

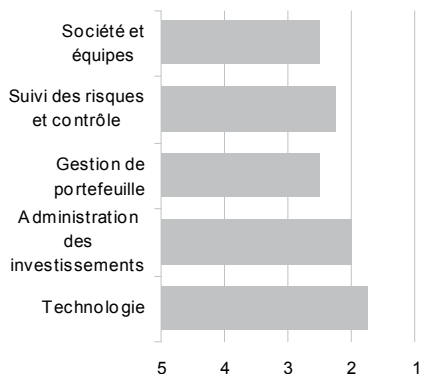
France  
Rapport de Notation

## ADI Alternative Investments

### 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 de solides fonctions 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.

#### Analystes

Olivier Fines  
+33 1 44299275  
olivier.fines@fitchratings.com

Amyeric Poizot, CFA, CAIA  
+33 1 44299276  
amyeric.poizot@fitchratings.com

#### ■ Résumé

Fitch Ratings a confirmé la note Asset Manager « M2 » attribuée à ADI Alternative Investments pour ses activités de gestion basées à Paris. Cette note s'inscrit dans la nouvelle échelle de Fitch publiée le 29 mai 2007. Dans sa version actuelle, cette notation ne comporte pas de signe « + » ou « - » et l'échelle des notes varie suivant un pas de 0,25, '1' étant la meilleure note et '5' la moins bonne. Pour plus d'informations sur la méthodologie révisée de notation des sociétés de gestion, veuillez vous reporter à l'étude de Fitch intitulée "Reviewing and Rating Asset Managers" en date du 29 mai 2007.

La note reflète l'expérience significative acquise par la société depuis 1998 en gestion alternative, la stabilité des responsables et gérants senior, le niveau très avancé de la plate-forme opérationnelle et technologique et une culture de gestion du risque présente à tous les niveaux. La note traduit également la gestion efficace, par la société, de la crise récente de liquidité, notamment en matière de quantification du risque, de valorisation des fonds ou d'information des investisseurs. Les processus de gestion d'arbitrage bénéficient d'un haut degré de technicité et de nombreuses ressources d'analyse qualitative et quantitative. L'expertise de gestion obligataire, créée en 2005, reste, quant à elle, fortement dépendante de son principal gérant mais est clairement définie et bien encadrée. L'offre de multistratégie est toujours en cours de refonte, avec l'arrivée récente d'un nouveau responsable chargé de redéfinir un processus. La note reflète également le besoin grandissant d'apports *top-down* quantitatifs et qualitatifs et d'un processus *top-down* davantage formalisé et plus marqué. Le département des opérations, qui inclut le *middle office*, le Risk Management, l'informatique et le Data Management, fournit toujours un cadre opérationnel sûr, efficace et évolutif, dans un contexte de grande sophistication des instruments utilisés. Le Risk Management est en progression avec la mise en œuvre de mesures spécifiques et d'outils permettant de contrôler les risques de liquidité. Les systèmes d'information ont été rendus plus sûrs tandis que la première étape du développement d'un plan de continuité d'activité à grande échelle est maintenant achevée. Le niveau général d'automatisation des transmissions de données d'opérations est très élevé et en progression, notamment grâce au recours quasi systématique à des fournisseurs de services externes reconnus et à des contrôles de qualité rigoureux. Enfin, la note prend en compte la nature privée de la société avec une participation minoritaire d'un investisseur institutionnel.

La note est attribuée à ADI Alternative Investments, à l'exclusion des deux autres filiales formant le Groupe ADI. La société a démarré ses activités en 1998 et s'est toujours concentrée sur la gestion alternative, s'établissant progressivement comme un acteur prépondérant du secteur, spécialisé dans l'arbitrage technique sur plusieurs types de marché (actions, taux, crédit, convertibles). ADI gère à fin décembre 2007 environ 5,4 Mrd EUR d'encours (6,0 Mrd pour le Groupe ADI au total), avec une clientèle surtout institutionnelle et française. Les fonds ouverts de droit français représentent aujourd'hui trois quarts des actifs sous gestion. A la même date, la société employait 125 personnes, dont 38 gérants et analystes pour cinq départements de gestion.

13 February 2008

## Profil de l'organisation

### ADI Alternative Investments

ADI Alternative Investments (« ADI ») est la principale entité du Groupe ADI, qui comprend également des activités en incubation (NewAlpha) et une co-entreprise en multigestion alternative (Géa). ADI a été créée en 1998 et s'est toujours concentrée sur la gestion alternative avec une spécialisation sur les techniques d'arbitrage.

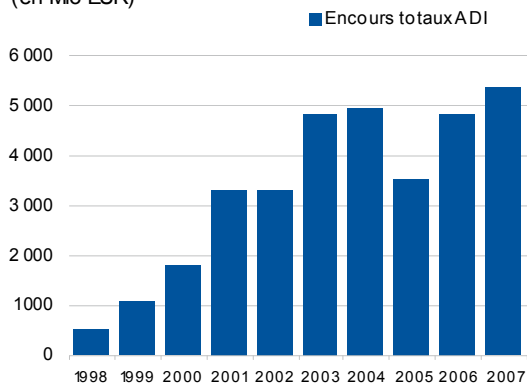
La société couvre aujourd'hui l'ensemble de l'univers d'investissement mondial, depuis les taux d'intérêt, le crédit, les obligations convertibles et l'arbitrage de volatilité, jusqu'à la dette à haut rendement et les stratégies sur actions (arbitrage sur fusions-acquisitions et *Long/Short*). La société dispose également d'une activité de multigestion traditionnelle. La clientèle est surtout française et institutionnelle.

|   |  |                                       |  |
|---|--|---------------------------------------|--|
| <b>Adresse</b>                          | 24-32 rue Jean Goujon – 75008 Paris – France   | <b>Actionnariat (%)</b>               | MATMUT = 33.7<br>Fondateurs et emp. = 60.3<br>Autres = 6 |
| <b>Contact</b>                          | Catherine Joly-Tissier   | <b>Président et directeur général</b> | Erich Bonnet et Christophe Bourret                       |
| <b>Site web</b>                         | www.adi-gestion.com  | <b>Directeur des opérations</b>       | Christophe Lepitre                                       |
| <b>Type d'organisation</b>              | Société de gestion   | <b>Directeurs des investissements</b> | Marie-Laure Lavenir / Erich Bonnet                       |
| <b>Création</b>                         | 1998   | <b>Nb. de gérants et analystes</b>    | 38   |
| <b>Domiciliation</b>                    | France   | <b>Nb. de salariés</b>                | 125  |
| <b>Réglementations, enregistrements</b> | Agrément AMF général (1998), dérivés de crédit (2003), Multigestion alternative (2004) |                                       |  |

### Actifs sous gestion

#### Croissance des encours sous gestion

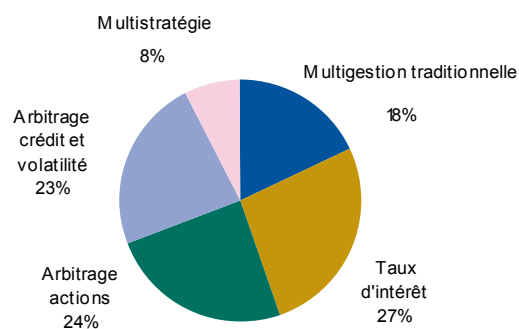
(en Mio EUR)



Source: ADI

#### Distribution des encours par classe d'actifs

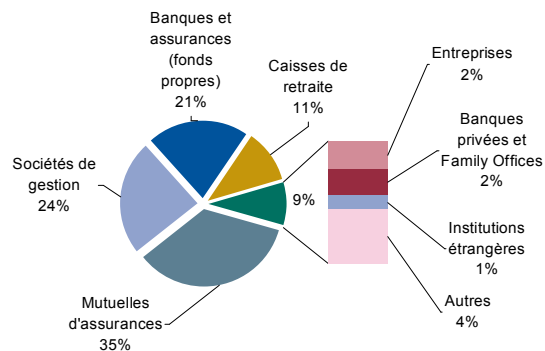
(déc. 2007)



Source: ADI

#### Distribution des encours par type de client

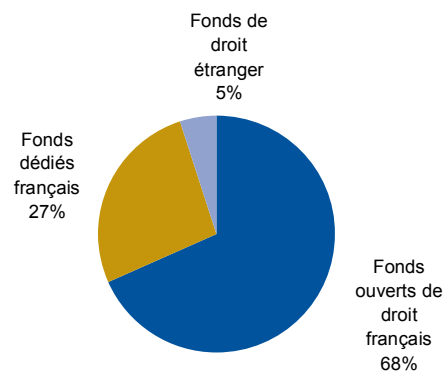
(déc. 2007)



Source: ADI

#### Distribution des encours par type de comptes

(déc. 2007)



Source: ADI

**ADI Alternative Investments**

**Note**

**Eléments clés**

**M2**

**Points forts**

- Equipe de direction stable et très expérimentée
- Forte culture de gestion des risques, observable à tous les niveaux
- Haut niveau de technicité et d'expérience en arbitrage technique avec des moyens de recherche importants
- Plate-forme informatique et opérationnelle de haut niveau, permettant d'importants volumes de transactions de gré à gré

**Enjeux**

- Potentiel de renforcement de la recherche et du processus top-down
- Processus de multigestion traditionnelle encore jeune

**Score**

**Société & équipes**

**2.50**

- Société privée avec l'assureur MATMUT à 34% du capital et fondateurs et employés à 60%
- Encours et résultats en hausse depuis la chute de 2005 (5,4 Mrd EUR d'actifs à fin déc. 2007)
- Société multispécialiste, dédiée à la gestion alternative ; gamme de produits plus diversifiée que dans le passé
- Société expérimentée qui a connu plusieurs crises et cycles de marché dans le passé
- Responsables expérimentés, avec des fonctions bien établies et un directeur des opérations (COO) très impliqué avec de larges responsabilités
- Grandes équipes de gestion, expérimentées, stables et sans dépendance excessive à un ou plusieurs gérants
- Personnel généralement stable et expérimenté (125 personnes au total fin 2007)

**Suivi des Risques & Contrôles**

**2.25**

- Contrôle des risques bien encadré, efficace, stratégique, avec un large périmètre d'intervention, très proactif
- Supervision étroite des risques opérationnels avec une équipe d'audit interne expérimentée et un fort degré de documentation et de procédure
- Transfert du contrôle des ratios réglementaires à la direction des opérations, permettant à l'audit et au contrôle interne de se concentrer sur le suivi en second niveau des risques opérationnels
- Contrôle rigoureux des fonctions externalisées
- Cartographie des risques en cours de réalisation
- Procédures de conformité adéquates avec un potentiel de progrès pour les contrôles pré-exécution
- Langage commun de gestion des risques fondé sur un socle de VaR, de scénarios de stress et de limites
- Proactif dans la mise en place du contrôle des risques de liquidité, incluant préavis incitatifs et indicateurs de coût de liquidation

**Gestion de Portefeuille**

**2.50**

- Directeurs des gestions et responsables par stratégies bien impliqués dans les décisions d'investissement et leur orientation
- Bon niveau de cohérence générale entre les départements de gestion ; nombreux comités et documentation
- Fortes capacités en recherche quantitative et qualitative (19 analystes) et accès à de nombreux outils de valorisation, de suivi et d'aide à la décision
- Processus d'arbitrage très stables, formalisés et bien définis (actions, crédit, obligations convertibles et volatilité)
- Combinaison d'approches fondamentale et technique sur des univers globaux ; très discrétionnaire
- Gestion taux axée sur la durée et le portage crédit ; dépendante du gérant principal
- Potentiel de renforcement de la recherche et du processus *top-down*
- Processus multistratégie en phase de redéfinition
- Processus multigestion récent ; potentiel de renforcement des ressources

---

**Administration des Investissements**

**2.00**

- Grande transparence dans la communication aux clients, notamment durant les périodes difficiles
- *Reporting* client complet et de qualité, impliquant la gestion et le Risk Management comme sources, en l'absence de département *reporting* dédié
- Qualité élevée de l'information offrant une analyse de la performance et des sources de risque
- Procédures de valorisation assurant indépendance, efficacité, fiabilité, avec contrôles appropriés
- Haut degré d'automatisation des flux d'ordres ; *middle office* concentré sur réconciliation, valorisation et contrôles

**Technologie**

**1.75**

- Infrastructure informatique très robuste et niveau d'intégration élevé, exploitant largement les dernières technologies disponibles
  - Architecture développée autour de Sophis Value, complétée par des développements ad hoc à la gestion
  - Nombreux applicatifs externes utilisés pour la négociation, le rapprochement et la réconciliation des opérations permettant un niveau d'automatisation élevé (200 000 ordres par an, dont 40% de gré à gré (OTC))
  - Importance de la gestion des données, au travers de la technologie, des nombreuses sources de données et existence d'une fonction dédiée au sein du Risk Management
  - Niveau de sécurité de bonne qualité et nouveau plan de continuité d'activité (PCA) opérationnel fin 2007 et courant 2008
-

**■ Société et Equipes****Actionnariat et Solidité Financière**

ADI Alternative Investments (« ADI ») constitue aujourd'hui la principale entité du Groupe ADI, formé de deux autres filiales spécialisées, l'une dans l'incubation d'investissements (NewAlpha), l'autre étant une coentreprise active en multigestion alternative (Géa). Fitch note uniquement les activités d'ADI.

Fondée et enregistrée auprès de l'AMF en 1998, la société reste principalement détenue par ses deux fondateurs qui possèdent la majorité des droits de vote. Depuis 2005, la MATMUT, mutuelle française d'assurances et investisseur de longue date dans les fonds d'ADI, dispose d'une part importante du capital, relevée de 28% à 33,7% fin 2006. Courant 2006, ce partenariat stratégique a conduit à la création de plusieurs fonds de fonds vendus par l'assureur. Une partie du capital de la société est également détenue par certains salariés et différents dispositifs (*stock options*, attribution d'actions gratuites) participent à l'effort de stabilisation d'une partie des équipes sur le long terme. Au total, fondateurs et salariés se partagent 60,3% du capital.

La rentabilité de la société a continué à progresser suite à son redressement déjà constaté en 2006. Ainsi, après une année 2005 difficile, le chiffre d'affaires avait affiché une nette amélioration, dépassant 50 Mio EUR, de même que le résultat net, qui atteignait 6,0 Mio EUR. Ces chiffres seront vraisemblablement dépassés en 2007, malgré la crise du crédit qui a entraîné 300 à 400 Mio EUR de décollecte et réduit les commissions de performance sur les fonds exposés. Par nature, la société présente des résultats assez sensibles aux commissions de surperformance, mais la hausse des encours depuis deux ans a permis une forte hausse des commissions fixes qui représentaient les trois quarts du total fin 2007. La diversification de la clientèle apparaît suffisante et il convient de noter l'effort de diversification de la gamme offerte (voir graphique page 2) grâce notamment au développement des expertises obligataire et de multigestion, alors que les produits à court terme (monétaire et monétaire dynamique) sont passés de 40% des encours en 2005 à 26% en 2006-2007. La composition de la clientèle reste inchangée ; elle est essentiellement constituée d'institutions françaises avec une répartition relativement égale entre compagnie d'assurances, sociétés de gestion, banques (fonds propres), caisses de retraite et entreprises.

**Expérience et Historique**

ADI a démarré ses activités en 1998 en partenariat avec une autre société de gestion française, OFIVALMO. Ce partenariat a pris fin en 2002 avec la sortie d'OFIVALMO du capital, la part des fondateurs et salariés passant alors à 90%. En 2005, la mutuelle d'assurances MATMUT a renforcé sa position au capital de 3% à 28%, puis 34% en 2007.

La société vise toujours à proposer à la clientèle institutionnelle française des produits de gestion alternative essentiellement sous forme de fonds ouverts. ADI dispose toujours d'une offre de fonds d'arbitrage de convertibles et de volatilité, d'arbitrage de crédit et d'arbitrage sur actions (fusions acquisitions, classes d'actions, *premerger*, situations spéciales et, depuis peu, *relative value market neutral*). Ces expertises sont généralement mises en oeuvre dans trois types de fonds : monétaires dynamiques de droit français, fonds de performance absolue de droit français et fonds offshore (sauf arbitrage sur actions). En 2005, une expertise obligataire sans indice de référence a été ajoutée à l'offre avec l'arrivée d'un gérant expérimenté et la création de deux fonds de 500 Mio EUR au total.

Jusqu'en 2005, une grande partie des encours était sous forme de fonds monétaires dynamiques et reposant sur l'arbitrage de convertibles. En 2004-2005, la chute de la volatilité implicite et des émissions de convertibles avaient fortement pesé sur les performances et conduit à une baisse rapide des encours, remettant en cause le modèle économique de la société. Depuis, ADI a modifié sensiblement son profil d'activité, adoptant une plus grande diversification de la gamme et un allongement des horizons d'investissement. Cette stratégie fait désormais du groupe ADI un acteur de la gestion alternative capable de couvrir l'ensemble des stratégies, en multigestion, en délégation de gestion ou en gestion directe. A fin 2007, les encours atteignaient 5,4 Mrd EUR (cf. page 2). Les fonds dédiés à la MATMUT et gérés par ADI représentaient 15% des encours. A titre d'information, le Groupe ADI gérait au total 6,0 Mrd EUR à la même date.

La société présente un historique de près de 10 ans en gestion alternative qui lui apporte une forte expérience, notamment de gestion de crise. Forte de cette expérience et notamment de la crise traversée

par la société en 2004-2005, la mise en place de préavis incitatifs<sup>1</sup> avait été décidée dès juin 2006.

### **Indépendance et Gouvernance**

En l'absence de dette au bilan, avec un capital social détenu à 60% par ses salariés et dirigeants et un conseil de surveillance où siègent indépendants et représentants des salariés ou des actionnaires, ADI peut toujours se prévaloir d'une certaine indépendance financière et fonctionnelle.

Fin 2006, la société est devenue une société anonyme à conseil d'administration. Ce conseil est constitué de douze membres, dont sept sont indépendants et proviennent de différentes industries. Le président et le directeur général, les deux fondateurs d'ADI, dirigent également le comité exécutif d'ADI (COMEX) qui comprend six membres, tous respectivement responsables des départements fonctionnels de la société. L'importante expérience de chacun de ces responsables permet une représentation équilibrée des différentes problématiques (gestion, développement, marketing, opérations et *risk management*).

Les conseils d'administration des fonds *offshore* sont composés en grande partie d'administrateurs indépendants et réputés. ADI est à l'abri de conflits d'intérêts potentiels avec les activités de marché de ses actionnaires ou de sociétés liées.

Les prestataires de services externes (dépositaires, valorisateurs, *prime brokers*) sont choisis purement en fonction de la qualité des services fournis et au travers d'un processus de révision et de contrôle très rigoureux et indépendant.

### **Equipes**

L'effectif total d'ADI, relativement stable par rapport à l'année précédente, s'établissait à 125 personnes fin 2007, dont 38 gérants et analystes répartis sur cinq grandes familles de gestion, auxquels s'ajoutaient deux analystes/gérants en multigestion logés au sein du Marketing.

L'une des forces de la société réside dans la continuité et l'expérience de son équipe de direction et des principaux responsables de départements. Fitch constate l'arrivée au comité exécutif, en 2007, d'un nouveau Directeur Général Délégué en charge du Développement et des Finances, anciennement directeur financier de la MATMUT. Au final, l'ensemble des expertises et responsabilités chez

ADI y est représenté, avec notamment la présence du Risk Management et des Opérations.

Les équipes de gestion restent organisées en deux pôles : le pôle de *Trading* qui réunit les gérants des fonds (21 personnes) et le pôle Stratégie, les analystes quantitatifs (10) et qualitatifs (7). Les équipes sont restées stables et maintiennent un très bon niveau d'expérience et de technicité générale. Fitch observe, de plus, une bonne capacité de développement et de progression des éléments juniors au sein des équipes. Le département Multi Stratégie, qui a connu plusieurs départs, est en cours de refonte avec l'arrivée d'un nouveau gérant qui a la tâche de redéfinir un processus d'investissement spécifique. Fitch souligne également la dépendance assez réduite à certains gérants puisque les différents pôles de gestion sont organisés en petites équipes très homogènes. Seul le pôle de *fixed income* présente une certaine dépendance à son principal gérant.

Le département des Opérations comprend le Risk Management, le middle/back office et les systèmes d'information et est dirigé par un directeur des opérations (COO) très expérimenté et impliqué de façon directe dans les décisions stratégiques. Le Risk Management est bien organisé, très impliqué et proactif, avec sept personnes se répartissant 1) l'analyse des risques au niveau des fonds par stratégie, 2) la revue des modèles et méthodes de calcul utilisés et 3) la gestion, la maintenance et le contrôle des bases de données (Data Management). Le département de l'Audit et du Contrôle interne [trois personnes, dont deux responsables de la conformité et du contrôle interne (RCCI)], directement rattaché à la direction générale, dispose d'une bonne compréhension des risques transversaux de la société et se concentre sur les risques opérationnels.

Après plusieurs départs en 2006, les équipes de *middle/back office* (19 personnes) ont gagné en stabilité ; elles sont organisées en un pôle « transactions » et un pôle « contrôles ». L'étendue des moyens humains dédiés aux opérations et aux contrôles de premier niveau est à la mesure des importants volumes de transaction et de la sophistication des instruments traités. L'informatique dispose de moyens importants (14 personnes) et est organisée adéquatement selon deux axes : l'infrastructure informatique et le développement des systèmes.

<sup>1</sup> Un préavis incitatif prend la forme de frais de rachat acquis au fonds en cas de demande de remboursement ne respectant pas un certain délai (deux semaines à un mois chez ADI).

## ■ Suivi des Risques et Contrôles

### Structure de Contrôle

ADI dispose toujours de moyens importants affectés au contrôle des risques et d'une forte capacité de supervision grâce à de nombreux comités et à la diffusion fréquente de rapports de risque et de contrôle. Fitch souligne la forte culture de gestion du risque présente à tous les niveaux.

Sur le plan opérationnel, un certain nombre de comités hebdomadaires, mensuels et trimestriels, permettent la réunion des principaux acteurs dans les prises de décision. Le COO, également en charge du Risk Management, est aussi un membre permanent du comité exécutif. Fitch note la présence systématique du Risk Management au comité de management bimensuel et aux comités d'investissement hebdomadaires.

Le département Risk Management est organisé en trois pôles : risques de modèle, risques de marché et Data Management. Ce suivi des risques dispose d'un comité dédié hebdomadaire où l'ensemble des portefeuilles sont passés en revue avec la direction des gestions et le COO, offrant ainsi une capacité de supervision importante. En matière d'audit et de contrôle interne, l'équipe dispose d'une connaissance importante des problématiques réglementaires et l'utilisation transversale d'un outil unique de tenue de position permet au département de consacrer son activité à des missions de contrôle permanent et ad hoc de second niveau, conformément à ses objectifs. Ces sujets font l'objet d'un comité trimestriel d'audit avec la direction générale et d'un rapport formel mensuel sur les résultats des contrôles récurrents effectués. Fitch souligne la nomination de deux RCCI, l'un pour le contrôle interne et l'autre pour la conformité (un seul auparavant). L'équipe bénéficie d'un rattachement direct à la direction générale.

### Suivi des Risques Opérationnels

Le suivi des risques opérationnels est essentiellement de la responsabilité du département Audit et Contrôle interne. Le département n'est, depuis peu, plus en charge des contrôles de premier niveau sur les ratios réglementaires, ceux-ci ayant été transférés au *middle office*.

L'audit interne effectue des contrôles permanents ou ponctuels. Les principaux contrôles permanents concernent la qualité des services fournis par les prestataires, les commissions de gestion, les souscriptions et rachats ainsi que le règlement intérieur. Par ailleurs, une cartographie des risques pour l'ensemble de la société a été commandée à un

cabinet d'audit externe et devrait être en place en janvier 2008. Ce même cabinet a opéré une revue en profondeur des procédures en place. Plusieurs missions d'audit ont été menées, dont la vérification de la conformité dans l'application des préavis incitatifs pour les rachats de parts (voir plus haut) et un audit des méthodes de valorisation et délais avant validation pour l'ensemble des instruments. Enfin, une réunion mensuelle systématique est organisée avec l'un des membres du comité exécutif et donne lieu à un compte rendu et à un rapport d'incidents s'il y a lieu. Aucun incident significatif n'a été répertorié en 2007.

Dans l'ensemble, la maîtrise des risques opérationnels bénéficie d'un niveau de documentation et d'automatisation élevé.

Les risques opérationnels liés aux prestataires de services (valorisation, règlements/livraisons) font l'objet d'un suivi attentif au travers de réunions régulières. ADI présente toujours un niveau d'exigence élevé à l'égard de ses prestataires et n'hésite pas à en changer si nécessaire.

### Contrôles et Conformité

Le progiciel Sophis Value est la pierre angulaire de toute l'architecture de contrôle chez ADI. La totalité des positions et des instruments y est saisie et accessible de façon centralisée, à l'exception des positions de trésorerie. Le pôle Contrôle du *middle office* est, depuis 2007, chargé du suivi quotidien des ratios réglementaires et contractuels, en mode post-exécution. Ainsi, même si ADI n'utilise pas de serveur de contraintes, Sophis permet tout de même un suivi efficace couplé à des outils ad hoc développés en interne. Cependant, Fitch constate toujours l'absence de contrôles pré-exécution (contrepartie, limites).

Une partie des contrôles ex post sur le circuit d'ordres (qualité de l'exécution, délais, respect de l'allocation, etc.) est réalisée par l'audit interne sur la base d'échantillons et fait l'objet de rapports quotidiens.

ADI accorde une importance particulière à la problématique de valorisation des portefeuilles avec, notamment, une collecte de prix de marché indépendante des gérants, une valorisation des instruments de plus en plus théorique à des fins de contrôle, une multiplicité des sources de données de marché et des contrôles réguliers. A cet égard, et à des fins de contrôles, ADI a complété son dispositif en achetant une prestation de « pricing » contradictoire auprès d'EuroVL (groupe Société Générale) sur environ 500 instruments de gré à gré par semaine.

La mise en œuvre de la directive européenne MIFID de 2004 reste un chantier important pour l'audit interne qui a achevé la classification de l'ensemble des clients identifiés, notamment grâce au nouvel outil de suivi clients (*CRM*), Pivotal, également utilisé pour le « KYC » (connaissance des clients et provenance des fonds).

### Suivi des Risques d'Investissement

Le suivi des risques de marché se fait au travers d'indicateurs quotidiens de *Value at Risk* (VaR) d'une part et de scénarios de stress (*stress tests*) d'autre part. L'outil RiskManager de la société RiskMetrics, bien adapté aux stratégies d'investissement d'ADI, produit la VaR calculée au niveau global de la société de gestion, d'un portefeuille ou d'une sous-stratégie et ce, par type de risques (actions, volatilité, crédit, taux d'intérêt). Les scénarios de stress dépendent également de la nature du risque : crédit en base, pente, *jump to default* et translation des *spreads*, volatilité en translation et déformation de la convexité, fusions et acquisitions en perte de prime, complétés par des chocs sur les marchés actions et taux d'intérêt. L'ensemble de ces indicateurs fait l'objet de limites internes précises au niveau des portefeuilles, stratégies ou positions, sous forme d'impact maximum sur la valeur liquidative (NAV). Le dispositif, dans sa globalité, a été analysé par le département Risk Management à la lumière de la récente crise de liquidité et est apparu robuste. Les risques de marché sur les fonds de fonds sont analysés au travers de l'outil FoFix de RiskData sur base des séries de rendement des fonds sous-jacents.

En 2006 et 2007, le Risk Management a travaillé à l'enrichissement des scénarios de stress, pour mieux capter la convexité des stratégies et refléter les corrélations (stress multifactoriel), et au développement d'une vision en transparence dans le cas d'investissement en indices ou paniers d'actifs. Enfin, Fitch souligne le travail mené de manière proactive (avant la crise récente) sur le risque de liquidité, consistant en l'estimation d'un coût de liquidation par instrument et au niveau des portefeuilles. L'analyse des corrélations extrêmes est encore en projet.

En matière de suivi transversal des risques de marché, ADI dispose donc d'une plateforme de grande qualité avec une position centralisée et un suivi des sensibilités au travers de Sophis, un calcul des VaR grâce à RiskMetrics et des états de scénarios de stress propriétaires. Au-delà, Fitch remarque la capacité de la société à parler un même langage de gestion des risques pour l'intégralité des actifs gérés. Les rapports émis par le Risk Management sont extrêmement complets au regard des pratiques de l'industrie.

Le contrôle du respect des contreparties autorisées ainsi que le suivi des volumes de transaction et des engagements sur les produits de gré à gré sont aussi grandement facilités par l'outil Sophis qui offre au contrôle interne de nombreuses possibilités de *reporting*. Néanmoins, en l'absence d'outil de passage ou de simulation d'ordres, l'utilisation d'une contrepartie non autorisée n'est pas exclue et ne sera identifiée, même rapidement, qu'à posteriori.

### ■ Gestion de Portefeuille

Fitch constate toujours une grande cohésion dans la gestion des portefeuilles d'ADI. De nombreux comités de gestion quotidiens et hebdomadaires ainsi que des réunions transversales une fois par semaine entre plusieurs départements permettent une bonne supervision des décisions d'investissements au niveau de la société et la mise en place de stratégies conjointes.

Au-delà de l'apport que cela constituerait pour le processus de multistratégie (voir plus loin), Fitch souligne le besoin grandissant d'apports *top-down* quantitatifs et qualitatifs et d'un processus *top-down* davantage formalisé et plus marqué.

En matière de pilotage des portefeuilles, à côté des rapports complets et quotidiens faisant état des résultats (*P&L*) et des indicateurs de sensibilités par positions, les gérants disposent de nombreux applicatifs de *front office*, tels Sophis et TAG, utilisés à grande échelle et offrant des fonctionnalités étudiées selon les stratégies exploitées. TAG permet le dimensionnement de positions sur plusieurs portefeuilles, la simulation de stratégies avant exécution et le suivi des couvertures. Le pôle *fixed income* a développé ses propres outils de suivi sur Excel. ADI dispose également de moyens très importants de suivi des marchés en général, au travers de *screeners*, de modèles de valorisation et d'un outil de collecte de séries (*runs*) de prix exécutables des teneurs de marché, ou « parser ». Enfin, un grand nombre de *reportings* de gestion (risque, P&L, sensibilités, positions) sont toujours produits de manière automatique et quotidienne, offrant indépendance et efficacité.

En matière de *trading*, chaque pôle dispose d'une expérience forte des marchés sur lesquels il intervient. Afin de capitaliser sur ces expertises, l'accès à un marché se fait exclusivement par le biais du *desk* spécialisé et ce, quel que soit le portefeuille. Ainsi, un portefeuille d'arbitrage crédit traitant la volatilité implicite au travers d'une option délèguera l'exécution et le suivi de la position au *desk* convertibles et volatilité. L'essentiel de la négociation se fait de manière traditionnelle, par

téléphone ou électronique pour les actions et les contrats à terme.

### Pôle Stratégies de gestion

Le pôle stratégies de gestion regroupe les analystes quantitatifs et qualitatifs. La recherche quantitative intervient dans la production hebdomadaire d'une vingtaine de *screeners* produits de façon de plus en plus automatisée (notamment pour les obligations convertibles et le crédit) et commentés systématiquement lors des comités d'investissement. L'analyse quantitative a également développé un outil pour tester à posteriori des stratégies génériques (« backtesting ») et continue de travailler à une meilleure compréhension des *P&L*, au travers d'attributions de performance adaptées à chaque stratégie.

La recherche qualitative, forte de dix analystes (crédit et actions) présents sur les différents *desks* d'arbitrage, n'a pas changé dans ses attributions. Les recommandations sont stockées dans une base de données et leurs performances sont suivies sous forme de portefeuille virtuel dans Sophis.

### Principales sources de valeur ajoutée des différentes gestions

| Stratégie                            | Sources de valeur ajoutée  |
|--------------------------------------|--|
| Arbitrage convertibles et volatilité | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Arbitrages volatilité implicite option et convertible, volatilité historique</li> <li>- Crédit contre volatilité</li> <li>- Directionnel actions ou crédit</li> </ul>   |
| Arbitrage crédit                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Base, pente</li> <li>- Relative value</li> <li>- Portage</li> <li>- Crédit contre actions</li> <li>- Directionnel crédit</li> </ul>   |
| Actions                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Fusions-acquisitions, classes d'actions, décote de holding</li> <li>- <i>Value</i></li> <li>- <i>Event driven</i></li> <li>- Valeurs délaissées</li> <li>- <i>Growth at Reasonable Price</i></li> <li>- <i>Pair trading</i> et vues sectorielles</li> </ul> |
| Obligataire                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Portage crédit</li> <li>- Duration</li> <li>- Volatilité implicite des options de taux</li> <li>- <i>Relative value</i></li> </ul>  |

Source: Fitch Ratings

### Arbitrage sur actions

Le département d'arbitrage sur actions exploite des stratégies de valeur relative ou d'arbitrage sur les marchés d'actions globaux. L'équipe gère depuis novembre 2007 le fonds long/short précédemment délégué en externe, après en avoir modifié radicalement l'approche de gestion vers du *relative value* (*pair trading* et paris sectoriels) en beta neutre.

Cette approche reste très cohérente avec l'expertise du pôle. Les autres stratégies portent sur l'arbitrage de fusions-acquisitions et les situations spéciales. Les gérants font amplement appel aux quatre analystes qualitatifs dédiés à la recherche actions et disposent de leur propre base de données de suivi des opérations financières. L'analyse quantitative contribue pour le moment assez peu à ce processus, mais certains apports complémentaires sont à l'étude.

### Arbitrage de volatilité et obligations convertibles (« OC »)

L'équipe est structurellement séparée dans ses composantes OC et volatilité mais les deux unités travaillent conjointement sur les mêmes portefeuilles. Les gérants exploitent des stratégies d'arbitrage pur sur diverses considérations impliquant la volatilité (valeur relative, courbe de volatilité et dispersion) ainsi que des stratégies directionnelles sur les composantes volatilité, crédit, taux et actions des convertibles. Vu la diversité des stratégies exploitées, l'équipe bénéficie de l'effort de communication entre les *desks* d'arbitrage encouragé par la direction. Fitch souligne la forte progression du volume traité de *swaps* de variance et le recrutement d'un nouveau *trader* pour le pôle de volatilité, la société souhaitant renforcer cette équipe dans un contexte d'accroissement des opportunités sur ce marché.

### Arbitrage de crédit

L'équipe change peu dans sa structure et dans les stratégies qu'elle développe. Le style de gestion est toujours très réactif et technique. La diversité des stratégies est très grande et exploitent l'ensemble du spectre d'arbitrages possibles sur le crédit, ainsi que des stratégies directionnelles et de portage, notamment sur les obligations à haut rendement à l'exclusion d'investissements en crédits structurés et titrisés. Les gérants s'appuient fortement sur l'analyse crédit et exploitent à plein les *screeners* quantitatifs. Si les conséquences de la valorisation au prix du marché durant la crise de liquidité ont été importantes sur la performance des fonds de crédit, la stratégie a été gérée de manière prudente, avec un accent mis sur la liquidité du portefeuille d'obligations sans stratégie particulière de couverture macro ou de *market timing*.

### Gestion obligataire

Le pôle de gestion obligataire et taux d'intérêt, créé en 2005, change peu dans son approche, qui reste très ciblée. Le processus, très discrétionnaire et mené par un gérant senior, anciennement chez une mutuelle d'assurance, vise à battre les indices obligataires et le taux monétaire par l'utilisation de deux sources de performances : la gestion active et

non contrainte de la duration (y compris avec options) et le portage crédit (obligations privées et titrisation). Le processus reste relativement autonome et utilise peu les ressources d'analyse d'ADI (hormis des modules de valorisation et de suivi de la volatilité des taux développés avec la recherche quantitative), néanmoins Fitch note une interaction croissante avec la recherche macro. Le pôle inclut également la gestion monétaire et *high yield*. Cette dernière repose toujours sur une approche relativement « benchmarkée », utilisant un modèle quantitatif récemment mis à jour à l'aide de l'outil de *backtesting*.

### **Gestion multistratégie**

Le processus de gestion multistratégie est toujours en refonte, avec notamment l'arrivée d'un nouveau gérant, anciennement spécialiste en volatilité et chargé de redéfinir le processus d'investissement. L'objectif annoncé est de combiner une approche *bottom-up* capitalisant sur les meilleures idées des autres départements avec une approche *top-down* d'allocation sur les stratégies alternatives. Fitch suivra avec attention les développements de ce pôle et sa capacité à mettre en place un processus *top-down* multistratégie générateur de performance.

### **La DMS et la multigestion**

ADI a lancé en 2006 une activité de gestion au sein de la Direction marketing et stratégies (DMS) avec le mandat de proposer des solutions de gestion spécifiques (fonds d'assemblage, structuration). La multigestion, notamment gérée par ce pôle, exploite un processus de gestion simple. La sélection des fonds et les procédures de *due diligence* sont effectuées par les deux gérants chargés de l'activité. Les moyens de recherche restent limités, mais l'équipe dispose néanmoins d'outils quantitatifs propriétaires assurant le suivi des fonds de fonds et de leurs composants et permettant de lancer des études de modélisation et d'optimisation sous contrainte. Sur certains fonds, les décisions d'allocation stratégique sont depuis l'année dernière de la responsabilité du client.

### **■ Administration des Investissements**

#### **Reporting et Communication**

ADI continue d'offrir un niveau élevé de transparence aux investisseurs au travers de nombreuses communications (notamment pendant les périodes de marché volatiles) et de rapports périodiques complets et de très grande qualité au regard des pratiques de l'industrie de la gestion alternative. Les documents hebdomadaires sont axés sur la performance des fonds et les mensuels

contiennent une analyse plus élaborée de chaque fonds, présentant le résultat des stratégies mises en œuvre et le positionnement des portefeuilles, les environnements de marché s'accompagnant du détail des décisions de gestion ainsi que des données de VaR produites par l'équipe Risk Management. En l'absence de fonction dédiée, la production des rapports aux investisseurs est toujours assurée sous forme de contribution des gérants et du Risk Management à une base de données, le département Marketing contrôlant le bon déroulement du processus de production.

### **Opérations**

La qualité de l'organisation des opérations chez ADI constitue depuis longtemps un point fort de la société, permettant aux *traders* d'utiliser de nombreux instruments sans contrainte particulière, comme cela peut être le cas dans certaines sociétés de gestions.

Plus spécifiquement, le *middle office* rassemble 19 opérateurs sur deux pôles, l'un se concentrant sur le traitement des opérations (spécialisation par types d'opérations) et la gestion du passif et l'autre dédié aux tâches de contrôle de premier niveau (valorisation, ratios). Le niveau de technicité général est élevé et les outils mis en place permettent aujourd'hui un traitement toujours plus automatisé des plus de 15 000 opérations par mois, dont 40% sur instruments de gré à gré. Le degré de *Straight Through Processing* est ainsi élevé et favorisé par le recours quasi systématique à des systèmes de marché reconnus pour la vérification, le rapprochement et la réconciliation avec les tierces parties. La transmission de données bénéficie également d'un bon degré d'automatisation et de sécurité (voir Technologie).

Les positions espèces n'étant pas complètement intégrées dans Sophis, de même que certains flux (frais, intérêts ou souscriptions/rachats par exemple), les réconciliations espèces et valeur liquidative restent incomplètes. Un projet à cet effet est en cours et devrait déboucher en 2008. Les rapprochements titres et espèces avec les conservateurs se font seulement mensuellement, fréquence qui deviendra hebdomadaire grâce à un nouvel outil externe.

ADI accorde par ailleurs une importance primordiale à la qualité et à la précision des procédures de valorisation des instruments et des valeurs liquidatives. Aujourd'hui, au travers de Sophis et de nombreux outils de valorisation, le *middle office* est en mesure de contre-valoriser la totalité des positions et des instruments. Fitch observe qu'une grande partie des instruments sont valorisés en théorique à des fins de contrôle, les modèles étant définis et validés par le Risk Management. L'accès à de

nombreuses données de marché (y compris la contribution directe de teneurs de marché, notamment via le *parser*), indépendamment des *traders*, offre une haute qualité et une grande continuité de la valorisation des portefeuilles.

## ■ Technologie

### Systemes Front office

Le progiciel Sophis Value est l'outil transversal de tenue de positions et de suivi des portefeuilles utilisé par ADI. La totalité des positions actives et des instruments y est référencée et accessible, le suivi des stratégies d'investissement se faisant grâce à un système d'arborescence adapté. Les multiples liens avec d'autres outils informatiques utilisés notamment pour la vérification et la réconciliation rendent le processus général de traitement des transactions tout à fait efficace et sécurisé. Le second outil principal utilisé par les gérants est TAG, dont les améliorations successives en ont fait aujourd'hui un système flexible de suivi de stratégies, de modélisation et de simulation pré-exécution. Ce logiciel a été développé en interne et l'interface est adaptée à chaque département de gestion. TAG ne permet pas encore de générer les ordres directement dans Sophis, ce qui amène les gérants à toujours saisir leurs opérations dans ce dernier. La gestion des ordres en tant que telle ne bénéficie pas d'un carnet électronique, les ordres étant saisis au moment du dépouillement, ce qui empêche un certain nombre de contrôles. Compte tenu de la nature très sophistiquée des stratégies exploitées, les développements informatiques en *front office* sur base Excel sont toujours d'actualité, mais bénéficient de la grande qualité des bases de données.

### Middle et Back office

Afin d'offrir un niveau élevé de *Straight Through Processing*, ADI exploite un grand nombre d'applicatifs de réconciliation. Oasys Global d'OMGEO, directement interfacé à Sophis, permet la réconciliation électronique des transactions sur valeurs mobilières listées. ADI se sert également de l'outil DTCC pour l'affirmation et le rapprochement des dérivés de crédit. Les transactions de *swaps* de variance, en forte croissance, sont rapprochées avec SwapsWire. Enfin, les opérations de CFD bénéficient d'une application de rapprochement automatique développée en interne et le change est traité de façon électronique par la plate-forme FXAll. L'interfaçage complet de ces applicatifs avec Sophis devrait être apporté par la nouvelle version du progiciel. La production et la communication des

tickets d'opération aux prestataires se fait automatiquement (en « Y ») et de façon sécurisée, par un outil dédié branché sur Sophis. Les rapprochements titres et espèces avec les conservateurs devraient bénéficier d'un nouvel outil courant 2008.

### Gestion des Données

ADI bénéficie d'un accès très large et de grande qualité à tout un univers de données de marché. Ainsi, les outils d'aide à la décision s'appuient sur la base de données BUF (Base Univers Front), dont la couverture par instruments est régulièrement enrichie (récemment avec les prix collectés par le *parser*). Fitch considère toujours favorablement l'existence d'une équipe dédiée, Data Management, localisée auprès du Risk Management et qui a la responsabilité de veiller à la cohérence et à l'exactitude des données utilisée dans les modèles de valorisation et les tableaux de bord de gestion (courbes de taux, volatilités, taux de change, etc.). La valorisation continue de reposer sur la base RpriceDB, qui assure la cohérence et l'exhaustivité des cours au travers d'un moteur multicontributeur sur les titres complexes et de nombreuses autres sources.

### Intégration

ADI bénéficie d'un bon niveau d'intégration de son architecture informatique grâce à Sophis Value utilisé comme outil central de *middle office*. Sophis assure la valorisation interne des portefeuilles grâce à ses interfaces avec les outils de valorisation et la gestion des transactions grâce à ses interfaces avec les outils de réconciliation et celui de routage des avis d'opérés. Seul l'interfaçage avec les outils de gestion du passif des fonds reste à réaliser.

### Sécurité Informatique

De manière générale, la sécurité informatique est de bon niveau. Une équipe dédiée et spécialisée de 14 personnes veille à la cohérence des développements du point de vue des systèmes ainsi qu'au maintien d'une architecture informatique robuste, fiable et évolutive. Fitch note par ailleurs l'aboutissement de la première étape dans l'établissement d'un plan de continuité d'activité à grande échelle, celui-ci permettant aujourd'hui la sauvegarde sécurisée et quotidienne de l'ensemble des systèmes dans un site extérieur sécurisé.

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.