés à plus forte marge. Déjà très présente sur le marché institutionnel en France, Groupama AM a dirigé ses efforts commerciaux récents vers le reste de l'Union européenne et dispose aujourd'hui d'une filiale italienne (Groupama AM SGR), d'un bureau de représentation en Espagne et de fonds enregistrés en Suisse.

Indépendance et Gouvernance

Groupama AM bénéficie d'une forte indépendance opérationnelle par rapport à la compagnie d'assurance et compte deux membres indépendants à son conseil d'administration (représentants d'institutions de protection sociale). Des pratiques de gouvernance et des procédures de contrôle ont été mises en place et couvrent de façon adéquate les risques de conflits d'intérêts potentiels au travers d'une fonction conformité indépendante et d'un comité d'audit.

La très grande majorité des portefeuilles gérés sont déposés auprès de Groupama Banque, la banque des institutionnels et de gestion patrimoniale de Groupama, qui sous-traite la conservation de titres hors Euroclear France à BNP Paribas Securities Services. D'autres dépositaires peuvent être utilisés en fonction des demandes des clients. Groupama Banque n'exerce aucune activité liée aux marchés (courtage), ce qui écarte de facto tout risque de conflit d'intérêts dans ce domaine. Enfin, la société de gestion dispose d'une SICAV de droit luxembourgeois, dont la gouvernance et la composition sont en cours de mise en place.

Equipes

Direction Générale et développement

Le comité de direction de la société comprend aujourd'hui, autour de son directeur général, un directeur général délégué en charge du développement et deux directeurs généraux adjoints, l'un responsable des gestions et l'autre responsable de l'ensemble des activités support. L'équipe dirigeante en place rassemble des éléments présentant chacun des compétences affirmées dans leur domaine respectif, ainsi qu'une solide expérience de la gestion d'actifs. De manière générale, les effectifs sont prioritairement renforcés par promotion interne (à l'exemple du nouveau directeur des gestions en 2009, ancien responsable des gestions actions) ou bien par des recrutements ciblés, ce qui souligne la préférence donnée à la continuité et à la stabilité des effectifs.

Le développement des activités et des relations clients est assuré par une équipe de 41 personnes qui a été largement étoffée au cours des dernières années et regroupe les activités commerciales d'un côté et *marketing/support* (appels d'offres, *marketing support*, *middle office* commercial, spécialistes produits) de l'autre.

Gestion de portefeuille

Avec 71 professionnels de l'investissement basés à Paris, Groupama AM dispose de ressources adaptées aux besoins des processus d'investissement actuellement en place. Des changements organisationnels sont intervenus en 2009 qui ont notamment conduit à la création d'un département de gestions absolues à côté des gestions dites fondamentales. Les effectifs sont restés extrêmement stables, les nouvelles responsabilités créées ayant été attribuées à des éléments internes.

Les équipes de gestion actions couvrent les marchés européen, américain et asiatique via des partenariats de recherche pour ces deux dernières zones. La responsable dispose d'une longue expérience au sein de la société et a ainsi assuré la continuité des processus appliqués. Le pôle de gestion de taux regroupe désormais l'ensemble des gestions obligataires (directionnel, *aggregate*, indexée, crédit) avec une organisation quasi identique. Le périmètre et les effectifs de l'équipe de gestion monétaire sont restés inchangés. A côté des gestions

- La société emploie 271 collaborateurs dont 79 professionnels de la gestion
- Les équipes de gestion ont été réorganisées autour du nouveau directeur des gestions, chez Groupama AM depuis 10 ans
- Nouveau responsable informatique
- faible rotation des effectifs

Equipes de gestion

Processus de gestion	effectifs
Actions	12
Gestion ALM	8
Taux	10
Monétaire & CTT	4
Gestion diversifiée	3
Gestions absolues	6
Table de négociation	6
Analyse financière et extra financière	12
Ingénierie financière	6
Recherche macroéconomique	4

Source: Groupama AM

fondamentales et sous la supervision directe du directeur des gestions, un pôle de gestions absolues a été constitué en 2009, qui couvre plusieurs classes d'actifs et partage certaines problématiques d'allocation avec la gestion diversifiée. Enfin, un département de gestion actif-passif est en charge de la gestion assurancielle sous contrainte.

Les importantes ressources dédiées à la recherche comprennent une équipe

d'études macroéconomiques, les équipes d'analyse affectées à la recherche actions-crédit qui sont spécialisées par secteur et produisent également la recherche ISR. Enfin l'ingénierie financière développe des applicatifs pour le *front office* et fournit aux gérants des données d'aide à la décision issues de modèles quantitatifs.

Activités Support

Le pôle Activités Support, aujourd'hui bien structuré, rassemble les contrôles, les opérations, les services informatiques et les fonctions transverses (ressources humaines, juridique,...). Les effectifs sont restés stables, à l'exception du poste de directeur des systèmes d'information dont c'est le deuxième changement ces trois dernières années.

L'équipe contrôles comprend la conformité, le contrôle interne et le contrôle des risques d'investissement. Les effectifs sont dans l'ensemble composés d'éléments expérimentés et sont indépendants des équipes d'investissement et opérationnelles. Le dispositif de contrôle interne repose en particulier sur un réseau de 23 correspondants répartis dans chaque service qui assure la remontée et le suivi du risque opérationnel. La composante de contrôle périodique est constituée par une équipe d'audit interne, dont le responsable rend compte directement à la direction générale.

La totalité des fonctions opérations est regroupée dans un groupe unique de 65 personnes qui comprend les équipes de *middle office* (organisées en traitement des flux/stocks), de *back office*, les équipes référentiels valeurs, *reporting* et performance. Sous la supervision d'un responsable recruté en 2009 qui dispose d'une expérience significative dans ce domaine, le pôle est organisé de manière efficace et les ressources adaptées au volume et à la complexité des opérations.

Dernier élément du pôle Activités Support, les services informatiques comptent 27 membres permanents, résultat d'un politique de recrutement et de réinternalisation menée ces trois dernières années. Suite à un nouveau remplacement à la tête de ce département, l'agence suivra attentivement les éventuelles modifications apportées au mode de fonctionnement de ce département.

Suivi des Risques et Contrôles

Structure de Contrôle

L'approche de gestion du risque est solidement établie dans la société, notamment grâce à l'utilisation d'outils communs de suivi des risques et à une couverture du risque rigoureuse. Groupama AM dispose de fonctions

- d'audit interne responsable du contrôle périodique,
- de contrôle interne en charge du contrôle permanent,
- de conformité
- de suivi des risques.

Chacune de ces fonctions dispose de ses propres équipes, procédures et outils. Un comité de contrôle interne trimestriel permet de débattre des questions relatives à la supervision globale du risque. De plus, un comité des risques mensuel procède à l'identification et au suivi des différents types de risques définis au sein de la

Activités support

Processus de gestion	effectifs
Contrôle interne	3
Conformité	2
Contrôle des risques	7
Audit interne	3
Correspondants CI	23
Opérations	65
Dont middle office	15
Systèmes d'information	27

Source: Groupama AM

- La culture de gestion du risque est bien établie et diffusée au sein de la société
- Dispositif de contrôle interne basé sur un réseau de correspondants internes
- L'installation prochaine d'un serveur de contraintes et la généralisation de Sophis Value doivent permettre une systématisation des contrôles pre trade et de second niveau

société (limites, liquidité, contreparties...). Fitch estime que l'ensemble de la structure permet de superviser la totalité du périmètre de la société de gestion et note que la refonte de la plateforme technologique toujours en cours constitue un enjeu majeur en termes d'efficacité et de fréquence des contrôles.

Groupama AM est réglementée par l'Autorité des marchés financiers français (AMF), et, au travers de sa maison mère, soumise aux règles Bâle II et à la supervision de la Commission bancaire et de l'audit de la banque. La société de gestion s'est également engagée dans un processus de certification SAS 70 de type I des procédures de contrôle interne pour les fonctions de valorisateur, de traitement des ordres et de tenue de position de gestion depuis 2004.

Suivi des Risques Opérationnels

Le programme de travail du contrôle interne est largement guidé par les recommandations exprimées par l'audit interne. Groupama AM dispose d'une documentation de suivi des risques complète, accessible via l'intranet et largement diffusée : procédures détaillées, indicateurs de contrôle, charte de contrôle interne, inventaire des processus et cartographie des risques. Cette documentation est régulièrement mise à jour en fonction de l'évolution du dispositif opérationnel. La cartographie des risques est notamment en cours de réécriture, mission pour laquelle Groupama AM a fait appel à un prestataire externe. Le pilotage du risque est généralement effectué de manière rigoureuse et Fitch considère que l'existence d'un réseau de correspondants pour le contrôle interne (CCI), constitué d'opérationnels impliqués dans l'identification des risques et la remontée de l'information, est un élément important et différenciant du dispositif global.

Groupama Banque reste le principal conservateur de la société de gestion. Un comité mensuel continue de piloter étroitement la qualité des relations avec ce dépositaire principal. Les relations avec les dépositaires et valorisateurs externes font également l'objet d'un suivi attentif. Enfin, le compte erreur ne laisse apparaître aucun montant significatif lors de ces trois dernières années.

Contrôles et Conformité

Les problématiques d'éthique et de conflits d'intérêts sont largement diffusées auprès de l'ensemble des collaborateurs et bien maîtrisées.

La surveillance du cadre de gestion est effectuée par l'équipe de contrôle des risques. L'ensemble des contraintes de gestion des fonds et mandats est codé dans l'outil de *back office* Omega FA, qui assure les contrôles ex post, alors qu'un outil interne est utilisé pour certains mandats consolidés. Les contrôles relatifs au respect des contraintes d'investissement, qu'elles soient réglementaires, contractuelles ou internes, sont effectués uniquement après exécution. Les contrôles pré-exécution restent limités (montants, ventes à découvert) et effectués dans les carnets d'ordres. Un projet de mise en place d'un serveur de contraintes démarrera au deuxième semestre 2010 et permettra de systématiser les contrôles pre- et post-exécution de manière efficace et de fournir de meilleures capacités de *reporting/communication*. Le taux de rotation des portefeuilles et les transactions entre ceux-ci sont surveillés par le contrôle interne.

Le suivi des contreparties et intermédiaires de marché est assuré par la table de négociation et bénéficie d'un comité de sélection dédié et de contrôles de second niveau effectués par le contrôle interne. Le suivi de la bonne exécution se fait au moyen de l'outil ITG-TCA sur les actions. En ce qui concerne les taux, les conditions d'exécution sont renseignées dans Value mais le suivi de la meilleure exécution nécessite encore des développements afin de le rendre systématique. Deux accords de commissions de courtage partagées ont été mis en place avec des *brokers* d'exécution, permettant ainsi d'afficher la répartition des coûts entre exécution et recherche. Fitch note enfin que la mise en place d'une table de négociation a entraîné celle de commissions de mouvements, contrôlées au niveau du contrôle

interne. L'agence suivra donc attentivement l'ensemble des contrôles de second niveau réalisés et le niveau de transparence offert par le nouveau dispositif.

La contre-valorisation des instruments financiers est réalisée par l'équipe de contrôle des risques en collaboration avec l'ingénierie financière et formalisée lors d'un comité de valorisation. Les actifs concernés sont, notamment, les produits « complexes » (CDS, produits structurés...) dont le nombre reste toutefois très réduit. Fitch observe l'attention portée aux problématiques de valorisation des titres à taux variables et des produits structurés (Numerix pour les produits de taux et Reech pour les produits actions), notamment dans le cadre de gestion sous contrainte de passif de mandats assuranciers provenant de filiales à l'étranger.

Suivi des Risques d'Investissement

Risque de marché

Fitch souligne à nouveau l'utilisation d'un langage commun de mesure du risque de marché dans toute la société de gestion, facilitant ainsi l'appropriation des outils par les gérants et l'homogénéité de l'environnement de mesure du risque. Les risques d'investissement font l'objet d'un suivi adapté, notamment à travers l'utilisation historique de l'outil APT qui fournit des indicateurs de risque ex ante (beta, VaR, attribution de *Tracking Error*...) sur les portefeuilles actions. Cependant, l'outil UBS Delta supplante progressivement l'utilisation d'APT sur les portefeuilles de taux. L'outil d'UBS doit permettre une décomposition plus fine des facteurs de risque obligataire et, à terme, fournir une décomposition de VaR sur l'ensemble des gestions obligataire et absolue. APT et UBS Delta sont accessibles directement par les gérants sur la base des positions mises à jour quotidiennement. En ce qui concerne le suivi des portefeuilles, l'outil interne Alpha, dont les fonctionnalités sont propres à chaque équipe de gestion, permet aux gérants de portefeuilles de disposer de données basiques d'allocation ou de sensibilité aux facteurs de marché.

Risque de liquidité

Les contraintes de liquidité des portefeuilles sont prises en compte dans les contrôles de premier niveau et sont partie intégrante des critères d'investissement. Les contrôles de second niveau sont effectués à partir d'un modèle interne régulièrement enrichi (par exemple, récemment sur les titres obligataires à partir des prix et fourchettes contribués). Groupama AM n'est pas exposée de manière structurelle à des problématiques de liquidité des investissements en raison, d'une part, de son positionnement produits (peu de petites capitalisations sur les actions, investissement obligataire limité à la catégorie *investment grade*) et, d'autre part, de la proportion très importante de mandats et fonds dédiés dans le total des actifs gérés (risque de passif).

Risque de contrepartie

L'encadrement des risques émetteurs et de contrepartie est assuré lors du comité monétaire trimestriel. Des autorisations et limites d'engagement sont définies ou ajustées, permettant un suivi approfondi de l'exposition globale à chaque signature. Très peu d'instruments de gré à gré sont utilisés, limitant le risque de contrepartie dans ce domaine. Un module d'agrégation du risque émetteur est en cours de développement au sein de l'outil Value.

Gestion de Portefeuille

Groupama AM affiche des expertises historiques basées sur un mode de gestion fondamentale appliqué à des classes d'actifs traditionnelles (obligataire, monétaire, actions) en cohérence avec son appartenance à un groupe d'assurance. La société couvre aujourd'hui en grande majorité des classes d'actifs liquides et a entrepris de diversifier l'étendue des stratégies proposées avec la mise en place d'une gamme à objectif de performance absolue, conservant toutefois une approche prudente au sein de portefeuilles gérés avec un faible niveau de risque. Ce choix de rendre plus visibles les compétences de la société en matière de gestion décorrélée constitue

- Mesure du risque d'investissement basée sur APT (actions), UBS Delta (taux), complétée par des outils internes (crédit, liquidité)

- Bonne coordination et adhésion des différentes équipes de gestion à l'approche globale de la société qui repose sur l'apport transversal important d'une équipe d'études économiques et de l'équipe de recherche actions/crédit
- En plus du changement à la direction des gestions, les changements organisationnels opérés en 2009 ont notamment conduit au regroupement des gestions absolues dans un pôle unique multi expertises dont le développement constitue un enjeu important
- Une table de négociation (6 traders) centralise l'ensemble des passages d'ordres depuis fin 2009

une étape importante dans son développement. Après avoir acquis un historique solide en matière de gestion de portefeuilles obligataires directionnels et montré sa capacité à mettre en place une gestion active de l'exposition de ses portefeuilles actions, Groupama AM va être amené à mettre en évidence un savoir faire en matière de stratégies d'arbitrages ou *relative value*. Le deuxième enjeu majeur identifié par Fitch dans le cadre du développement d'une offre non *benchmarkée* est la mise en avant d'une offre de produits multi actifs avec de fortes marges d'allocation, capacité que la société n'a vraiment développé à ce jour qu'au sein de sa filiale de multigestion.

Le changement de directeur des gestions courant 2009 s'est déroulé dans un contexte de grande stabilité des équipes, les responsabilités ayant simplement été redéfinies et n'ayant entraîné aucun départ. L'ensemble des gestions de taux a été regroupé et l'autre modification majeure apportée au dispositif est la constitution d'un pôle de gestion actif-passif pour la gestion de mandats assuranciers utilisant taux et actions. Ce savoir faire était déjà présent au sein de chaque pôle de gestion. Alors qu'un directeur des gestions fondamentales est également en charge des relations groupe, le pôle de gestions absolues est sous la responsabilité directe du directeur des gestions ; Fitch suivra les modifications éventuelles de cette partie de l'organigramme.

L'ensemble des équipes de gestion s'appuie sur des ressources d'analyse et de recherche communes, dont les contributions sont formalisées lors des Comités de Gestion Actions, Obligations et Diversifiée. En amont, l'équipe d'analyse économique assistée d'un conseiller extérieur, fournit ses prévisions sur les grands indicateurs macroéconomiques avec une vue à long terme des cycles économiques. Fitch considère ce socle commun d'analyse comme un élément structurant pour l'ensemble des processus de gestion. Le département Analyse Financière et Extra-Financière exprime des recommandations sectorielles et *bottom-up* par la rédaction de fiches d'analyse approfondies et pertinentes couvrant les aspects actions, crédit et ESG (Environnement, Social et Gouvernance) des sociétés. Groupama AM s'appuie largement sur une approche ISR transversale, formalisée lors d'un comité, en complément de l'analyse fondamentale. Enfin, le département d'ingénierie financière fournit un certain nombre d'outils quantitatifs (par exemple, l'outil interne de *scoring* de marché GamaQTIV).

Processus taux et monétaire

La gestion des produits de taux est désormais regroupée au sein d'un pôle unique et inclut les gestions directionnelles, *aggregate*, indexée et crédit. L'ensemble de ces gestions s'appuie toutefois sur une source unique d'apports analytiques. Le Comité de Gestion Obligataire mensuel synthétise les contributions des équipes de recherche économique, d'ingénierie financière et des gérants concernant la gestion monétaire, directionnelle, crédit et inflation.

Le processus de gestion directionnelle repose sur des moteurs de performance classiques : indicateurs macroéconomiques, *scorings* quantitatifs d'analyse de *spreads* relatifs (maturités, pays). Fitch relève l'utilisation désormais systématique d'indicateurs quantitatifs dans le processus de décision, illustrant ainsi la démarche globale d'enrichissement des sources de valeur ajoutée et de budgétisation du risque au sein des processus d'investissement. Sur le périmètre obligataire, la société a fait le choix de remplacer APT par UBS Delta, mieux à même de capturer les risques obligataires. Le segment crédit couvre les obligations *investment grade* selon un processus qui suit une approche fondamentale. Les dérivés de crédit (CDS) ne sont que très peu utilisés au sein des stratégies directionnelles. De la même manière que pour le processus directionnel, des indicateurs issus d'un modèle quantitatif servent à la formulation de recommandations lors des différents comités de gestion (crédit, secteurs, valeurs). Le recours aux fonctionnalités des outils Statpro FI et bientôt UBS Delta est devenu de plus en plus systématique.

Le périmètre de la gestion monétaire couvre à la fois la gestion de fonds de trésorerie réguliers gérés de manière prudente et l'activité de CTT (cession temporaire de titres). Le comité monétaire trimestriel a pour fonction de définir et contrôler les limites d'engagement sur chaque émetteur. Les risques de crédit et de contrepartie sont ainsi bien appréhendés, ce qui participe au fonctionnement d'un processus de gestion bien structuré. La gestion des portefeuilles bénéficie également des apports des comités directionnel et crédit. Statpro FI est utilisé par les gestions afin de quantifier les sources de performance des portefeuilles par rapport à l'EONIA. L'activité de CTT concerne des titres figurant dans les portefeuilles détenus par des compagnies d'assurance du groupe, c'est-à-dire des obligations gouvernementales et, de manière plus limitée, des actions. Le placement des collatéraux est effectué au travers de deux véhicules monétaires dédiés.

Processus actions

Fort d'un historique relativement long, le processus de gestion actions est basé sur la sélection de valeurs fondamentales selon un style GARP (*Growth At a Reasonable Price*). Les différentes contributions sont formalisées lors des comités Actions, Secteurs et Valeurs qui visent à déterminer des visions à la fois stratégiques et tactiques. En plus des apports des équipes de recherche à chaque niveau de décision, la gestion des portefeuilles repose sur une vision *top-down* qui conduit à une gestion revendiquée de l'exposition au marché (beta). Dans ce cadre commun, les gérants sont autonomes et responsables du choix des valeurs et du calendrier des investissements.

Le processus actions internationales est géré de Paris et s'appuie sur des partenariats noués avec Nomura AM pour les actions japonaises et asiatiques et Northern Trust GI pour les actions américaines. Ces derniers fournissent l'accès à leur recherche fondamentale et des portefeuilles modèles, la sélection de titres et la construction des portefeuilles restant la prérogative des gérants de Groupama AM. Les portefeuilles globaux sont gérés en commun avec les gérants actions Europe, l'approche pouvant toutefois être davantage formalisée pour en faire un processus de gestion à part entière.

Processus diversifié et *total return*

La gestion diversifiée *benchmarkée* se concentre sur l'allocation d'actifs selon une approche traditionnelle et repose sur un processus *top-down* consensuel, à faible risque actif, la gestion des poches actions et obligations étant déléguée aux gérants spécialisés qui investissent dans des titres en direct ou bien dans des fonds maison. Les comités d'allocation sont mensuels et déterminent les allocations cibles des portefeuilles modèles. L'optimisation des budgets de risque est réalisée via APT. L'agence relève que les produits dérivés sont utilisés de manière croissante : des *futures*, mais aussi des options dans le cadre de ventes de *puts*. Les classes d'actifs dites de diversification ne sont employées que de manière marginale.

Un nouveau comité hebdomadaire réunit les gestions diversifiée et *total return*. Cette dernière regroupe désormais l'ensemble des produits à objectif de performance absolue, auparavant logés au sein de chaque processus. Ce pôle regroupe des produits de type *relative value* à faible risque sur les devises, le marché obligataire et les actions. La gestion d'actions *small caps* et d'obligations convertibles sont également situées dans ce pôle. Comme mentionné plus haut, Fitch note la possibilité d'apports analytiques plus nombreux pour ces stratégies d'arbitrage. En l'absence de produit de performance absolue diversifié et plus directionnel, Groupama AM utilise peu ce qui constitue une des forces de la structure, à savoir son processus *top down*.

Transactions

Alors que, historiquement, les gérants de portefeuilles étaient en charge de l'exécution des ordres, Groupama AM a choisi de mettre en place une table de

négociation en 2009. La totalité des ordres actions, taux et dérivés listés passe aujourd'hui par cette table. Les prêts de titres, TCN, contrats sur devises, ou encore les CFD sont traités directement par les gérants et n'ont pas vocation à être transférés à la table. Les négociateurs utilisent l'outil Trademart sur les actions et l'outil Value sur les taux, dans ce cas interfacé avec des plateformes de négociation électroniques (Tradeweb, Bondvision, Market Access). Fitch remarque le bon fonctionnement de la plateforme de négociation, ainsi que la meilleure efficacité du dispositif qui permet aux gérants de se concentrer sur les choix d'investissement et la construction de portefeuilles.

Administration des Investissements

Communication et Reporting

La société de gestion dispose d'une réputation solide dans le monde de la gestion institutionnelle, en partie grâce à la transparence et la proactivité dont elle fait preuve auprès des investisseurs. Groupama AM publie également régulièrement des études macroéconomiques. Le site internet offre depuis 2009 l'accès à une information pertinente et complète sur l'ensemble de sa gamme de fonds et sur la vision de marché de la société.

- Les opérations sont traitées de manière satisfaisante, avec un potentiel d'amélioration du degré d'automatisation et de sécurité dépendant du déploiement total de Sophis Value
- La refonte du processus de production des *reportings* est en cours

Les *reportings* des fonds ouverts paraissent raisonnablement complets, sans être excessivement détaillés, fournissant des informations et des indicateurs sur les performances passées, les risques ex post et des répartitions d'actifs cohérentes avec les stratégies d'investissement employées. Les *reportings* dédiés offrent un niveau de détail supérieur avec l'analyse de l'exposition des portefeuilles, du secteur ou des principales pondérations ainsi que les explications des décisions d'investissement au travers de contributions et d'attributions de performance. L'utilisation généralisée de Statpro pour l'attribution des produits de taux offre une décomposition cohérente de la performance relative des portefeuilles (portage, courbe, *spread*) et garantit un niveau satisfaisant de flexibilité et d'automatisation dans la production des analyses. Groupama AM est certifiée conforme aux normes GIPS (*Global Investment Performance Standards*) dont les composites ont été mis à jour en 2009. Parallèlement à l'amélioration du référentiel valeurs, la refonte du contenu et du mode de production des *reportings* est un projet important pour l'année en cours.

Opérations

Groupama AM possède une grande expérience de la gestion sous mandat et de la gestion de produits pour le compte d'investisseurs institutionnels de par son appartenance à une compagnie d'assurance. Les nombreuses opérations de croissance externe réalisées par sa maison mère ces dernières années ont incité la société de gestion à développer ses compétences en matière de reprise de mandats assuranciers avec les contraintes juridiques et comptables qui leur sont liées (voir section « Equipes » : équipe de gestion actif-passif).

Le *middle office* assure les réconciliations avec les contreparties de marché via l'outil CTM Omgeo, gère la transmission des ordres vers le dépositaire et l'outil de valorisation et, enfin, a la responsabilité du placement de la trésorerie résiduelle dans les fonds maison. Le STP (*Straight Through Processing*) est aujourd'hui largement automatisé et assure une sécurité et une efficacité en rapport avec le type de produits traités. Historiquement, Groupama AM traite peu d'instruments de gré à gré. Les principales réalisations de 2009 ont concerné la mise en place de Value et la table de négociation aussi bien au niveau du traitement des flux que des positions.

Groupama AM utilise les services de Proxinvest pour l'exercice des droits de vote attachés aux actions françaises et ceux de Broadridge à l'étranger. Pour la France, la politique de vote, encadrée par la Conformité, est active, en cohérence avec l'attention portée à la notion de gouvernance dans les choix d'investissements.

La valorisation de la totalité des portefeuilles est effectuée en interne, avec l'application Omega Fund Administration qui offre des fonctionnalités de calcul de valeur liquidative et de rapprochement avec les dépositaires satisfaisantes, ce dernier point pouvant encore gagner en automatisation.

Technologie

Front Office

L'outil propriétaire de suivi de portefeuille (Alpha) permet, pour chaque processus de gestion, de voir le détail des portefeuilles, leur décomposition par rapport à leurs benchmarks ainsi que d'autres indicateurs de base à partir d'une position temps réel. L'outil affiche une réactivité relativement satisfaisante, mais reste assez peu flexible et relativement limité en capacité de contrôle de premier niveau. Des applicatifs spécifiques ont été développés pour le suivi des fonds à performance absolue. En matière de passage d'ordres, la mise en place de Sophis Value est achevée sur la totalité des portefeuilles de taux, alors que les portefeuilles actions sont toujours traités par l'application propriétaire Valmob, sans qu'une échéance de bascule sur Value soit arrêtée. Fitch souligne l'enjeu important que constitue l'achèvement du projet Sophis Value, que ce soit en termes de flexibilité, d'efficacité du traitement des opérations (interfaçage avec la table de négociation) ou d'adaptabilité (nouveaux instruments ou fonds). Un nouvel outil de gestion de carnet d'ordre au niveau de la table de négociation ainsi qu'un serveur de contrainte sont à l'étude pour un déploiement fin 2010.

Middle-Back Office

Le traitement des flux est aujourd'hui assuré par Value sur les produits de taux et Valmob sur la partie actions. Les deux outils coexistent donc, Value étant amené à devenir l'outil central de tenue de position, stockage des données et transmission/rapprochements avec les valorisateurs et dépositaires. Value est interfacé avec Omgeo CTM qui réalise de façon automatisée le rapprochement des *brokers* avec la quasi totalité des contreparties. La communication avec les dépositaires interne et externes est assurée via des protocoles Swift, à l'exception de Groupama Banque, pour des raisons qui lui sont propres mais en cours d'évolution. Pour l'administration des fonds, Omega FA apporte un degré de sécurité et d'automatisation satisfaisant et couvre aujourd'hui la totalité des fonds et mandats.

Gestion des Données

Le projet de mise en place d'un référentiel valeurs unique est toujours en cours, l'accent ayant été mis jusqu'ici sur l'amélioration de la collecte et de l'alimentation des données de marché. L'outil Key Data a été choisi pour devenir le référentiel maître, dont la maintenance et l'enrichissement seront assurés par l'équipe dédiée.

Intégration

La chaîne de transmission des ordres est correctement intégrée et des interfaces existent entre Value et l'ensemble de la plateforme. L'outil CTM Omgeo et le protocole Swift assurent un bon interfaçage avec le monde extérieur. Dans l'ensemble, la plateforme technologique souffre encore aujourd'hui d'une fragmentation des applicatifs et d'un recours fréquent à des développements de modules palliatifs. Fitch estime que le déploiement complet des fonctionnalités de base de Sophis Value, parallèlement à la mise en place d'un référentiel maître et d'outils de rapprochement intégrés, offrira un meilleur niveau d'intégration de l'ensemble de la chaîne STP et facilitera l'accès aux données.

Sécurité informatique

Groupama AM dispose d'un plan de continuité d'activité opérationnel et de qualité, testé régulièrement. L'arrivée d'un Responsable de la Sécurité des Systèmes d'Information permet d'assurer une supervision efficace des développements et des

- Suite à l'arrivée d'un nouveau responsable des systèmes d'information début 2010, l'enjeu principal pour la société sera d'accélérer la refonte de sa plateforme technologique autour de Sophis Value et Omega FA

accès. Enfin, Fitch note la présence d'un support informatique de proximité au sein des gestions ; le fonctionnement de ce dispositif pourrait toutefois être modifié dans les mois à venir.

Principaux composants de la plateforme technologique

Alpha	Analyse de portefeuille front office
Gamaqativ	Indicateurs quantitatifs front office
Value	Tenue de position - Middle Office (obligations)
Valmob	Tenue de position - Middle Office (actions)
Trading Screen/ITG	Négociation
TCA	Reporting best execution
Bondvision/Tradeweb/Tradingscreen	Négociation obligations
APT	Risque actions
UBS Delta	Risque obligataire
Oasys CTM	Rapprochements brokers
Omega FA	Valorisation fonds
Squale	Valorisation mandats
Numerix/Reech	Pricing produits structures (obligations/actions)
Statpro	Attribution de performance

Source: Groupama AM

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 © 2010 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.