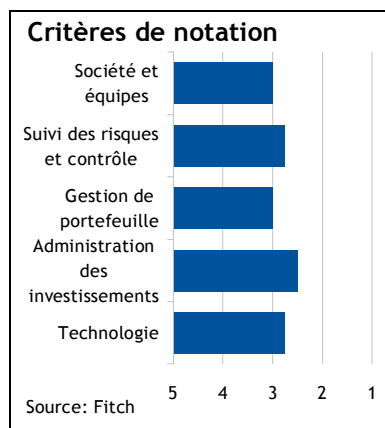


Notation Asset Manager



‘M3’ : Good/Adequate

Les sociétés de gestion notées dans cette catégorie satisfont aux exigences normales de compétence en matière de gestion de portefeuille, voire les dépassent, dans tous les domaines d'évaluation. Elles sont généralement capitalisées de façon adéquate à leur périmètre et à l'échelle de leurs activités. Elles constituent des entreprises viables en termes de rentabilité. Les entreprises figurant à ce niveau de note sont dirigées par des équipes ayant une expérience appropriée et elles-mêmes entourées d'équipes de gestion, de middle et de back-office ayant une expérience appropriée. L'infrastructure organisationnelle comprend un risk management identifiable et suffisamment responsabilisé ainsi qu'un contrôle interne répondant aux normes du secteur. Les processus de gestion sont bien définis et bénéficient d'une recherche et d'un suivi suffisants, procurant un cadre adéquat aux prises de décisions de gestion. A ce niveau de note, les sociétés de gestion possèdent de bonnes capacités en termes d'administration des portefeuilles, telles que reflétées par le niveau des services offerts et la qualité du reporting investisseurs. Tous les processus clés sont soutenus par des ressources technologiques appropriées.

Analystes

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

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

Résumé

Fitch Ratings a révisé la note Asset Manager attribuée à Rothschild & Cie Gestion (RCG), qui s'établit à 'M3+'. Cette notation couvre l'ensemble des activités de gestion de la société, à l'exception de la multigestion alternative et de la plateforme de distribution de fonds Sélection R.

La note reflète la stabilité du modèle économique développé par la société, la robustesse et la flexibilité de la plateforme opérationnelle, un environnement de contrôle solide ainsi que la qualité du processus de multigestion traditionnelle et l'expérience acquise par l'équipe dans ce domaine. La note tient également compte de ressources relativement réduites ou manquant de convergence en analyse quantitative et de moyens humains parfois limités au niveau de la recherche et pour certaines gestions.

RCG continue à afficher une rentabilité élevée et une croissance significative des encours sous gestion, malgré un environnement de marché plus difficile. L'effort de diversification et de développement des canaux de distribution assure aujourd'hui à la société des relais de croissance pour une gamme de produits également élargie. Fitch constate une offre de gestion complète, à la fois en direct ou au travers de fonds de fonds et des possibilités d'investissement qui comprennent depuis peu des stratégies obligataires diversifiées en rendement absolu. Les équipes varient peu dans leur ensemble, affichant ainsi une certaine stabilité. Sur le plan opérationnel, l'année 2007 aura permis à RCG de mener à son terme le déploiement du système POMS de Bloomberg afin d'assurer un suivi de positions et une gestion des ordres efficaces pour l'ensemble des gestions, y compris l'activité de multigestion. Parallèlement, les équipes de contrôle ont pu bénéficier du déploiement de nouveaux outils de mesure des risques et des performances, en mode ex ante (APT) et ex post (B-One de BI-SAM). L'agence souligne les projets en cours concernant le contrôle des risques de liquidité ainsi que l'analyse et l'attribution du risque. L'environnement général de contrôle reste stable et de bonne qualité, axé prioritairement sur les risques réglementaires, contractuels et opérationnels. Au niveau de la gestion, les processus restent stables et tirent toujours parti d'une organisation plutôt hiérarchisée entre les divers comités d'investissement régissant les décisions d'allocation stratégique et tactique.

Rothschild & Cie Gestion a été créée en 1998 quand la maison mère, Rothschild & Cie Banque, groupe bancaire basé à Paris, a décidé de séparer structurellement l'activité de gestion pour compte de tiers tout en maintenant sa structure de société en commandite simple. Au 31 mars 2008, la société gère environ 20,3 Mrd EUR d'actifs, pour une clientèle essentiellement française mais bien diversifiée grâce à ses nombreux canaux de distribution et à l'accès dont elle bénéficie auprès des investisseurs institutionnels. De ce total, 20% proviennent d'investissements dans la plateforme de distribution de fonds externes et internes de RCG, Sélection R. La clientèle privée représente environ 35% des encours alors que le secteur des institutionnels et de la distribution externe en concentre presque la moitié. La société propose une gamme de produits diversifiée, avec des expertises en gestion actions (Europe et Etats-Unis), obligataire (y compris les *Credit Default Swaps* (CDS), le crédit et les convertibles), diversifiée, ainsi que la multigestion traditionnelle et alternative, ces dernières représentant aujourd'hui 30% des encours. La société emploie 230 personnes à Paris, dont 40 sont gérants ou analystes.

Profil de la société

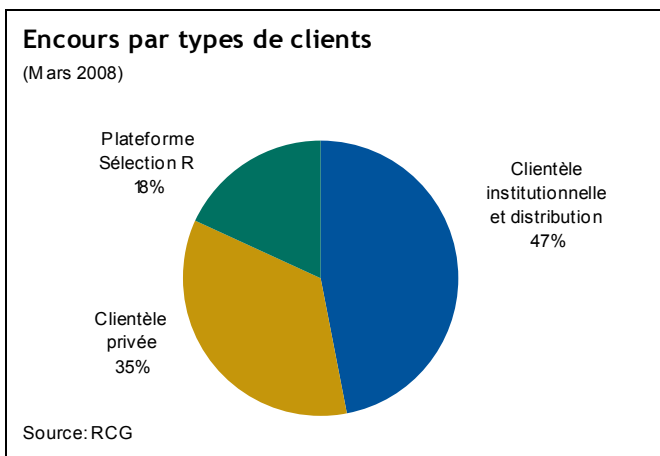
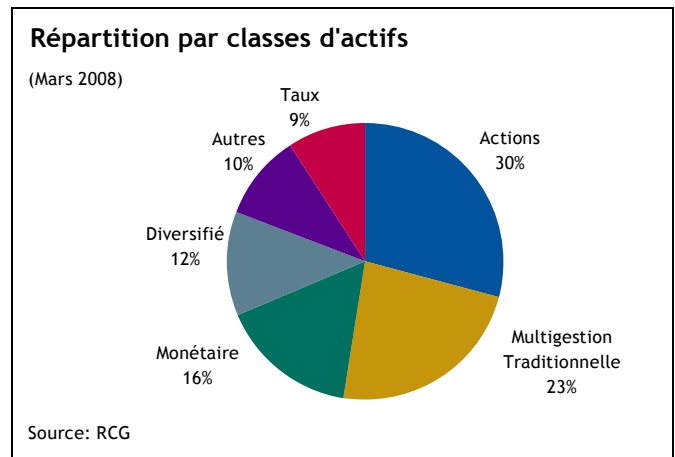
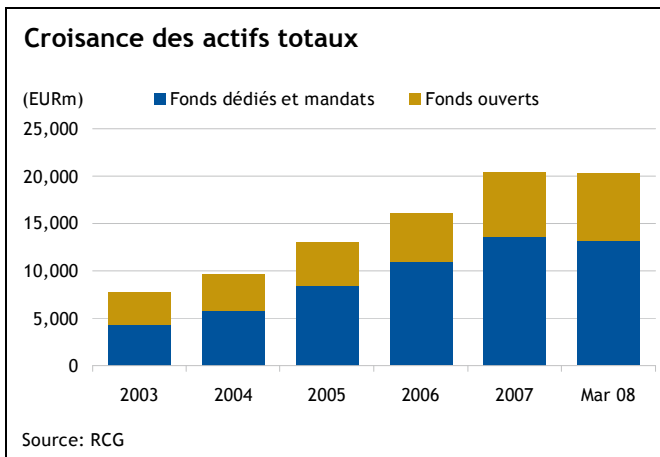
Rothschild & Cie Gestion (RCG)

Rothschild & Cie Gestion est l'entité dédiée à la gestion pour compte de tiers du groupe bancaire Rothschild & Cie Banque, basé à Paris. La création de la société, en 1998, résulte de la décision, par la banque, de séparer structurellement l'activité de gestion pour compte de tiers, tout en maintenant la structure de commandite simple. RCG gère aujourd'hui environ 20,3 Mrd EUR d'actifs, avec une clientèle essentiellement française et bien diversifiée en termes de canaux de distribution et d'accès aux investisseurs institutionnels.

La société a su développer au cours des années une large gamme de produits, de la gestion traditionnelle en actions et obligations, jusqu'au crédit, la gestion diversifiée puis la multigestion traditionnelle et alternative. RCG emploie aujourd'hui environ 230 personnes, dont 40 professionnels de la gestion.

Adresse	29 ave de Messine 75008 Paris - FR	Actionnariat	Rothschild & Cie Banque. Commandite simple (associés ont une responsabilité personnelle multiple et conjointe)
Contacts	Vincent Rasclard	Société mère	Rothschild & Cie Banque
Site web	www.rothschildgestion.fr www.rothschild-cie.fr	Associés gérants	Christian Bito, Marcel Nicolai, Philippe Chevrier, Guillaume de Malliard
Type d'organisation	Société de gestion	Gérants non associés (centre de gestion)	Denis Faller, Didier Bouvignies, Philippe Chaumel
Année de création	1998	Gestionnaires de portefeuille principaux	Didier Bouvignies, Directeur de la gestion Sébastien Barbe, Responsable de la gestion obligataire Vladimir Danési, Responsable de la multigestion traditionnelle Stanislas Bernard, Directeur de la multigestion alternative
Domiciliation	Paris, France	Nb. D'employés	230 (dont 127 en banque privée et Sélection R)
Agréments	Agrément general AMF (1998, révisé 2004), Dérivés de crédit (2004), Multigestion alternative (2004)	Nb. De gérants et analystes	40

Assets Under Management



Rothschild & Cie Gestion

Note
M3+

Éléments clés

Forces

- Robustesse et flexibilité de la plateforme opérationnelle et informatique
- Environnement de contrôle de bonne qualité
- Qualité et expérience du processus de multigestion traditionnelle

Enjeux

- Potentiel de renforcement des ressources quantitatives (développement informatique, recherche, suivi des risques de marché)
- Moyens humains parfois limités en recherche et sur certaines gestions
- Potentiel de renforcement du rôle du directeur du comité d'investissement en tant qu'animateur et coordinateur de l'ensemble des gestions

Sociétés et équipes

3.00

- Filiale à 100% du groupe bancaire français Rothschild & Cie Banque (noté 'A'/'F1')
- Structure en commandite simple ; associés solidairement et indéfiniment responsables des engagements de la société sur leurs biens propres
- Niveau élevé de rentabilité avec des perspectives stables ; structure de coût fortement contenue au regard de la hausse des encours
- Acteur de taille moyenne (20 Mrd EUR sous gestion) ; gamme de produits large et diversifiée, clientèle et canaux de distribution variés
- Collecte 2007 pour moitié auprès d'investisseurs institutionnels en monétaire et multigestion (le reste banque privée et plateforme Sélection R)
- Équipes de gestion stables et expérimentées
- Moyens humains parfois limités en recherche et sur certaines gestions (taux, actions US et petites cap.)
- Équipes de *middle office* bien organisées et suffisantes au regard de la volumétrie et de la faible complexité des instruments traités
- Indépendance et gouvernance de niveau adéquat ; conflits d'intérêts supervisés par le Responsable de la conformité du groupe

Suivi des risques et contrôle

2.75

- Environnement de contrôle interne de qualité ; équipe dédiée (3 personnes) et procédures rodées
- Comité mensuel dédié au contrôle des contraintes réglementaires et contractuelles ainsi qu'à la revue des risques opérationnels
- Existence et utilisation d'une cartographie des risques pertinente avec revues régulières
- Excellent couverture du suivi des positions et des risques de premier niveau (pré et post-exécution) grâce à l'outil central POMS (Bloomberg)
- Département dédié à la mesure de performance et des risques, et solide dispositif de sélection des courtiers et de suivi de l'exécution
- Utilisation systématique des logiciels B-One pour l'analyse ex post et APT pour l'analyse des risques ex ante (TE, volatilité, beta, VaR)
- Développement à venir d'une méthode d'attribution du risque sophistiquée ainsi que de suivi du risque de liquidité
- Intégration limitée du suivi des risques de marché avec les gestions (notamment en matière de budgétisation du risque)
- Contrôles des risques de liquidité et de contrepartie adaptés au faible niveau de ces risques chez RCG

Gestion de portefeuille

3.00

- Processus de gestion stables et appliqués de façon rigoureuse, couvrant de nombreuses classes d'actifs
- Organisation efficace fondée sur divers comités hebdomadaires et mensuels (actions, taux, allocation, risques)
- Négociation/exécution bénéficiant de l'outil POMS et d'une table de négociation dédiée (4 opérateurs)
- Nombreux outils d'aide à la décision, externes ou développés en interne sans ressources dédiées
- Accent mis davantage sur la compréhension de l'environnement de marché et (*top-down*) que sur une recherche *bottom-up* intensive
- Gestion obligataire exploitant l'ensemble des sources de valeur ajoutée ; produits purs et, depuis peu, multistratégie à rendement absolu
- Gestion actions selon une approche fondamentale, avec peu de biais de style, à la fois *bottom-up* et *top-down* ; portefeuilles plutôt concentrés
- Gestion diversifiée basée sur les décisions du comité d'allocation, chaque poche étant gérée par les équipes spécialisées
- Multigestion traditionnelle bien organisée reposant sur un processus de sélection et de suivi rigoureux, privilégiant le qualitatif sur le quantitatif

Administration des investissements

2.50

- Reporting investisseurs de bonne qualité et au contenu en progression; industrialisation efficace du processus de production
- Opérations gérées efficacement grâce à la centralisation par POMS et une équipe *middle-office* bien organisée
- Forte automatisation des processus avec le valorisateur et le dépositaire principal (HSBC Securities et Rothschild & Cie Banque)
- Réconciliation avec les contreparties de marché bien automatisée grâce, notamment, au travail d'interfaçage électronique dans POMS

Technologie

2.75

- Plateforme informatique de qualité et niveau d'intégration élevé entre *middle* et *front office*
- Outils d'aide à la décision souvent développés par les gestions, sans équipe de développement de proximité
- Gestion des données bénéficiant de la couverture de Bloomberg au travers de l'outil POMS
- Plan de continuité d'activité de bonne qualité, avec salle blanche, testé régulièrement

Société et Equipe

Actionnariat et solidité financière

Fondée en 1998, la société Rothschild & Cie Gestion (RCG) résulte de la décision du groupe bancaire Rothschild & Cie Banque de séparer ses activités de gestion pour compte de tiers (*spin off*). Le groupe, basé à Paris, est actif aujourd'hui dans le conseil en fusions et acquisitions, les émissions primaires, la gestion d'actifs, le courtage en assurance vie et dispose d'une multitude de filiales et sociétés sœurs en Europe, en Amérique du Nord et au Moyen-Orient. La maison mère Rothschild & Cie Banque bénéficie d'une notation crédit attribuée par Fitch Ratings 'A/F1/Stable' (dernière revue le 24 juin 2008).

L'agence ne relève aucun changement de structure chez RCG comme au niveau du groupe, qui reste une société en commandite simple, les associés étant donc individuellement responsables de façon conjointe et multiple sur leurs biens propres. La maison mère reste sous le contrôle de la famille Rothschild, directement (39%) et indirectement au travers de la holding financière SCS Holding (32%). L'actionnariat demeure donc stable.

La rentabilité du groupe et, en particulier, celle de RCG reste forte et en progression, tout comme la croissance du chiffre d'affaires. L'agence remarque, par ailleurs, une grande maîtrise des coûts, en l'absence d'investissement majeur en équipes de gestion ou outils informatiques au cours des dernières années. RCG est parvenue à une bonne diversification de ses sources de distribution et de sa clientèle, avec une gamme de produits également élargie (voir diagrammes p. 2). L'année 2007 a vu l'ensemble des pôles progresser en termes d'encours et tant la multigestion que la gestion monétaire régulière, se sont avérés les produits préférés des institutionnels et de la distribution. La clientèle est essentiellement française et très peu de fonds facturent des commissions liées à la surperformance. Par ailleurs, la société ne présente pas de produits phares captant une part significative des investissements. Il est à noter que la plateforme Sélection R propose à sa clientèle cible, les conseillers financiers indépendants (CFI), une gamme de fonds externes et internes (aujourd'hui 20% de produits RCG).

Expérience et historique

RCG est présente dans la gestion d'actifs pour compte de tiers depuis 1998 sous son propre nom. Les principaux fonds de la maison en gestion actions, gestion obligataire et multigestion traditionnelle ont souvent plus de dix années d'historique de performance avec des profils stables dans le temps. Notons que la société est présente dans la multigestion alternative depuis 2002. La gamme de produits est ainsi aujourd'hui relativement large ; de nouveaux produits ont été lancés ces dernières années, de manière prudente et en réponse à la demande. Fitch souligne particulièrement le lancement récent de produits fondés sur les obligations « catastrophe », mais aussi les obligations à taux variable ainsi que des stratégies « flexibles » à rendement absolu sur l'ensemble du spectre de la gestion obligataire. Par ailleurs, cette dernière inclut l'utilisation des instruments dérivés de crédit (CDS) depuis plusieurs années avec un agrément AMF obtenu dès 2002.

L'univers d'investissement est mondial et couvre l'ensemble des classes d'actifs traditionnelles, avec des stratégies qui sont souvent actives et permettent un large éventail d'instruments utilisables. Les actifs totaux sous gestion ont atteint 20,3 Mrd EUR au premier trimestre 2008 et RCG offre aujourd'hui une centaine de véhicules d'investissement différents. Rappelons que la plateforme de fonds Sélection R offre aux clients de type CFI une gamme de fonds externes et internes sélectionnés par RCG (aujourd'hui, environ 4,0 Mrd d'encours dont 20% de fonds RCG). La société a également développé un ensemble de partenariats avec des sociétés de gestion étrangères pour compléter des expertises en sélection de valeurs sur certaines zones géographiques comme l'Asie et les valeurs de petite capitalisation aux Etats-Unis.

Indépendance et gouvernance

La structure juridique de la société de gestion et de la maison mère implique que les associés sont responsables du passif de façon conjointe et multiple sur leurs biens propres. Sur le plan actionnarial, la famille Rothschild demeure largement majoritaire dans le capital, directement ou indirectement. Fitch note l'existence d'un conseil de surveillance au niveau de la banque dont certains membres sont indépendants, ainsi qu'un Responsable de la conformité pour l'ensemble du groupe.

Sur le plan opérationnel, la société de gestion est indépendante de la maison mère en termes de ressources commerciales et de recherche financière. L'ensemble des collaborateurs est directement employé par la société de gestion mais, pour des raisons d'économies d'échelle, certaines fonctions de support sont déléguées à la banque. Rothschild & Cie Banque n'exerçant pas d'activité d'intermédiation sur les marchés, la société de gestion a recours exclusivement à des intermédiaires extérieurs au groupe, sélectionnés de manière rigoureuse et objective. La fonction dépositaire continue en revanche d'être assurée par Rothschild & Cie Banque pour la majorité des fonds gérés (75% à 80% du total des encours gérés). Le Responsable de la conformité du groupe assure avec rigueur les différents contrôles nécessaires à la prévention de tout conflit d'intérêts avec le département Fusions et acquisitions de la banque. Les transactions pour compte personnel des collaborateurs font aussi l'objet d'une surveillance étroite par ce même responsable.

Equipes

Les équipes de RCG sont restées très stables sur les dernières années. Les effectifs globaux demeurent d'environ 230 personnes (une centaine en excluant la banque privée et la plateforme Sélection R), dont 40 sont des professionnels de la gestion financière ; gérants, analystes et macro-économistes. Ces spécialistes sont répartis sur quatre grandes familles de gestion : les actions, les taux, la multigestion traditionnelle et la multigestion alternative. Il est à noter que les actions et les taux se partagent une équipe d'analystes fondamentaux (*buy-side*) de trois personnes et qu'une équipe de deux personnes est dédiée aux études macro-économiques.

Equipes Rothschild & Cie Gestion

(chiffres les plus représentatifs; à fin mars 2008)

Départements et équipes	Localisation		
	Paris	Londres	NY
Gestion et Recherche			
Gérants actions	6		
Gérants taux	7		
Analystes fondamentaux	3		
Gérants multigestion traditionnelle	7		
Analystes mutigestion tradi.	4		
Gérants multigestion alternative ^a	9	1	1
Analystes macroéconomiques	2		
Reporting et Mesure de Perf./Risques			
Reporting et mesures de perf.	5		
Mesures des risques	2		
Contrôle interne	3		
MO et BO	6		

^a Hors notation Fitch
Source: RCG

L'expérience acquise ainsi que les qualifications sont, en général, de bon niveau et l'agence reconnaît la forte stabilité des équipes de gestion sur les deux dernières années. En effet, les principaux gérants affichent au moins dix ans d'expérience significative et souvent cinq ans d'ancienneté ou plus au sein de RCG. Pour autant, ces équipes pourraient bénéficier de ressources supplémentaires, tant à la gestion qu'à la recherche, avec à tout le moins l'objectif de suivre la croissance des

encours et le nombre de stratégies aujourd'hui exploitées. A l'heure actuelle, Fitch ne relève qu'un projet d'embauche pour un analyste fondamental remplaçant un départ en 2006. Fitch note par ailleurs, le recrutement en 2007 d'une personne expérimentée au poste de directeur de la multigestion traditionnelle, qui apporte 15 ans d'expérience et démontre une forte implication dans la dynamique de l'équipe.

Le département Reporting et mesures de performance et des risques regroupe sept personnes qui se répartissent les trois tâches. L'équipe est bien organisée, avec une distinction claire des responsabilités, et travaille aujourd'hui de façon tout à fait indépendante de la gestion. Plus spécifiquement, le suivi des risques de marché privilégie la production d'indicateurs à des fins de contrôle réglementaire et s'appuie sur une équipe réduite de deux personnes relativement juniors. Le département de contrôle interne s'est renforcé d'un contrôleur en 2007 (trois personnes au total). L'équipe de *middle office* compte toujours cinq opérateurs et paraît bien dimensionnée et expérimentée compte tenu de l'externalisation de l'ensemble des fonctions d'administration des comptes. Les équipes commerciales, qui constituent toujours un point fort de la société, restent stables dans leur ensemble et bien organisées. Fitch note l'embauche et le déploiement en 2007 d'une équipe de cinq personnes dédiée à l'activité de distribution auprès des tiers institutionnels. L'agence n'identifie pas d'équipes de développement informatique localisées directement chez RCG, ces fonctions étant sous-traitées à la maison mère ; la maîtrise d'ouvrage chez RCG assure toutefois la liaison à ce niveau.

Suivi des risques et contrôle

Structure de contrôle

L'organisation du contrôle chez RCG est clairement hiérarchisée et structurée. Plusieurs équipes différentes interviennent à divers niveaux de la société. Au cœur du dispositif, le département du Contrôle interne, composé aujourd'hui de trois personnes, anime l'ensemble des procédures visant à contrôler les risques, avec une attention particulière portée aux risques opérationnels et aux risques de déviance par rapport aux contraintes réglementaires et contractuelles. Le périmètre d'intervention ainsi que les responsabilités sont inchangés et l'équipe reste rattachée directement à un associé-gérant de RCG comme au Responsable de la conformité du groupe. Le département Reporting / Mesures de performance et des risques rassemble sept personnes dans trois équipes qui sont, elles, chargées de produire l'ensemble des données et rapports utilisés lors des comités, aux fins d'analyse.

Trois niveaux de contrôle sont donc en application, depuis les opérateurs en *front* et *middle office*, jusqu'à la cellule Reporting et enfin, le Contrôle Interne. Le système POMS constitue l'outil central de cette chaîne de responsabilités, dans la mesure où l'ensemble des données y transitent et y sont vérifiées. Par ailleurs, une série de comités à fréquence hebdomadaire, mensuelle et trimestrielle sont en place afin d'assurer une revue des risques qui soit régulière et formalisée. Au-delà des comités de gestion taux, actions et allocation impliquant les gérants et analystes, le principal organe de suivi des risques est le Comité de contrôle de la gestion institutionnelle et collective (« Comité des risques »). Ce dernier réunit tous les mois des responsables de la direction, de la gestion et du contrôle afin de mesurer le respect des contraintes et d'effectuer une revue des risques opérationnels. Le dispositif s'appuie également sur des comités au niveau de la maison mère, qui permettent un regard par le groupe sur les incidents rapportés et sur l'état général des gestions.

Suivi des risques opérationnels

Le suivi des risques opérationnels est en premier lieu de la responsabilité du Contrôle interne, qui rend compte des résultats à la direction de RCG, mais également au Responsable de la conformité du groupe, dans le cadre des Comités

Stratégique et des Risques opérationnels de Rothschild & Cie Banque. Du point de vue de Fitch, le contrôle de ce type de risques est effectué de façon sûre et efficace, avec une maîtrise certaine de l'ensemble des processus. L'agence relève toutefois que la documentation disponible décrivant ces dispositifs (ainsi que son archivage) pourrait être plus complète.

Les différents contrôles effectués par le Contrôle interne sont listés dans un plan de contrôle formel, éventuellement complété, pour certains contrôles, par des fiches descriptives détaillées. Une cartographie des risques opérationnels a été élaborée en 2003 en collaboration avec un prestataire externe. La société est aujourd'hui en mesure de présenter, au travers de la cartographie, les coûts associés aux probabilités d'occurrence des risques identifiés (en utilisant la VaR), confirmant ainsi les objectifs du groupe de raisonner en « méthode avancée » pour le calcul des fonds propres (selon la réglementation Bâle II). Les différents contrôles réalisés font ultimement l'objet d'un rapport régulier à la direction.

Le déploiement du système POMS de Bloomberg sur la totalité des départements de gestion a parallèlement permis un degré d'industrialisation supplémentaire pour le contrôle des risques opérationnels. Au travers des cinq « familles de risques » identifiées et codées dans POMS, l'objectif général du contrôle interne est de prévenir les erreurs de saisie et de calcul avant même l'exécution des ordres par la table de négociation. Ces indicateurs « pré-exécution » concernent les ventes à découvert, le blocage d'opérations interdites, les contraintes d'exposition, les risques de valorisation, les ordres avec volumes importants et les ordres en double.

L'agence note l'existence d'une Base incidents répertoriant les erreurs relevées de façon périodique. Seules deux erreurs ont été notées en 2007 et concernaient la validation des valeurs liquidatives. Le nouveau système d'alertes implémenté dans POMS aidera vraisemblablement à faciliter la détection de ce type d'erreurs (voir section suivante).

Contrôles et conformité

Le respect de la conformité est du ressort du Contrôle interne, qui s'assure de l'intégrité de la chaîne d'information entre le *front office*, le *middle office*, puis les administrateurs des fonds et autres prestataires. Pour ce faire, des contrôles tant permanents que ponctuels sont effectués par les équipes de contrôle.

Le progiciel POMS de Bloomberg joue là encore son rôle central dans le contrôle des risques et des opérations. L'ensemble des contraintes réglementaires, contractuelles et éventuellement internes sont codées directement dans le système et permettent un contrôle à priori, avant l'exécution d'une transaction. Outre les ratios et indicateurs classiques attendus sont également calculés des ratios internes de concentration des actifs, dont la limite est fixée à 5% de la valeur de marché constatée, par ligne, pour tous les portefeuilles.

En parallèle de POMS, l'équipe Reporting produit des rapports hebdomadaires soumis aux divers comités concernés ou bien alerte la gestion et le Contrôle interne lorsque sont observés des dépassements de limite sur *tracking error* ex ante et ex post, *Value at Risk* (VaR) pour cinq fonds, RCVaR (VaR crédit), volatilité, répartition sectorielle. De son côté, le Contrôle interne valide la totalité des contraintes codées dans POMS, anime les comités de contrôle et opère des audits ad hoc. Les améliorations techniques récentes observées par Fitch ont concerné les règles de saisie des opérations dans POMS, l'intégration de toute la multigestion et des procédures plus explicites de validation des valeurs liquidatives entre *front* et *middle office*.

La qualité de l'exécution des transactions est toujours contrôlée de façon claire et transparente, facilitée par l'existence d'une table de négociation dédiée de quatre professionnels. Par ailleurs, le Comité de trésorerie, tenu mensuellement et impliquant la gestion, le *back office* du dépositaire Rothschild & Compagnie Banque,

le contrôle ainsi que les valorisateurs des fonds, a pour responsabilité de maintenir la liste des courtiers et contreparties autorisées et d'effectuer une revue de la qualité des services. La répartition des volumes d'ordres par intermédiaire financier découle ainsi directement de la qualité des services obtenus. Enfin, les divers modèles de valorisation employés par la société sont contrôlés par un comité spécifique.

Suivi des risques d'investissement

L'équipe Reporting/Mesures de performance et des risques, indépendante de la gestion et rattachée à la direction générale, a la charge de calculer la totalité des indicateurs et ratios concernant les risques de marché des portefeuilles, puis d'en rendre compte. Fitch observe que le déploiement des outils B-One de BI-SAM pour les calculs en mode ex post et APT pour les calculs en mode ex ante est désormais achevé. L'ensemble constitue aujourd'hui, avec POMS, un tout homogène, efficace et sûr, sans besoin d'intervention d'autres équipes ou personnels. Quelques fonds sont suivis en VaR d'un point de vue réglementaire et bénéficient du système APT.

La production du département est exploitée dans les rapports hebdomadaires analysés en comité. Fitch relève des progrès en termes de profondeur et de disponibilité de l'information, chaque département de gestion pouvant compter sur une gamme d'indicateurs pertinents, qui ne permettent toutefois pas encore une budgétisation précise du risque.

Tout en reconnaissant le style de gestion traditionnel et actif de RCG, Fitch remarque cependant le besoin d'enrichir et de mener plus loin la logique de suivi des risques de marché, notamment son intégration plus directe dans les considérations de gestion, au-delà de la production de rapports.

Les risques de liquidité ne font pas encore l'objet d'un suivi particulier et formel, la nature des gestions ne l'imposant pas. Des indicateurs de capitalisation sont toutefois disponibles et des vérifications de concordance sont effectuées entre actif et passif des portefeuilles.

Gestion de portefeuille

Fitch constate la stabilité dont font preuve les processus d'investissement dans leur ensemble. La philosophie et l'approche de chacun des départements de gestion concernés par la présente étude restent identiques et sont appliquées de façon rigoureuse. En ce qui concerne la supervision et l'animation de la gestion, le directeur de la gestion actions et diversifiée, également Directeur de la gestion pour l'ensemble de RCG, occupe un rôle déterminant dans les décisions d'allocation stratégique auprès du comité d'investissement. Au regard du nombre important de stratégies déployées, des conditions de marché actuelles et à venir ainsi que du besoin croissant d'assurer une supervision d'ensemble, l'agence considère qu'il existe un potentiel de renforcement dans ce domaine, notamment en ce qui concerne le positionnement du Directeur de la gestion et son rôle auprès des équipes de gestion.

Le cadre général de gestion repose sur une architecture hiérarchisée gouvernant la prise de décision. Celle-ci s'effectue en cascade par divers niveaux de comités d'investissement, jusqu'aux gestionnaires, dont la latitude d'intervention est définie au préalable. L'allocation stratégique est décidée lors du Comité d'investissement global mensuel, mené par le Directeur de la gestion et auquel assiste un associé-gérant de RCG. Participent à ce comité tous les directeurs de pôle de gestion ainsi que la responsable du pôle d'études économiques (composé de deux personnes). Les décisions tactiques sont ensuite prises lors des comités hebdomadaires de chaque département de gestion. L'équipe de recherche fondamentale dédiée aux actions et aux taux (analyse *bottom-up*), qui comprend trois personnes actuellement, est chargée de compléter les propositions d'investissement émergeant de l'allocation stratégique par des analyses plus précises sur certains titres.

Pour l'exécution des ordres, RCG emploie une table de négociation de quatre personnes qui traitent aujourd'hui la plus grande partie des ordres émanant des gestions, à l'exception du crédit et des CDS (voir plus loin). POMS assure une liaison directe et automatisée entre les gérants et la table de négociation. Dans l'ensemble, RCG traite peu de titres complexes ou moins liquides.

Le système POMS de Bloomberg est aujourd'hui l'outil central de tenue de position et de gestion des ordres, pour l'ensemble des départements.

Processus de gestion actions

Le département de gestion actions est impliqué sur les zones Europe (petites, moyennes, grandes capitalisations) et Etats-Unis (uniquement grandes cap.). Il met en œuvre une gestion fondamentale qui cherche à tirer parti des valeurs sous-évaluées, notamment au regard de la rentabilité des sociétés. Sans biais de style prédéfini, ce processus, aujourd'hui en place depuis plusieurs années et qui s'appuie sur des responsables expérimentés, est à la fois *bottom-up* et *top-down*. La contribution *top-down* est importante, conformément à la philosophie générale. Les fonctions d'analyse et de gestion sont séparées, trois analystes *buy-side* alimentant les gérants en études approfondies sur certaines valeurs. Ceux-ci couvrent en moyenne 20 à 25 valeurs par an (pour une rotation normale d'un portefeuille sur une année), se concentrant ainsi sur un nombre limité de sociétés identifiées comme potentiellement intéressantes soit par les gérants directement, soit au travers d'un outil de filtrage quantitatif simple basé sur environ quarante critères de rentabilité et de valorisation par secteur, pour la zone Europe. Les décisions d'investissement appartiennent aux gérants seuls, qui disposent dans ce domaine de toute latitude vis-à-vis des analystes. Les portefeuilles sont relativement concentrés avec une quarantaine de lignes en moyenne. La gestion des petites et moyennes capitalisations européennes, effectuée en interne depuis fin 2004, suit une approche fondamentale beaucoup plus *bottom-up*, à horizon d'investissement plutôt long terme, sans biais de style. Les gérants et analystes ont également accès à l'outil JCF.

Processus de gestion taux

Le département de gestion taux a sensiblement élargi le spectre de son univers d'investissement ainsi que celui des produits proposés. L'équipe intervient aujourd'hui de façon tout à fait globale pour ce qui est des instruments utilisés, des stratégies suivies et des zones géographiques exploitées. Toutefois, le processus d'investissement et l'approche sont restés identiques. L'équipe met ainsi surtout l'accent sur une analyse *top-down* des divers facteurs intervenant dans le marché et tentent d'exploiter ces tendances majeures au travers d'une allocation dynamique favorisant une grande diversification, renforcée par des éléments de recherche fondamentale *bottom-up*.

La partie *top-down* (duration, courbe, exposition crédit) bénéficie de modèles quantitatifs de prévision des taux, de la pente ou du *swap spread*, utilisés notamment pendant le comité Taux. Fitch note la mise en place d'un outil de suivi des performances et du risque de la gestion obligataire en rendement absolu (MS Excel, propriétaire), pour laquelle chaque stratégie exploitée est sous la responsabilité d'un gérant et porte sur des indicateurs et facteurs quantitatifs tels que les écarts de taux, valeur relative, *momentum*, base crédit, etc.

RCG gère toujours activement l'exposition crédit de ses portefeuilles, en direct ou au travers de dérivés de crédit de type CDS. La sélection des émetteurs crédit continue de combiner éléments quantitatifs issus du modèle CreditSelect (développé en interne) et analyse qualitative. A partir d'un univers mondial initial de 7 000 obligations scrutées selon une cinquantaine de ratios de solidité financière, rentabilité et liquidité, CreditSelect permet la production mensuelle d'une liste de valeurs à acheter et à vendre. Cette première analyse quantitative est ensuite complétée par une analyse qualitative, réalisée par les gérants taux ou par l'équipe

d'analystes, ceux-ci pouvant également s'appuyer sur de la recherche externe (Markit, Citigroup) et sur les études internes déjà réalisées pour la partie actions. Un modèle qualitatif est toujours en cours de développement, visant à identifier les facteurs économiques et sectoriels pouvant provoquer les défauts de paiement. Le département bénéficie de la prise en charge de l'exécution par la table de négociation pour l'ensemble des transactions à l'exception, toutefois, des ordres sur la partie crédit, qui restent en grande partie du ressort des gérants concernés. Un volume important d'ordres taux est traité au travers des plateformes électroniques TradeBook (souverain) et MarketAxess (crédit).

La gestion des obligations convertibles s'appuie largement sur les expertises de gestion actions et sur l'équipe d'analystes valeurs. L'équipe dispose également d'une application externe (ITO33) permettant une valorisation théorique de portefeuilles d'obligations convertibles.

Processus de multigestion traditionnelle

Le département de multigestion traditionnelle a bénéficié d'un renforcement significatif de ses ressources lors des deux dernières années avec, notamment, l'arrivée du directeur actuel en 2007. Comptant aujourd'hui onze personnes, l'équipe a su maintenir un processus et une philosophie de gestion inchangés, mais a précisé son organisation en trois pôles : quatre analystes, quatre gérants de fonds de fonds et trois gérants de mandats. L'univers d'investissement reste concentré sur les fonds de droit européen et les produits coordonnés. Le processus est toujours bien rôdé et structuré, plutôt orienté *top-down*, et suit, en matière d'allocation, les décisions prises par le comité stratégique mensuel qui s'appliquent également aux autres pôles de gestion. La sélection des sous-jacents et la discipline de vente sont fortement déterminés par une liste d'achats tenue par les analystes. Ces derniers se concentrent surtout sur le secteur des fonds actions alors que les fonds obligataires sont suivis directement par les gérants. Un comité de sélection mensuel permet de valider les changements apportés à la liste d'achats. L'équipe est aujourd'hui investie dans environ 250 fonds auprès d'une centaine de sociétés de gestion. La gamme des outils aujourd'hui à disposition de l'équipe est relativement riche, avec POMS pour le suivi quotidien de tous les portefeuilles et fonds sous-jacents, une base Access propriétaire et interactive pour la recherche qualitative sur l'ensemble des fonds, un outil d'observation de l'univers d'investissement plutôt quantitatif (avec de multiples indicateurs) et l'outil historique de RCG, Macao, en complément de POMS. Tous les fonds investis ou suivis font l'objet d'une fiche de deux pages incluant des aspects qualitatifs (société de gestion, gérant, processus, opinion de l'analyste) et quantitatifs. Par rapport à certains autres multigérants, RCG privilégie l'analyse qualitative plutôt que l'utilisation de modèles d'allocation quantitatifs sophistiqués. L'objectif annoncé est toutefois de renforcer l'industrialisation des processus de sélection des fonds, de leur suivi quotidien ainsi que de la construction de portefeuille.

Administration des investissements

Reporting

Comme prévu, le contenu et le mode de production des divers rapports publiés à l'intention des investisseurs ont bénéficié d'améliorations sensibles en 2007. Fitch a pu constater une nette progression dans l'industrialisation et la sécurisation de la chaîne de production avec, dorénavant une concentration des tâches au sein même de l'équipe, sans besoin de recourir aux départements de gestion. Clairement, l'organisation générale a bénéficié de l'implémentation des outils B-One de BI-SAM pour la production des données ex post de risques et de performance et APT pour les données ex ante, l'ensemble étant centralisé par l'équipe Reporting. Les fiches mensuelles réalisées pour les fonds de la gamme publique sont claires, homogènes et comportent plusieurs indicateurs importants tels que la volatilité, la *tracking error*, le ratio de Sharpe, le ratio d'information et des éléments de corrélation avec l'indice et le marché. Elles présentent, en outre, les principales contributions

positives ou négatives à la performance, un commentaire de gestion approfondi et les principales décisions de gestion, ainsi que, désormais, l'évolution dans le temps de divers types de mesures. Toutefois, des indicateurs analytiques un peu plus précis sont toujours à l'étude ; ils permettraient une compréhension plus fine des titres et positions en portefeuille, d'un point de vue fondamental (multiples de prix, VaR, différentiel de taux, etc.).

Pour les mandats, des dossiers complets et personnalisés peuvent être réalisés en fonction des besoins du client par l'équipe de Reporting. Pour des raisons évidentes d'efficacité, la société de gestion s'est efforcée d'optimiser la standardisation de ces dossiers. A ce stade, RCG produit systématiquement, pour sa clientèle institutionnelle, des analyses d'attribution de performance sur les classes d'actifs, sur les secteurs actions et au niveau titres. Ces attributions de performance ne concernent que les portefeuilles actions et diversifiés. L'agence remarque que RCG est en mesure de produire des rapports dédiés, pour les besoins comptables des investisseurs institutionnels de type assurances et mutuelles.

RCG est certifiée GIPS pour la présentation et le calcul de ses performances de gestion et quatre nouveaux composites ont été ajoutés en 2007. Un cabinet d'audit externe vérifie annuellement cette certification.

Opérations

La qualité de la gestion des opérations chez RCG représente certainement aujourd'hui un point fort dans la chaîne de valeur de la société. Le degré d'automatisation et de sécurisation atteint par l'ensemble du circuit et du traitement des ordres est de bon niveau et l'on remarque que les contrôles intermédiaires, intégrés ou non, sont pertinents et efficaces.

L'architecture opérationnelle repose sur les deux piliers que sont le système POMS pour la gestion des ordres et le suivi des positions, et une équipe *middle office* de six personnes placées sous la responsabilité de la Directrice administrative ; bien organisée et correctement dimensionnée, cette équipe est chargée de veiller à l'intégrité des flux.

Il convient de préciser que RCG a progressivement rationalisé ses rapports avec les dépositaires et les valorisateurs dont elle emploie les services. Rothschild & Cie Banque est aujourd'hui le dépositaire principal de la société de gestion, pour environ 80% des actifs sous gestion et pour la totalité de la gamme de fonds ouverts. Dans ce cas de figure, RCG emploie également un valorisateur unique, HSBC Securities Services, auprès de qui a été externalisé l'ensemble de la fonction de valorisation (valeurs liquidatives) pour les fonds concernés. La société bénéficie cependant d'une plateforme suffisamment flexible pour permettre de gérer des mandats avec des dépositaires externes imposés par le client, situation qui prévaut actuellement pour environ 20% des encours (une vingtaine de mandats). RCG travaille ainsi également avec des dépositaires comme BNP Paribas, SG, Natixis, Caceis et les valorisateurs externes Euro-VL, Caceis, BNP Paribas FS et Dexia.

La transmission des avis de transaction du *middle office* vers les différents dépositaires et valorisateurs extérieurs est largement automatisée avec l'utilisation de messages Swift et la possibilité de visualiser en direct les opérations de réconciliation sur les sites internet de chaque dépositaire. Avec le principal valorisateur et dépositaire (HSBC et Rothschild), les avis de transaction sont envoyés de manière électronique avec le système informatisé CFT. En matière de rapprochement avec les contreparties de marché, l'utilisation du protocole Fix pour les ordres actions contribue à la sécurité et à l'efficacité du processus et les ordres sur obligations passent souvent par les plateformes MarketAxess et TradeBook (voir section Gestion). Une interface électronique dédiée permet une liaison directe entre le passage des ordres et leur inscription dans POMS. La confirmation finale, qui comprend notamment les instructions de règlement et livraison, se fait toujours

par échange de fax et d'email, en l'absence d'outil spécifique. Les opérations de gré à gré, devises et produits dérivés sont traitées de façon essentiellement manuelle. Plus spécifiquement, les exécutions sur dérivés de crédit sont simplement signées dans DTCC. Enfin, le rapprochement des positions espèces/trésorerie et stocks titres est relativement automatisé lorsque le dépositaire est Rothschild & Cie Banque (au moins deux fois par mois), mais il est tout de même suivi une à deux fois par mois en mode manuel dans les autres cas de figure.

En termes de valorisation et de contrôle des valeurs liquidatives (VL), la nature même de l'univers d'investissement de RCG induit un risque limité à ce niveau. Comme mentionné précédemment, la fonction de valorisateur a été externalisée et le Contrôle interne a mis en place une procédure de contrôle des VL en cascade impliquant *front* et *middle office* successivement. Des projets sont d'ailleurs en cours afin d'explicitier davantage cette procédure ainsi que les contrôles exercés sur les produits complexes et la trésorerie des portefeuilles.

De manière générale, la gestion des poches de trésorerie est centralisée, celles-ci pouvant être investies dans les OPCVM monétaires de RCG ou en direct.

Conformément à la législation, la société de gestion exerce de manière active et transparente les droits de vote attachés aux titres détenus par les OPCVM qu'elle gère, pour les sociétés européennes et nord-américaines (utilisation de la plateforme ISS Governance Services).

Technologie

Systèmes de *front office*

Au travers de POMS, RCG dispose d'une architecture informatique de qualité. L'année 2007 a permis de déployer le progiciel sur l'ensemble des départements de gestion et Fitch a pu vérifier son application à toutes les tâches quotidiennes impliquant des opérations de gestion. D'une grande flexibilité, POMS assure un suivi des positions de façon exhaustive et personnalisé selon les types de produits ainsi qu'une gestion des ordres très efficace, en lien direct avec la table de négociation. Par ailleurs, un ensemble d'indicateurs a pu être intégré à l'interface utilisateur de l'outil, facilitant les contrôles pré-exécution ainsi que les contrôles permanents sur l'état des risques de marché.

En ce qui concerne plus spécifiquement le travail de gestion et de recherche, l'agence relève que l'effort de développement informatique est effectué directement au *front office*. Chaque département a progressivement développé, de façon unilatérale, les outils dont il avait besoin ou a acheté des logiciels adaptés. De manière générale, les outils d'analyse sont de bonne qualité. On peut citer l'accès de l'équipe actions à un outil quantitatif propriétaire pour l'analyse et le filtre de l'univers selon des critères fondamentaux ainsi que l'utilisation du système Jacques Chahine Finance (JCF). Du côté des taux, de multiples outils de valorisation sont disponibles et l'équipe dispose de ses propres logiciels propriétaires pour le suivi de ses stratégies ainsi que d'un outil d'optimisation, toutefois peu utilisé. Du côté de la multigestion, la technologie à disposition est importante et consiste en de multiples applicatifs d'analyse, surtout internes, en plus d'un accès maintenant complet à l'ensemble des portefeuilles dans POMS, amélioré de plusieurs indicateurs spécifiques.

Middle et *Back office*

RCG ayant complètement externalisé la fonction de valorisateur et d'administration des comptes, les principaux systèmes utilisés pour ces tâches se résument aujourd'hui à POMS et au système historique de RCG, Tampor, qui permet de tenir une comptabilité des portefeuilles en interne et facilite les diverses opérations de rapprochement et réconciliation. Tampor est d'ailleurs toujours au cœur du système dans le cas des dérivés et du change, qui ne bénéficient pas encore d'un

degré d'automatisation aussi poussé que les ordres sur actions et taux. De la même façon, Tampor sert de base référentielle en même temps que d'outil de rapprochement pour les stocks titres et la trésorerie des fonds.

De manière générale, le degré d'automatisation des flux est élevé. L'automatisation est particulièrement complète pour le circuit d'ordres comprenant les deux prestataires principaux que sont Rothschild & Cie Banque comme dépositaire et HSBC comme valorisateur. Les travaux d'optimisation annoncés ou en cours portent notamment sur l'aide au rapprochement intégré dans Tampor, le suivi et archivage des opérations de rapprochement ainsi qu'une meilleure typologie et un suivi plus précis des opérations restées en suspens (non encore confirmées ou réconciliées).

Gestion des données

Le principal système de gestion des données est POMS, lié en continu aux sources du fournisseur de données Bloomberg. Cet ensemble permet une optimisation et une sécurisation des données utilisées de grande qualité, dans le cadre du suivi des portefeuilles, de la valorisation des instruments, de l'accès aux indices de marché et de la validation des valeurs liquidatives. POMS est également la principale source de données des outils employés par l'équipe Reporting.

Les gérants et analystes peuvent par ailleurs utiliser leurs propres sources, en *front office*, pour alimenter leurs outils propriétaires locaux.

Intégration

Fitch souligne les progrès apportés par le complet déploiement et l'exploitation du progiciel POMS de Bloomberg. Celui-ci assure une cohésion d'ensemble dans la façon dont les portefeuilles sont suivis et contrôlés ainsi que dans la gestion des ordres entre les diverses cellules de gestion, la table de négociation et le *middle office*. Toutefois, les outils développés unilatéralement par les gérants et les analystes en *front office* restent exploités localement, sans lien actif entre eux. Enfin, les liens avec les prestataires externes ont été progressivement rationalisés et optimisés, comme expliqué ci-dessus, si bien que la situation sur ce plan est aujourd'hui satisfaisante.

Sécurité informatique

Comme expliqué précédemment, la Maison Mère mutualise certains services entre les diverses entités et filiales du groupe. L'informatique fait partie de ce cadre de travail. Ainsi, certains développements informatiques transversaux peuvent bénéficier de l'intervention de l'équipe de maîtrise d'ouvrage de RCG, en liaison avec la banque, alors que d'autres développements locaux sont effectués directement par les équipes de gestion, en *front office*. L'agence n'a pas relevé l'existence d'informaticiens de proximité, déployés auprès des gestions.

Grâce au système Bloomberg POMS, l'environnement de gestion et de négociation bénéficie d'un niveau d'intégration et de sécurité élevé. RCG s'est dotée en 2004, avec l'aide d'un consultant externe, d'un plan de continuité d'activité de bonne qualité et testé régulièrement. Ce plan est directement lié aux capacités informatiques de la maison mère et implique notamment l'existence d'un site externe distant avec duplication des serveurs.

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.