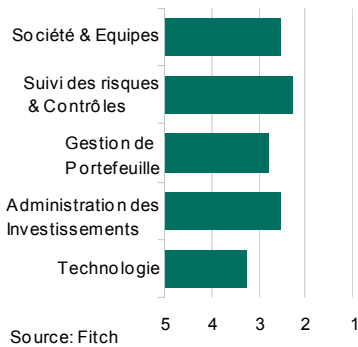


Notation Asset Manager



Rating Criteria



'M2' - Strong

Les sociétés de gestion notées dans cette catégorie ont des scores élevés dans la plupart des domaines d'évaluation. Elles sont en général stables, bien capitalisées et bénéficient d'un bon historique de rentabilité. Les entreprises figurant à ce niveau de note sont dirigées par des équipes très expérimentées et établies, elles-mêmes entourées d'équipes de gestion, de middle et de back-office expérimentées. L'infrastructure organisationnelle comprend d'importants moyens de risk management et de contrôle interne, qui sont intégrées dans les processus de gestion quotidiens. Les processus de gestion sont stables et cohérents. Ils bénéficient d'une recherche et d'un suivi fréquents, formant un cadre discipliné gouvernant les décisions de gestion. A ce niveau de note, les sociétés de gestion possèdent de très bonnes capacités en termes d'administration des portefeuilles, telles que reflétées par le niveau des services offerts et par la qualité du reporting investisseurs. Tous les processus clés sont soutenus par des ressources technologiques intégrées, complétées par des outils analytiques et d'aide à la décision de qualité.

Analysts

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

Résumé

- Fitch Ratings a relevé de 'M3' à 'M2-' (« M2 moins »)- Strong la note Asset Manager attribuée à Groupama Asset Management. 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.
- Cette décision souligne le renforcement ciblé des moyens de gestion (gérants, ingénieurs financiers), les progrès réalisés sur la plate-forme opérationnelle au travers de différents outils et l'extension du dispositif de gestion des risques tant opérationnels que d'investissement. Le relèvement de la note prend également en compte la grande stabilité de l'organisation et une stratégie de développement prudente de l'offre de gestion, qui explique en partie l'impact relativement modéré de la crise actuelle.
- Cette note reflète par ailleurs la solidité financière de l'actionnaire historique, Groupama SA, le développement maîtrisé de la gamme de produits, assez traditionnels, ainsi que la qualité des équipes et des processus de gestion. La note valorise toujours un suivi étroit du risque d'investissement, un cadre de contrôle rigoureux et une utilisation appropriée d'outils qui permettent une administration des investissements satisfaisante. Fitch constate encore un fort potentiel de rationalisation de l'architecture informatique et un besoin de renforcement des outils de *front office*. Dans ce contexte, la refonte totale de la plate-forme technologique, qui a débuté en 2007 et inclut la mise en place de l'outil Sophis Value, constitue un enjeu majeur en termes de flexibilité, de sécurité et d'efficacité face à la complexité croissante des marchés de capitaux. Fitch suivra très attentivement l'évolution de ce projet au cours des prochains mois. La note intègre enfin le potentiel de renforcement des apports *top-down* et *bottom-up* pour la gestion obligataire, et plus généralement, la relative étroitesse de la gamme des instruments et des stratégies employées au sein des processus existants.
- Dans un environnement difficile pour les sociétés de gestion, Groupama AM a terminé l'année 2007 avec des encours sous gestion équivalents à ceux de l'année précédente (à périmètre constant), l'effet performance et marchés (+0,9 Mio EUR) compensant largement une légère décollecte (-0,4 Mio EUR). La société de gestion a pu compter sur un actionnaire historique qui lui apporte une clientèle solide, ainsi que sur des effectifs stables, renforcés de façon régulière et cohérente. Le changement de CIO (Chief Investment Officer) intervenu fin 2006 n'a pas entraîné de changement dans les équipes ou les processus de gestion. Par ailleurs, le suivi des risques d'investissement est rigoureux, assuré par une organisation adaptée et des outils utilisés de manière pertinente, dans un contexte de relative simplicité des stratégies d'investissement. La culture de gestion du risque est bien établie et la supervision globale, si elle doit encore gagner en formalisation, s'est déjà améliorée. Enfin, le niveau global d'automatisation des opérations est aujourd'hui satisfaisant grâce au déploiement de nouveaux outils dans les équipes de *middle* et de *back office*.
- Issue en 1999 de la fusion entre les entités de gestion de GAN et Groupama, Groupama AM est détenue en totalité par Banque Finama, elle-même détenue à 100% par Groupama SA et les compagnies d'assurance de GAN. Groupama AM fait partie des dix premières sociétés de gestion françaises avec 87,9 Mrd EUR sous gestion à fin décembre 2007. La société peut s'appuyer sur une base d'investisseurs solide, le Groupe représentant encore 85% des encours, le solde provenant d'institutionnels externes. La gamme de produits comporte des savoir-faire bien maîtrisés (actions européennes, taux et obligations *investment grade*, *aggregate* et monétaire) alors que les actions asiatiques et américaines sont gérées à travers des partenariats établis respectivement avec Nomura AM et Northern Trust GI.

Profil de l'organisation

Groupama Asset Management

Issue en 1999 de la fusion entre les entités de gestion de GAN et Groupama, Groupama AM est détenue en totalité par Banque Finama, elle-même détenue à 100% par Groupama SA et les compagnies d'assurance de GAN. Groupama AM fait partie des dix premières sociétés de gestion françaises avec 87,9 Mrd EUR sous gestion à fin décembre 2007. La société peut s'appuyer sur une base d'investisseurs solide, le Groupe représentant encore 85% des encours, le solde provenant d'institutionnels externes.

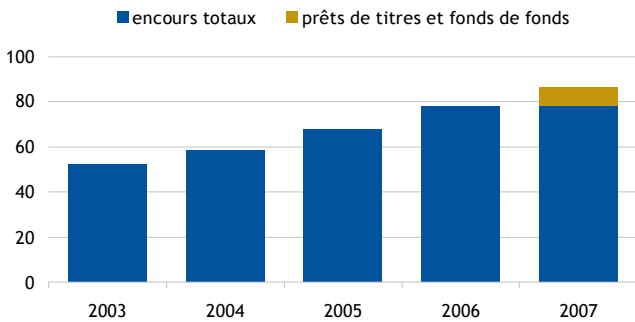
La gamme de produits comporte des savoir-faire bien maîtrisés: actions européennes, obligations *investment grade*, *aggregate* et du monétaire. Les actions asiatiques et américaines sont gérées à travers des partenariats établis respectivement avec Nomura AM et Northern Trust GI. Cette notation ne couvre pas les activités de Multigestion alternative et traditionnelle logées au sein de Groupama Fund Pickers depuis le 1^{er} janvier 2008.

| | | | |
|----------------------------------|--|-----------------------------|---|
| Address | Groupama Asset Management 58 bis rue La Boétie 75008 Paris | Actionnariat | Banque Finama |
| Contacts | Eglantine Waché | CEO | Francis Ailhaud |
| Site web | www.groupama-am.fr | Global CIO | Roland Lescure |
| Type d'organisation | Société de Gestion | Local CIOs/resp. de gestion | R. Boscher, C. Chavés de Oliveira, P. H. Burlisson, C. Bourgeois, D. Breton, G. Mallejac, J-L. Autant |
| Création | 1993 | Nombre de gérants | 35 |
| Domiciliation | France | Nombre de salariés | 228 |
| Réglementations, enregistrements | Paris | | |

Actifs sous gestion

Croissance des encours

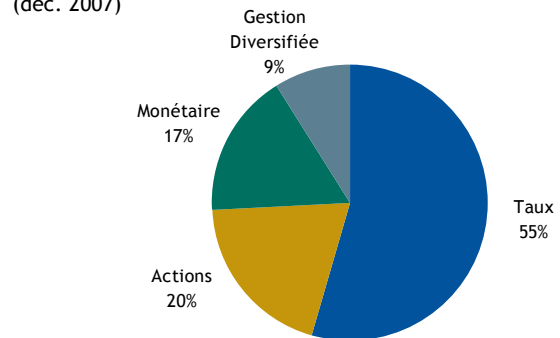
(Mds EUR à fin déc 2007)



Source: Groupama AM

Répartition des encours par classe d'actif

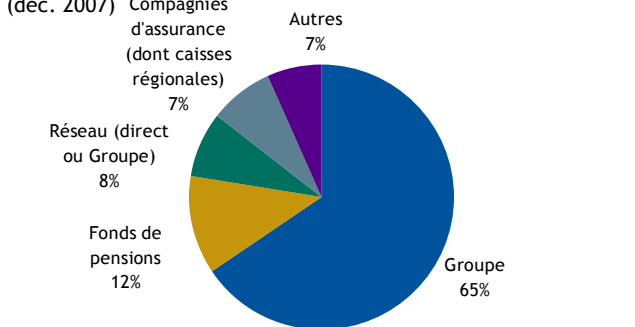
(déc. 2007)



Source: Groupama AM

Répartition des encours par type de clientèle

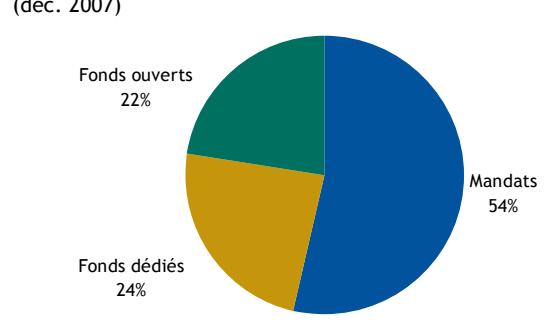
(déc. 2007)



Source: Groupama AM

Répartition des encours par type de produit

(déc. 2007)



Source: Groupama AM

Groupama Asset Management

Note

Eléments clés

M2-

Points forts

- Actionnaire de longue date, engagé dans les activités de gestion d'actifs et garantissant une solide assise financière
- Stabilité de la gamme de produits centrée sur des savoir-faire historiques
- Grande stabilité et longue expérience des équipes et des processus d'investissement
- Large accès aux indicateurs de performance et de risque, solide environnement de gestion du risque d'investissement

Enjeux

- Reconstruction et harmonisation en cours du système d'information avec la mise en place de Sophis Value (Front et middle office)
- Apports top-down et bottom-up pour la gestion obligataire
- Capacité à élargir la gamme des instruments et des stratégies employées au sein des processus existants

Score

Société & Equipes

2.50

- Actionnaire de longue date 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 moyenne (88 Mrd EUR sous gestion) avec une gamme de produits traditionnelle (actions européennes, obligations, aggregate, monétaire)
- Pas d'activité de marchés de l'actionnaire, deux membres indépendants au Conseil d'Administration
- Changement de CIO sans impact sur la stabilité des équipes d'investissement (39 personnes) qui ont été renforcées de manière cohérente et régulière
- Renforcement des équipes d'audit et de contrôle interne (passées de 3 à 6 personnes en 2007)
- Nouveau responsable informatique et volonté d'équilibrer la proportion d'éléments internes/externes au sein des équipes

Suivi des Risques & Contrôles

2.25

- Culture de gestion du risque bien établie, comités d'audit et de contrôle interne assurant une supervision régulière
- Cartographie des risques très précise entreprise en 2007 par l'audit interne, documentation des procédures en cours d'amélioration
- Potentiel pour des contrôles de 1er et 2ème niveau plus systématiques et exhaustifs, pour partie en raison de la refonte des outils front et middle office à venir en 2008
- Suivi rigoureux du risque d'investissement avec des outils de mesure appropriés (notamment APT pour la budgétisation du risque)
- Contrôle approfondi des risques de liquidité et de crédit

Gestion de Portefeuille

2.75

- Gestion actions européennes extrêmement stable avec des processus core, active et long/short, gestion active du beta
- Gestion obligataire traditionnelle, comprenant les obligations internationales et les devises, avec un potentiel d'utilisation accrue des outils quantitatifs à disposition et en cours de développement
- Gestion crédit long only, investment grade, fondamentale (utilisation encore marginale de dérivés de crédit)
- Partenariats avec Nomura pour les actions japonaises et Northern Trust pour les actions américaines, qui fournissent une recherche buy-side locale
- Gestion diversifiée traditionnelle et processus top-down, consensuel, à risque actif modéré
- Mise en avant des meilleures idées de l'équipe de recherche actions/crédit (10 analystes) dans un cadre « relative value » depuis 2007
- Lancement d'une activité de cession temporaire de titres au sein de l'équipe monétaire, se limitant pour l'instant aux portefeuilles obligataires détenus par les compagnies d'assurance du groupe
- Mesure pertinente de la valeur ajoutée dans les équipes de gestion à l'aide d'indicateurs quantitatifs (budgétisation du risque, attributions de performances et de risque)
- Passage d'ordre à la voix (sauf emprunts d'Etat)
- Développement prudent d'expertises satellites au sein de chaque process en complément d'une gamme plutôt traditionnelle

Administration des Investissements

2.50

- Reportings de bonne qualité fournissant une image complète et fidèle de la composition des portefeuilles, la mise en place de Statpro FI devant encore être systématisée pour l'attribution obligataire
- Capacité à produire des reportings sur mesure et à fournir des données ex ante and ex post pertinentes
- Mise en place d'un STP sur les obligations (Omega PM) et CDS (Value), incluant la réconciliation brokers (CTM)
- Plusieurs développements informatiques (passage d'ordres sur les taux, CTM, Omega FA) permettant une plus grande automatisation des opérations

Technologie

3.25

- Fonctionnalités peu nombreuses et flexibilité moyenne des outils de front office (passage d'ordres et suivi des portefeuilles)
 - Amélioration des outils Middle et Back office avec Oasys CTM et Omega FA
 - Faible niveau global d'intégration, refonte en cours visant une architecture axée autour de Sophis Value et Omega FA
 - Niveau de sécurité de l'architecture actuelle satisfaisant
-

Société et Equipe

Solidité financière

Fondée en 1993, Groupama AM est l'entité de gestion d'actifs de Groupama SA, première mutuelle d'assurance et troisième assureur généraliste français. Le Groupe dispose de réseaux de distribution denses et complémentaires sur tout le territoire français avec les caisses régionales Groupama et les agents de Gan. Résultat de la fusion, en 1999, des activités de gestion de Groupama et du Gan, Groupama AM se positionne aujourd'hui à la 6^{ème} place parmi les sociétés de gestion françaises, avec 87,9 Mrd EUR d'encours sous gestion et bénéficie de l'engagement et du soutien financier de son actionnaire.

Le niveau de rentabilité de Groupama AM sur 2007 apparaît raisonnable bien que peu élevé. Il s'inscrit en baisse par rapport à l'année précédente, le coefficient d'exploitation passant de 61 à 68% en raison d'une augmentation des charges d'exploitation deux fois plus forte que celle des revenus. La baisse de la marge opérationnelle sur encours en-dessous de 5pb ne saurait toutefois constituer une tendance négative étant donné l'historique de la société et les investissements non récurrents réalisés en 2007. Les sources de revenus sont extrêmement stables, assurées largement par la clientèle issue du groupe. De plus, le positionnement « produits » ne crée aucune dépendance aux commissions de gestion liées à la performance.

Expérience et historique

Groupama AM est une société de gestion de taille moyenne, avec une gamme de produits très traditionnelle. Les gestions historiques couvrent les actions qui représentent 20% des encours avec une expertise sur les marchés européens, les obligations avec des stratégies d'investissement concentrées sur les catégories taux et *investment grade* suivant une approche fondamentale et, enfin, la gestion monétaire, qui inclut l'activité de cession temporaire de titres lancée en 2007. Une réflexion menée depuis plusieurs années a conduit Groupama AM à développer des gestions « satellites » à partir d'expertises existantes et déclinées dans chaque classe d'actifs. Ces développements s'effectuent de manière prudente et contrôlée et devraient permettre à la société d'élargir sa couverture de marché tout en améliorant ses marges.

Dans un environnement difficile pour les sociétés de gestion, Groupama AM a terminé l'année 2007 avec des encours sous gestion équivalents à ceux de l'année précédente (à périmètre constant), l'effet performance et marchés (+0,9 Mio EUR) compensant largement une légère décollecte (-0.4 Mio EUR). Les actifs sous gestion ont surtout bénéficié de la collecte au sein des fonds de fonds investissant dans des produits internes (3,6 Mrd EUR) et le prêt de titres portant sur des emprunts d'Etat détenus dans des portefeuilles gérés pour le compte des compagnies d'assurance du groupe¹ (4,8 Mrd EUR).

La part de la clientèle membre du groupe (dont les caisses régionales) reste importante et représente 85% des actifs gérés. Néanmoins, les efforts commerciaux se poursuivent afin d'attirer d'autres institutionnels français, mais également étrangers, puisqu'après l'Italie, des développements en Espagne sont à venir par une participation plus régulière aux appels d'offre ou via des partenariats de distribution.

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. Des pratiques de gouvernance et des procédures de contrôles ont été mises en place, couvrant de façon adéquate les risques de conflits d'intérêts

¹ Les liquidités générées par les cessions temporaires sont en effet investies pour une partie importante dans les fonds monétaires réguliers de Groupama AM

potentiels sous la forme d'une fonction conformité indépendante et d'un comité d'audit.

La très grande majorité des portefeuilles gérés sont déposés auprès de la Banque Finama, 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 besoins du client. Finama n'exerce aucune activité liée aux marchés (courtage), ce qui écarte de facto tout risque de conflit d'intérêts dans ce domaine.

Equipes

L'équipe dirigeante de Groupama AM intègre autour de son Chief Executive Officer (CEO), les différents responsables de départements qui ont été partiellement renouvelés avec le recrutement externe d'un nouveau directeur des gestions (CIO) fin 2006 et d'un nouveau responsable des systèmes d'information (CTO) courant 2007. Le nouveau CIO occupait auparavant des fonctions similaires au sein d'une autre société de gestion et son action se situe dans le prolongement de l'évolution des gestions de Groupama AM. L'arrivée d'un nouveau responsable informatique coïncide avec un changement de stratégie de développement de la plate-forme informatique. Cela posé, l'ensemble de l'équipe de direction demeure stable et rassemble des éléments expérimentés, présentant une solide expérience de la gestion d'actifs.

Avec 67 professionnels de l'investissement basés à Paris, Groupama AM dispose de ressources adaptées aux besoins des processus d'investissement actuellement en place. L'arrivée du nouveau CIO n'a pas provoqué de changement notable au sein des équipes de gestion, qui ont au contraire fait l'objet de recrutements réguliers et ciblés de manière à préserver leur stabilité et leur expérience. Outre les gérants de portefeuilles, chaque pôle de gestion dispose d'une personne dédiée au *reporting* des mandats, ainsi que d'ingénieurs financiers spécialisés (deux sur les actions, et un sur les taux, un deuxième étant à venir). Les équipes d'analyse sont elles aussi raisonnablement dimensionnées, avec dix analystes pour la recherche actions-crédit (dont deux dédiés à l'analyse ISR) et trois personnes pour le département de recherche macroéconomique.

Les équipes de gestion actions européennes (neuf personnes) et internationales (quatre personnes) bénéficient de l'expérience d'un responsable disposant d'un historique consistant dans la gestion de portefeuilles d'actions européennes. L'ensemble de l'équipe est très stable et fait preuve d'une bonne adhésion à l'organisation en place. Des profils spécialisés ont été recrutés ou le seront en 2008, notamment en raison de la spécialisation des processus (ALM, *long-short*). L'organisation des équipes de gestion de taux (19 personnes) a évolué en 2007 : trois responsables ont pris la tête des pôles de gestion, dont un spécialiste de la gestion crédit arrivée en cours d'année. Les effectifs ont été renforcés par promotion interne ou bien par des recrutements ciblés, ce qui souligne la préférence donnée à la continuité des ressources humaines chez Groupama AM. La gestion diversifiée compte trois personnes dont un gérant senior.

Afin de s'adapter à la réglementation, les équipes de conformité (une personne), de contrôle interne (deux personnes) et d'audit interne (trois personnes) ont été séparées et, par la même occasion, renforcées. Le département de gestion des risques comprend huit personnes. Ces équipes sont composées d'éléments expérimentés dans leurs domaines respectifs et sont indépendantes des équipes d'investissement et opérationnelles.

Equipes de gestion de Groupama AM

| Processus de gestion | Nb gérants |
|--------------------------------------|------------|
| Actions européennes | 9 |
| Actions internationales | 4 |
| Taux directionnel & <i>aggregate</i> | 8 |
| ALM & crédit | 7 |
| Monétaire & CTT | 4 |
| Gestion diversifiée | 3 |

Source: Groupama AM

On notera également l'existence d'un réseau de correspondants pour le contrôle interne (CCI), constitué d'opérationnels impliqués dans l'identification et la documentation des risques.

Les équipes affectées aux opérations (43 personnes) ont été réparties par classes d'actifs entre actions (six personnes) et taux (onze personnes). En ce qui concerne les autres fonctions, une équipe d'analyse de performances de cinq personnes et une équipe de *reporting* de huit personnes (dont deux détachées à la gestion) sont responsables de la production de documents internes et externes. Ce dispositif sera complété en 2008 par une équipe « référentiels » composée de quatre personnes qui dépendront directement du responsable du pôle et seront responsables de la maintenance et de l'enrichissement des bases de données (voir section « Technologie »).

Le développement des activités et des relations clients est assuré par une équipe de 35 personnes qui a été largement étoffée au cours des dernières années et regroupe les commerciaux, *product managers*, le *marketing* (appels d'offre, marketing offre, veille concurrentielle, support à la vente) et le *middle office* commercial. L'équipe responsable du service clientèle est en cours de renforcement et doit participer à la mise en avant des produits lors des appels d'offres en France et à l'étranger (Italie, Espagne).

Un département informatique, composé à 80% d'éléments externes, a vu ses missions redéfinies en 2007 afin de s'adapter aux spécificités de chaque domaine de Groupama AM et son organisation a été modifiée en conséquence. Les équipes ont été redéployées et de nouvelles fonctions créées (homologation, sécurité,...), l'objectif affiché étant de rééquilibrer la proportion entre membres permanents et prestataires. La réorganisation du département s'inscrit également dans la stratégie de refonte majeure de l'architecture technologique.

Suivi des risques et contrôle

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 très rigoureuse pour les contrôles de 2^{ème} et 3^{ème} niveaux. Groupama AM dispose de fonctions d'audit interne responsable du contrôle périodique, de contrôle interne en charge du contrôle permanent, de conformité et de suivi des risques, qui possèdent chacune leurs propres équipes, procédures et outils. Un comité de contrôle interne permet de débattre des questions relatives à la supervision globale du risque. Fitch estime que l'ensemble de la structure permet de superviser efficacement la totalité de la société de gestion. Les documentations sont accessibles via l'intranet et largement diffusées.

Groupama AM est réglementée par l'Autorité des marchés financiers français (AMF), et, au travers de sa maison mère (Banque Finama), 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

Les travaux réalisés en 2007 sont importants : rédaction détaillée de procédures, de nouveaux indicateurs de contrôle, d'une charte de contrôle interne, identification exhaustive des processus (plus de 700 microprocessus identifiés) et refonte de la cartographie des risques. Ces opérations ont eu lieu sans le recours à un prestataire extérieur, soulignant un réel souhait d'appropriation du sujet. Le dispositif de pilotage du risque apparaît très rigoureux et les enjeux futurs concerneront la systématisation et l'approfondissement des contrôles effectués ainsi qu'une

meilleure formalisation des actions menées. Pour Fitch, l'existence d'un réseau de CCI mentionné plus haut est un point positif.

La Banque Finama 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.

Contrôles et conformité

Les problématiques d'éthique et de conflits d'intérêts apparaissent largement diffusées et maîtrisées par l'ensemble des collaborateurs. Les contrôles relatifs au respect des contraintes d'investissement, qu'elles soient réglementaires, contractuelles ou internes, sont efficaces et effectués uniquement en mode post exécution. La surveillance du cadre de gestion est effectuée par l'équipe de contrôle des risques. Courant 2007, l'ensemble des contraintes de gestion ont été codées dans l'outil de *back office* Omega FA, qui assure les contrôles ex post auparavant réalisés sous Statpro. L'étendue des contrôles pré-exécution reste limitée au niveau des carnets d'ordres. Le taux de rotation des portefeuilles et les transactions entre portefeuilles sont toujours surveillés par le contrôle interne. Le déploiement de la nouvelle architecture informatique autour de Sophis Value offrira aux départements de contrôle des capacités de *reporting* et de suivi largement améliorées.

En l'absence de table de négociation, la supervision des intermédiaires est assurée par la Conformité, qui réalise des contrôles simples mais systématiques de meilleure exécution et suit les volumes de commissions versées. La contre-valorisation des instruments financiers est réalisée par l'équipe de contrôle des risques en collaboration avec l'ingénierie financière, notamment pour les produits « complexes » (CDS, produits structurés,...). Fitch note l'attention portée récemment aux problématiques de valorisation des titres à taux variables (bancaires et titrisation) et des produits structurés (déploiement de l'outil Numerix).

Suivi des risques d'investissement

Les risques d'investissement font l'objet d'un suivi adapté, notamment à travers l'utilisation systématique et généralisée de l'outil APT pour les données ex ante (beta, VaR, attribution de *Tracking Error*,...). APT est accessible directement par les gérants sur la base des positions mises à jour quotidiennement. Un langage commun de risque assure l'homogénéité de l'environnement de mesure du risque. Enfin, APT est également utilisé de manière croissante à des fins de budgétisation du risque pour la gestion diversifiée, les actions et, depuis l'année dernière, pour les taux. L'outil de tenue de position Alpha permet aux gérants de portefeuilles de disposer de données d'allocation ou de sensibilité aux facteurs de marché.

Les contraintes de liquidité des portefeuilles sont prises en compte dans les contrôles de premier niveau et sont partie intégrante des critères d'investissement. Groupama AM n'est pas présente sur les segments de marché sujets à des risques d'assèchement de la liquidité (petites capitalisations, obligations à haut rendement...). Par ailleurs, l'activité de Cession Temporaire de Titres lancée opportunément au 1^{er} trimestre 2007 a permis de maintenir la liquidité des fonds monétaires devant faire face à des rachats.

L'encadrement des risques émetteurs et de contrepartie est assuré lors du comité monétaire trimestriel, dont la formalisation a été accrue récemment. Des autorisations et limites d'engagement sont définies ou ajustées, permettant un suivi approfondi de l'exposition globale à chaque signature à travers un outil dédié. Très peu d'instruments de gré à gré sont utilisés, limitant le risque de contrepartie dans ce domaine.

Gestion de portefeuille

La philosophie d'investissement et la gamme de produits sont restées stables même si des changements ont eu lieu au niveau des processus de gestion taux. Fitch constate une formalisation accrue des différents processus et une quantification plus précise des sources de valeur ajoutée qui ont pour objectifs une meilleure utilisation des budgets de risque et le développement d'approches plus opportunistes ou tactiques. Le lancement de gestions « satellites » et l'utilisation croissante d'outils tels qu'APT ou Statpro illustrent cette démarche.

Les équipes de gestion s'appuient sur des ressources communes, dont les contributions sont formalisées lors des Comités de Gestion Actions, Obligations et Diversifiée. L'équipe d'analyse économique fournit ses prévisions sur les grands indicateurs macroéconomiques avec une vue à long terme des cycles économiques. Le département d'ingénierie financière fournit un certain nombre d'outils quantitatifs (par exemple, l'outil de *scoring* actions GamaQTIV), en cours de renforcement sur la partie taux. Enfin, le département Analyse Financière et Crédit contribue à l'approche *top-down* à travers des recommandations sectorielles et *bottom-up* par la rédaction de fiches d'analyse couvrant les aspects actions, crédit et ESG (Environnement, Social et Gouvernance) des sociétés. La recherche, réalisée en interne, est approfondie et pertinente mais à fréquence relativement faible (cycle de revue de 18 mois). En complément de leurs opinions fondamentales à long terme, les analystes sont, depuis peu, encouragés à mettre en avant des recommandations plus tranchées (liste des meilleures idées), y compris à court terme.

Processus actions européennes

Forte d'un historique relativement long, la gestion dite « Active+ » est un processus basé sur la sélection de valeurs fondamentale 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 active de l'exposition au marché (beta). Dans ce cadre commun, les gérants sont autonomes et responsables du choix des valeurs et du *timing* des investissements. Un processus sous contrainte ALM (*Asset Liability Management*) a été formalisé en 2007 afin de prendre en compte les contraintes de passif des clients, en particulier les compagnies d'assurance du Groupe. Enfin, un processus « satellite » à un horizon plus court a été mis en place à partir des expertises déjà présentes dans l'équipe. Cela a abouti, en 2006, au lancement d'un fonds *Long/short* géré selon quatre sous-stratégies (*pair trading*, opportuniste, fondamentale et événements) avec l'appui de l'ingénierie financière dédiée. Un gérant supplémentaire a rejoint l'équipe début 2008.

Processus actions internationales

Le processus actions internationales est géré depuis 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 méritant toutefois d'être davantage formalisée pour en faire un processus de gestion a part entière.

Processus taux

L'organisation de la gestion taux a évolué en fonction de la complémentarité des différents types de produits. 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 premier pôle de gestion recouvre la gestion obligataire directionnelle, indexée inflation, internationale et devises, et *aggregate*. Le processus de gestion directionnelle repose sur des moteurs de performance classiques : des groupes de travail produisent des *scorings* quantitatifs d'analyse de courbe de taux qui servent de base au comité directionnel pour la détermination de la stratégie d'investissement. L'introduction de données quantitatives illustre la démarche globale d'enrichissement des sources de valeur ajoutée et de budgétisation du risque au sein des processus d'investissement et ce développement doit se poursuivre tant au niveau de la pertinence de ces indicateurs que de leur utilisation. Dans ce contexte, Fitch observera avec attention ces développements et leur extension aux processus de gestion d'obligations internationales et indexées à l'inflation et *aggregate*. Enfin, un fonds de gestion de devises est toujours en projet après que son fonctionnement ait été redéfini, alors qu'une gestion taux « satellite » est actuellement en phase de conception.

L'autre pôle de gestion obligataire regroupe à la fois la gestion sous contrainte de passif et la gestion crédit, obligations convertibles et titrisation. Le segment crédit couvre les obligations *investment grade* selon un processus qui suit une approche fondamentale. Des dérivés de crédit (CDS) sont utilisés ponctuellement. De la même manière que pour l'équipe directionnelle, des indicateurs issus d'un modèle quantitatif servent à la formulation de recommandations lors des différents comités de gestion (crédit, secteurs, valeurs). Le lancement d'un fonds « satellite » sur le crédit intégrant les contraintes de liquidité est prévu pour 2008. Malgré les progrès réalisés en 2007, Statpro FI et APT ne répondent pas encore totalement aux exigences d'un suivi des risques et des performances complètement adapté à la gestion obligataire. Fitch continuera de suivre les évolutions dans ce domaine. Par ailleurs, l'agence estime qu'un élargissement des sources de performance et des stratégies d'investissement adoptées est possible, dans un contexte de corrélation accrue des marchés obligataires.

Le périmètre de la gestion monétaire a été élargi et inclut désormais le prêt 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. Au 1^{er} trimestre 2007, une activité de Cession Temporaire de Titres a été lancée sur les emprunts obligataires détenus au sein des portefeuilles des compagnies d'assurance du groupe. Le démarrage d'une activité similaire sur des actions est prévu courant 2008. La gestion monétaire de Groupama AM se caractérise par une grande prudence et n'a pas souffert des problèmes particuliers à la gestion monétaire dynamique.

Processus diversifié

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. Les comités d'allocation sont mensuels et déterminent les allocations cibles des portefeuilles modèles. L'optimisation des budgets de risque est réalisée via APT et la méthode Black-Litterman sera appliquée en cours d'année. Les produits dérivés sont peu utilisés, que ce soit à des fins de réactivité de l'allocation ou de diversification. La stratégie « satellite » visant un rendement absolu doit basculer à terme dans le périmètre de Groupama Fund Pickers afin de bénéficier de l'accès à une gamme plus large d'instruments « diversifiants ».

Transactions

Groupama AM a fait le choix de ne pas disposer de table de négociation. Tous les ordres sont donc exécutés par les gérants eux-mêmes de façon décentralisée mais avec un nombre restreint de *brokers* et le souci de minimiser les coûts de transaction. Les gérants actions passent les ordres en contact direct avec les

brokers, alors que dans la gestion taux un tiers des opérations est passé via plateforme électronique (Tradeweb, Bondvision, Market Axess). L'équipe de contrôle des risques mesure les écarts entre les prix négociés et le VWAP (Volume-Weighted Average Price).

Administration des investissements

Reporting

Les *reportings* des fonds ouverts paraissent raisonnablement complets, sans être excessivement détaillés, fournissant des informations et des indicateurs sur les performances passées, les risques en 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, le secteur ou les principales pondérations. Une évolution historique de ces différents indicateurs est également proposée. L'attribution de performance est réalisée à l'aide de l'outil externe Statpro et donne des résultats satisfaisants. L'utilisation de Statpro sur les produits de taux, si elle doit encore être généralisée à l'ensemble des fonds, a permis une amélioration de la qualité d'attribution de performance sur les produits de taux, qui présente aujourd'hui une décomposition cohérente de la performance relative des portefeuilles (portage, courbe, *spread*). Groupama AM est certifiée conforme aux normes GIPS (*Global Investment Performance Standards*) depuis 2003.

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. Des processus spécifiques à la gestion sous contrainte de passif ont d'ailleurs été déclinés sur toutes les classes d'actifs.

Le *middle office* (seize personnes) assure les réconciliations avec les contreparties de marché via la nouvelle version de l'outil CTM Omgeo, gère la transmission des ordres vers le dépositaire et le valorisateur 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. Groupama AM traite aujourd'hui peu d'instruments de gré à gré. On notera le choix effectué de loger le personnel du *middle office* à proximité des gestions concernées.

La valorisation des portefeuilles est effectuée en interne, avec l'application Omega Fund Administration qui offre un niveau d'automatisation et de réactivité satisfaisant.

Groupama AM utilise les services de Proxinvest pour l'exercice des droits de vote attachés aux actions françaises et Institutional Shareholder Services à l'étranger. Pour la France, la politique de vote est active, encadrée par la conformité.

Technologie

Systèmes de Front Office

L'outil de tenue de position propriétaire Alpha, encore utilisé aujourd'hui, fonctionne à partir d'un tableur et 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 des données comptables en J-1. L'outil affiche une réactivité améliorée, mais reste assez peu flexible et relativement pauvre en fonctionnalités (décomposition des portefeuilles, contrôles pré-exécution). En marge de l'outil Alpha, des développements spécifiques ont été réalisés à partir d'un tableur pour le suivi des sous-stratégies du portefeuille *Long/Short*. Omega Portfolio Management sert, depuis l'année dernière, à la gestion du carnet d'ordres taux tandis que les ordres sur actions et parts d'OPCVM bénéficient d'un applicatif dédié intégré dans Alpha. Au niveau du *front office*, la

mise en place de Sophis Value (dont l'utilisation se limite aujourd'hui aux CDS) doit permettre une plus grande précision dans le suivi et l'analyse des portefeuilles et apportera plus de flexibilité.

Middle et Back office

L'outil propriétaire Valmob est utilisé pour la transmission des ordres vers le dépositaire et le valorisateur, mais il est désormais interfacé avec Omgeo CTM qui réalise le rapprochement brokers de façon automatisée. La communication avec les dépositaires autres que Banque Finama est assurée via les réseaux Swift. Pour l'administration des fonds, Omega FA a remplacé l'outil propriétaire EurOPC, apportant ainsi un degré de sécurité et d'automatisation supplémentaire. Le fonctionnement cible élaboré autour de Sophis Value doit garantir l'homogénéisation du traitement des opérations.

Gestion des données

L'acquisition et l'accessibilité des données sont rendues difficiles par la multiplicité des bases de données existantes. La refonte de ces dernières et l'unification des référentiels doit permettre une meilleure exploitation des contenus pour la production de *reportings*, la mesure de risque et l'aide à la décision d'investissement. Fitch note l'existence d'un portail interne assez complet, accessible à l'ensemble des équipes, incluant l'accès à certains outils tel APT.

Intégration

La chaîne de transmission des ordres est désormais largement intégrée. L'outil CTM Omgeo traite de façon automatique le rapprochement des ordres actions et celui des taux depuis 2007. De plus, l'utilisation d'un carnet d'ordres sur les taux (Omega PM) en complément des carnets d'ordres déjà existants, ainsi que le déploiement d'Omega FA en aval de Valmob garantissent un niveau de fluidité satisfaisant. Néanmoins, dans l'ensemble la plate-forme technologique souffre d'une fragmentation des applicatifs et d'un recours fréquent à des développements de modules palliatifs. Fitch estime que le déploiement de Sophis Value, même avec ses fonctionnalités *a minima*, constitue une occasion intéressante d'améliorer l'intégration de la plate-forme technologique de Groupama AM.

Sécurité informatique

Groupama AM dispose d'un PCA (Plan de Continuité d'Activité) opérationnel et de qualité. Depuis 2007, des ressources totalement dédiées visent à assurer la sécurité et la continuité des systèmes. Par ailleurs, Fitch considère que le changement de mode organisationnel du département informatique permettra d'assurer une meilleure supervision des développements. Groupama AM dispose d'un support informatique de proximité au sein des gestions.

Copyright © 2008 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.