

Rapport de notation/
Switzerland

Lombard Odier Darier Hentsch
(LODH)\
Multigestion Alternative



Analystes
Olivier Fines
+33 1 44 29 92 75
olivier.fines@fitchratings.com

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

Synthèse du processus d'Investissement

Actifs sous gestion	3,8 Mrd EUR (au 1 ^{er} juin 2007)
Centre de gestion	Genève
Gérants et analystes	8
Portefeuilles	9
Track record	1997 (année de constitution de l'équipe actuelle)
Principaux fonds	LODH Alternative Strategies, LODH Delta Global, LODH Delta Explorer Fund L.P, LODH Multiadvisers Global Arbitrage, LODH Multiadvisers Global Trading, LODH Multiadvisers US Equity Long/Short, LODH Multiadvisers Europe Equity Long/Short, LODH Multiadvisers Asia Pacific Equity Long/Short, LODH Multiadvisers Latin America Equity Long/Short

Source : LODH

Société

Nom	Lombard Odier Darier Hentsch (LODH)
Actifs sous gestion	38 Mrd EUR (mars 2007) (clients institutionnels et OPCVM)
Centres de gestion	Genève, Zurich, Amsterdam, Paris, Montréal et Hong Kong
Employés	400 (clients institutionnels et OPCVM)
Gérants et analystes	145 (clients institutionnels et OPCVM)
Note asset manager Fitch	Non noté

Source : LODH

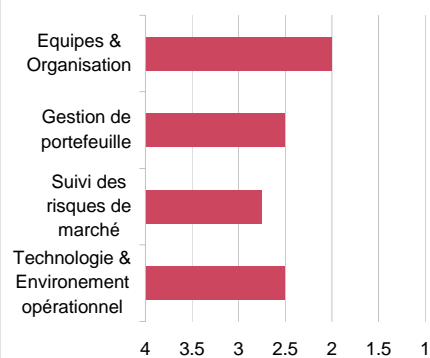
■ Description du processus

LODH offre une gamme de six fonds de fonds mono-stratégie – long/short actions en Europe, aux Etats-Unis, en Asie-Pacifique et en Amérique Latine, Global Arbitrage et Global Trading –, deux fonds de fonds multi-stratégies et un nouveau fonds de fonds Explorer. Actuellement, les deux produits multi-stratégies couvrent l'ensemble de la gestion alternative à l'exception des CTA (*Commodity Trading Advisors*) et de l'arbitrage sur instruments obligataires. Axé sur l'analyse fondamentale, le processus de gestion repose sur une approche *bottom-up* pour la sélection des gérants et sur l'évaluation qualitative du potentiel intrinsèque des gérants ou des fonds.

■ Résumé

La note « IP2- » (IP2 moins) attribuée au processus de multigestion alternative de LODH souligne le long historique de performance de cette société de gestion ainsi que son expérience dans ce domaine, la stabilité et la qualité de ses équipes de gestion, le soutien du groupe et son accès étendu aux gérants alternatifs. Cette note reflète également les progrès réalisés par la société et ses efforts permanents afin d'améliorer son processus de *due diligence* opérationnel par le biais de prestataires extérieurs spécialisés.

Critères de notation



■ Equipes et organisation

Présente depuis relativement longtemps dans le secteur de la multigestion alternative, LODH a connu différents cycles et plusieurs crises des marchés. Les banques privées Lombard Odier et Darier Hentsch – qui ont fusionné en juillet 2002 pour donner naissance à LODH – ont débuté dans cette activité en 1991. Aujourd'hui, LODH (le groupe) gère environ 108 Mrd EUR pour le compte de clients privés et d'institutions dans le monde entier et emploie au total 270 collaborateurs dans son unité d'investissement. L'équipe de multigestion alternative actuelle, constituée en 1997, réunit trois gérants de portefeuille et cinq analystes. Sans cesse renforcée depuis sa création en 1991, la gamme de fonds de fonds offre désormais 9 solutions d'investissement dont des véhicules multi-stratégies et mono-stratégie. Lancé en mai 2007, le dernier produit est un véhicule innovant qui a vocation à investir dans de nouvelles stratégies. Au 1^{er} juin 2007, l'équipe gérait au total 3,8 Mrd EUR exclusivement au travers d'OPCVM, une démarche qui se distingue d'autres fonds de hedge funds qui peuvent également avoir recours à des mandats dédiés.

Signe d'une grande stabilité, la rotation du personnel est très faible au sein de l'équipe de gestion. Les trois gérants de portefeuille, qui assurent un rôle déterminant dans le processus, occupent leur poste depuis au moins huit ans et possèdent donc une grande expérience. Avant de rejoindre l'équipe, ces trois collaborateurs ont exercé différentes fonctions dans les domaines de la gestion de portefeuille, la recherche, l'audit et le courtage. Compte tenu du volume d'actifs gérés, du nombre de portefeuilles et des stratégies utilisées, Fitch juge adéquates les ressources humaines consacrées au processus de multigestion alternative. Les analystes et les gérants de portefeuille ne possèdent aucune spécialisation en termes de stratégie. La politique de rémunération est globalement conforme aux pratiques du secteur, à la fois pour les gérants et les analystes. La multigestion alternative occupe une place de choix dans l'offre de LODH et bénéficie du soutien de la deuxième banque privée suisse.

■ Gestion de portefeuille

Le processus d'investissement de LODH est différent de celui de ses concurrents : privilégiant une approche qualitative et une démarche *bottom-up*, l'équipe met l'accent sur la sélection des fonds sous-jacents utilisant un style de gestion éprouvé et original. En outre, l'équipe n'hésite pas à investir rapidement dans des fonds récemment lancés, apportant parfois le capital d'amorçage de certaines stratégies. Le processus d'investissement est collectif par nature : les trois gérants prennent leurs décisions

conjointement, ce qui leur permet de confronter leurs opinions personnelles et leurs expériences. En ce qui concerne les produits multi-stratégies, les gérants n'adoptent que très rarement une approche basée sur l'allocation tactique entre les différentes stratégies afin de créer de la valeur. Toutefois, dans des conditions de marché particulières, LODH peut prendre des positions importantes sur des stratégies spécifiques pendant des périodes assez longues. Les stratégies dont le profil risque-rendement est défavorable, par exemple les CTA ou l'arbitrage obligataire, ne sont généralement pas prises en compte dans l'univers d'investissement.

La société cherche à se différencier de la concurrence en misant sur sa compréhension et son évaluation du comportement des marchés et des tendances sectorielles, sur ses relations de confiance avec les gérants sous-jacents et sur sa capacité à exploiter ces opportunités grâce à une évaluation rigoureuse de l'adéquation des gérants/fonds sous-jacents. Du fait de la taille appréciable des actifs gérés par le pôle multigestion alternative, de la qualité de son historique de performance et de la priorité accordée à la gestion à long terme, LODH bénéficie d'un accès facile et fréquemment actualisé à l'univers des gérants de fonds alternatifs. Plus de 200 visites et procédures de *due diligence* ont été réalisées avec des hedge funds en 2005 et 2006, l'objectif étant d'atteindre entre 200 et 250 visites par an. Le taux de rotation des portefeuilles est faible (entre 7 % et 24 % selon les fonds en 2006), ce qui illustre l'accent placé par l'équipe sur la gestion à moyen et long terme.

Tout nouvel investissement dans un fonds sous-jacent est systématiquement précédé par au moins deux visites sur site réalisées par différents membres de l'équipe. Par la suite, un rapport étayant les conclusions de l'analyse est rédigé, présentant en détail la stratégie d'investissement, son originalité et son adéquation ainsi que le profil des gérants.

En règle générale, la gestion alternative implique des équipes de petite taille dans lesquelles les collaborateurs jouent un rôle essentiel dans la génération de performance et la prévention des risques (notamment les risques de fraude et opérationnels). C'est pourquoi LODH accorde une grande importance aux facteurs organisationnels et au personnel, et s'efforce de quantifier le savoir-faire, la personnalité et l'implication des gérants des fonds sous-jacents avant de procéder à des investissements. Le processus interne de *due diligence* reste à l'heure actuelle axé sur les collaborateurs impliqués, la philosophie de gestion et la pertinence des investissements, ainsi que sur le processus de génération d'idées d'investissement et le sentiment

global à l'égard du gérant. Qui plus est, la confiance de Fitch dans la qualité du travail d'analyse de LODH a été renforcée par le recours à un prestataire extérieur spécialisé en matière de procédures opérationnelles de *due diligence*. Cette société indépendante complète en effet de façon appréciable le processus interne. Le recours à cette expertise devient progressivement systématique et Fitch veillera à contrôler comment LODH intègre les conclusions des rapports produits dans son processus d'investissement et dans le cadre général de sa gestion des risques. Ces rapports impliquant un suivi et un contrôle en profondeur, Fitch cherchera à s'assurer que ces exigences sont reflétées dans les procédures et la documentation avant et après la prise de décision d'investissement. Ces rapports présentent en détail les commentaires et les conclusions du prestataire indépendant dans les domaines suivants : l'environnement global, les principales unités opérationnelles, le processus de gestion des risques, le processus de valorisation et le calcul de la valeur liquidative, les questions juridiques et déontologiques, les infrastructures et les ressources humaines et enfin les conflits d'intérêt. Les références professionnelles mentionnées sont également contrôlées. Deux analystes de LODH participent systématiquement à chaque visite de *due diligence* du prestataire extérieur afin de prendre part au processus d'analyse, permettant ainsi à l'équipe de se forger sa propre opinion.

La procédure de sélection des fonds a donc deux objectifs clairs : vérifier d'une part la qualité du gérant sous-jacent et donc ses atouts propres, et obtenir d'autre part un avis satisfaisant sur la minimisation des risques opérationnels.

Par nature, le processus d'investissement est donc axé sur des facteurs qualitatifs et la gestion fondamentale. LODH crée de la valeur grâce à la grande expérience de son équipe de gestion et à ses efforts permanents afin d'avoir une connaissance optimale des marchés et des secteurs par le biais de présentations produits, de visites sur site, de conférences et d'un réseau de contacts avec les banquiers privés et d'investissement, réseau que l'équipe cherche à tout prix à entretenir et à développer. Le processus d'investissement repose sur une approche *bottom-up* et sur les convictions des analystes, chaque position faisant l'objet d'un examen approfondi. Les décisions d'investissement ne reposent en aucun cas sur des paramètres quantitatifs et sont étayées uniquement à posteriori lors de la réunion du Conseil de surveillance (voir la section *Gestion du risque d'investissement*). La construction du portefeuille n'est pas dictée par des règles et des contraintes formelles, mais repose sur l'opinion des membres de l'équipe de gestion en

termes de liquidité, de diversification et de valeur intrinsèque du fonds.

En ce qui concerne l'évaluation des résultats des gérants, l'équipe de gestion accorde une importance prépondérante à l'analyse pré-investissement. Pour l'activité de gestion post-investissement et lorsque l'équipe l'estime nécessaire – sur une base moins formelle et systématique – des rencontres ou conférences téléphoniques sont organisées afin de mesurer dans quelle mesure un gérant ou un fonds sous-jacent est toujours en adéquation avec la stratégie mise en place. Ainsi, le processus semble exposé à un risque de dérive du style de gestion si le gérant sous-jacent modifie l'approche et la philosophie sous-tendant son processus d'investissement. Dans son appréciation du risque, la logique de LODH est que la liquidité rendra toute réaction au mieux inefficace et que son évaluation qualitative constitue la meilleure protection contre les risques de choc extrême et de changement de style d'investissement au niveau du sous-jacent.

Lancé en mai 2007, le dernier fonds de LODH, le Delta Explorer Fund, est un véhicule multi-stratégies concentré (10 à 15 positions) qui illustre très bien la mise à profit de l'expérience de l'équipe. En effet, le fonds investit dans de nouvelles stratégies conçues par des gérants déjà présents dans l'univers d'investissement. LODH investit dès la création des stratégies sous-jacentes et apporte régulièrement le capital d'amorçage des fonds à leur lancement, démontrant ainsi un fort degré d'engagement. Sur le plan structurel, les positions prises dans les véhicules sous-jacents sont souvent plus importantes que dans les autres produits.

Compte tenu de son historique de performance, LODH a déjà été confronté à des mouvements de marché en périodes de crise et possède une grande expérience des situations de stress.

■ Suivi des risques de marché

LODH considère que la meilleure manière de minimiser les risques inhérents à la multigestion alternative est de sélectionner préalablement et avec précaution les fonds sous-jacents : la société accorde une importance limitée au contrôle quantitatif exposé du profil de risque des fonds sous-jacents. Conformément à son processus et à sa philosophie d'investissement, LODH cherche à rester investi pendant de longues périodes dans les fonds sous-jacents, une démarche à long terme qui ne facilite pas sa réactivité face à une dégradation du contexte ou de la performance d'un fonds. De fait, en règle générale, l'équipe estime qu'il est impossible d'apporter une réponse adéquate en cas de scénario extrême et inattendu affectant l'un de ses

investissements. Les fonds de hedge funds sont souvent soumis à des contraintes en matière de liquidité, liées notamment à la nature spéculative et hautement sophistiquée du secteur. En revanche, LODH cherche à réévaluer fréquemment si les gérants sous-jacents démontrent toujours les mêmes compétences, s'ils restent fiables et stables sur le plan opérationnel, ou s'ils continuent à appliquer un style de gestion adéquat

Les gérants de portefeuille accordent une plus grande priorité au critère d'adéquation plutôt qu'à l'analyse post-investissement des facteurs quantitatifs des sous-fonds ou à la dynamique de risques particuliers au niveau du fonds de fonds. Ainsi, ils contrôlent les indicateurs de risque ex-post comme la volatilité, le ratio de Sharpe, la perte maximale, le bêta, la tracking error et le ratio d'information, qui sont calculés chaque mois sur la base des valeurs liquidatives (VL) des fonds sous-jacents. Les gérants de portefeuille reçoivent également les rapports rédigés par les fonds sous-jacents et n'exigent pas davantage de transparence. Plutôt que de demander systématiquement des éléments d'information que les fonds sous-jacents seront peut-être réticents à communiquer, LODH préfère créer une relation de confiance qui permettra à l'équipe de bénéficier par la suite d'un accès privilégié aux gérants de fonds. Quoi qu'il arrive, l'objectif de LODH est d'effectuer au moins une fois par an une visite sur site pour chacun des gérants et fonds sous-jacents. Dans une démarche pragmatique, LODH préfère laisser les gérants sous-jacents appliquer leurs processus d'investissement, tout en contrôlant de près leur activité afin de vérifier que les décisions d'investissements restent conformes aux exigences préalablement définies.

Outre l'équipe dédiée aux fonds de fonds alternatifs, deux organes indépendants sont chargés de la définition et de l'organisation d'un cadre de contrôle des risques rigoureux et approfondi : le Conseil de Surveillance, composé d'associés de LODH, d'anciens associés et de membres indépendants, et le Comité Administratif. Ces deux organes adaptent leur évaluation et leur contrôle des risques du point de vue des fonds de fonds LODH en tant que véhicules d'investissement indépendants. Siégeant une fois par mois, le Conseil de Surveillance se concentre sur la régularité et la cohérence du processus d'investissement, la conformité aux directives et aux contraintes réglementaires et sur les paramètres de liquidité. Les membres du Comité Administratif se réunissent tous les trimestres et se penchent sur des questions plus opérationnelles, comme la vérification de la VL et le contrôle des rapports indépendants/externalisés de *due diligence*

opérationnelle ; ce comité est également responsable des transferts de positions entre les fonds.

Avec en moyenne 15 à 20 positions, les fonds mono-stratégie figurent parmi les plus concentrés du secteur. Les deux fonds multi-stratégies sont investis dans davantage de fonds sous-jacents : entre 25 et 35 pour le premier, et plus de 100 pour le second (un fonds de fonds de fonds). Le nouveau fonds Delta Explorer, récemment lancé, est encore plus concentré (10 à 15 positions) et peut être amené à prendre des positions plus importantes dans les actifs gérés par les fonds sous-jacents. Avec un processus et une philosophie d'investissement rigoureusement identiques, il investira uniquement dans des gérants sous-jacents approuvés, c'est-à-dire qui font partie de l'univers d'investissement. En règle générale, le gérant investira au maximum 10 % du portefeuille dans un seul fonds sous-jacent (la limite spécifiée dans le prospectus du fonds est de 20 %). Dans le cadre de la construction du portefeuille, les gérants ne procèdent à aucune analyse détaillée des situations de stress et ne prennent pas en compte de manière directe ou systématique le niveau de risque et de diversification des fonds sous-jacents (des éléments mesurés par les outils quantitatifs).

Au niveau du fonds de fonds, le risque de liquidité est contrôlé très étroitement. LODH veille à ce que ses fonds aient toujours une base de détenteurs de parts étendue et diversifiée afin de limiter l'impact d'importants rachats. En outre, les gérants et l'équipe de gestion du risque assurent un suivi régulier de la liquidité des actifs des fonds, notamment en contrôlant le nombre de jours nécessaires pour déboucler divers pourcentages des positions du portefeuille. Dans le cadre de gestion du risque de liquidité, la composition de l'actif et du passif des fonds sous-jacents n'est guère contrôlée. LODH propose des souscriptions et des rachats mensuels (les rachats sont trimestriels pour les fonds Delta Global et Delta Explorer) et impose un préavis de 40 jours (90 jours pour le fonds Delta Explorer) pour les rachats.

Le risque de change du fonds est systématiquement couvert via des contrats à terme sur devises. Fitch a remarqué que les fonds avaient adopté un effet de levier un peu plus important depuis la fin 2006, afin d'obtenir des liquidités provisoires et exploiter de nombreuses opportunités d'investissement attractives. Enfin, les quelques contraintes d'investissement des fonds sont surveillées efficacement et régulièrement.

■ Technologie et environnement opérationnel

Afin d'assurer un suivi et une gestion efficaces des positions, des liquidités nettes et des contributions à

la performance de chaque fonds sous-jacent et chaque stratégie, l'équipe de multigestion alternative utilise un système de gestion de portefeuille conçu en interne basé sur des tableurs MS Excel. Cet outil répond de façon adéquate aux besoins des gérants, notamment en matière de volumes traités. Deux des analystes de l'équipe assument une responsabilité supplémentaire sur le plan opérationnel et sont ainsi chargés de valider les calculs de la VL des fonds de fonds. Selon Fitch, ce cadre général permet de gérer les fonds de façon sûre et efficace. Compte tenu de la dimension très qualitative du processus de gestion, l'équipe n'est pas tenue d'utiliser massivement des outils décisionnels quantitatifs sophistiqués. Toutefois, elle utilise un logiciel externe doté de

dispositifs analytiques regroupant des éléments information précis et les caractéristiques (performance, liquidité, commissions et VL) de plus de 4 000 fonds dans le monde entier.

L'infrastructure informatique fait actuellement l'objet d'une modernisation, afin notamment d'améliorer l'intégralité du système STP (industrialisation, automatisation et intégration des processus de passage d'ordre et de suivi de positions). L'équipe envisage également le recours à une solution extérieure qui faciliterait le contrôle des positions, le traitement des opérations et automatiserait le reporting client. Fitch surveillera de près ces différents développements.

■ Annexe 1

Equipe de gestion

Nom	Expérience
Frederic Lebel Responsable d'équipe et gérant de portefeuille Chez LODH depuis 1995 Expérience dans le secteur : 15 ans	Diplômé de l'université Hochschule St Gallen en 1992, M. Lebel a débuté sa carrière dans la division actions de Morgan Stanley à New York puis à Londres. Il a rejoint LODH en 1995 en tant qu'adjoint de l'associé, M. P. Sarasin. Responsable du développement de la multigestion alternative de LODH depuis 1997, il participe activement à la gestion des divers produits. M. Lebel est Analyste financier agréé (CFA) depuis 1998, a été vice-président et président du European Advocacy Committee de l'AIMR de 2000 à 2004, et dirige le Capital Markets Policy Council du CFA Center for Market Integrity du CFA Institute depuis 2004.
Oscar Tuti Gérant de portefeuille Chez LODH depuis 1999 Expérience dans le secteur : 22 ans	Diplômé de l'université de Genève en 1985, M. Tuti a commencé sa carrière chez LODH en tant qu'analyste buy-side actions. A partir de 1989, il a été responsable des marchés américain, canadien et italien. Entre 1991 et 1998, il a travaillé pour Banque Pasche à Genève, en tant qu'analyste actions internationales, gérant actions et gérant de fonds de fonds. En 1998, M. Tuti a rejoint UBP à Genève en qualité d'analyste buy-side actions américaines avant de revenir chez LODH en 1999 pour reprendre le poste de gérant de fonds de fonds alternatifs. Mr Tuti est Analyste financier agréé (CFA).
Maurice Martignier Gérant de portefeuille Chez LODH depuis 1997 Expérience dans le secteur : 10 ans	Diplômé d'HEC Lausanne, M. Martignier a travaillé dans le département d'audit interne d'UBS pendant un an avant de rejoindre LODH en 1997. Il est gérant de fonds de fonds alternatifs depuis 1998. En 1999, il a passé six mois dans une société new-yorkaise de multigestion spécialisée dans l'arbitrage de fusions/acquisitions. Il a obtenu son diplôme d'Analyste financier agréé (CFA) en 2001.

Source : LODH

■ Annexe 2

Fonds gérés

Fonds (Au 30 avril 2007)	Date de lancement	Actifs gérés (m€)	Profil	Volatilité historique réalisée sur un an glissant (%)	Volatilité historique réalisée (annualisée) depuis le lancement ^a (%)
LODH Multiadvisers – US Equity Long/Short	déc. 1995	465	Fonds de fonds alternatif, Long/Short Actions US	4,1	8,9
LODH Multiadvisers – Europe Equity Long/Short	juin 2000	572	Fonds de fonds alternatif, Long/Short Actions Europe	6,1	5,3
LODH Multiadvisers – Asia Pacific Equity Long/Short	juin 2002	269	Fonds de fonds alternatif, Long/Short Actions Asie	4,6	6,7
LODH Multiadvisers – LATAM Equity Long/Short	mai 2006	179	Fonds de fonds alternatif, Long/Short Actions Amérique Latine	n.a.	3,2
LODH Multiadvisers – Global Arbitrage	juin 2000	693	Fonds de fonds alternatif, Arbitrage	2,3	2,3
LODH Multiadvisers – Global Trading	déc. 1995	498	Fonds de fonds alternatif, CTA et Global Macro	3,7	5,2
LODH Alternative Strategies	déc. 2000	1 276	Fonds de fonds de fonds, alternatif, investi dans les fonds de LODH Multiadvisers, Multi- stratégies	3,4	3,7
LODH Delta Global Fund	mai 1991	666	Fonds de fonds alternatif, Multi-stratégies	4,6	6,9
LODH Delta Explorer Fund ^b	mai 2007	93	Fonds de fonds alternatif, Multi-stratégies	n.a.	n.a.

^a Les chiffres relatifs à la volatilité historique sont des données ex-post fournies par la société de gestion

Les indicateurs de performance mentionnés dans le tableau ci-dessus sont des indicateurs historiques. La performance passée n'offre aucune garantie pour les résultats futurs

^b Chiffres relatifs aux actifs gérés par le LODH Delta Explorer Fund L.P. à fin mai 2007 ; ce fonds est un « Jersey Expert Fund » enregistré comme un placement privé

Source : LODH