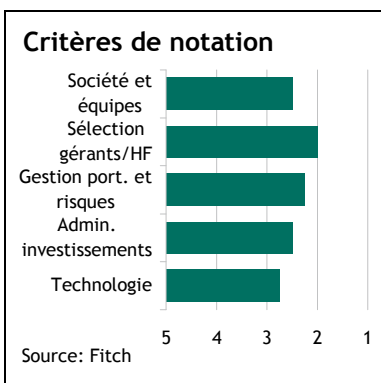


FoHF Manager
France
Rapport de notation

Europanel Research & Alternative Asset Management



'FoHF M2' - Strong

Les sociétés de gestion notées 'FoHF M2' ont obtenu des scores élevés dans la plupart des domaines d'évaluation. Ces organisations sont en général stables, bien capitalisées avec un bon historique de performances. Elles sont par ailleurs dirigées par des individus expérimentés bénéficiant d'équipes de support de qualité. Ces sociétés appliquent des pratiques de gestion de portefeuille robustes qui s'articulent autour d'objectifs et moyens clairement définis. L'infrastructure organisationnelle inclut un environnement strict de contrôle des risques et de contrôle interne, intégré à la gestion au quotidien et au processus de sélection des fonds et gérants. Cette sélection fait intervenir des procédures de due diligence complètes et intensives et la gestion des portefeuilles est effectuée de façon homogène avec des revues d'analyse fréquentes et des mesures de contrôles appropriées. L'ensemble se traduit en une approche disciplinée dans la prise de décisions d'achat, de vente ou maintien. A ce niveau de notation, les sociétés ont des capacités élevées en administration des investissements qui sont reflétées dans le niveau et la qualité des services aux investisseurs ainsi que dans la transparence des rapports périodiques. Les procédures opérationnelles bénéficient de ressources technologiques et logistiques intégrées, complétées par des outils analytiques et d'aide à la décision de bonne qualité.

Analystes

Charlotte Quiniou, CFA
+33 1 44 29 92 81
charlotte.quiniou@fitchratings.com

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

Résumé

Fitch Ratings a confirmé la note Investment Process 'IP2' attribuée à Europanel Research and Alternative Asset Management (ERAAM) et l'a simultanément convertie en note Fund of Hedge Fund Manager Rating 'FoHF M2'.

La note reflète la stratégie adoptée par ERAAM consistant à se concentrer sur les *hedge funds* gérés par des sociétés de gestion établies en Europe et dont la plupart sont réglementées. La note traduit également l'expérience des gérants, la discipline des processus de sélection et de construction de portefeuille et le suivi approfondi et systématique des risques au niveau des fonds sous-jacents et des fonds de fonds.

La note tient compte, par ailleurs, des défis que la société doit relever pour maintenir une clientèle d'investisseurs stable et préserver sa situation financière, étant donné son caractère entrepreneurial et du fait des récentes contreperformances de la multigestion alternative. La société est toujours rentable et sa liquidité est adéquate au vu des besoins à court terme.

Discipliné et bien documenté, le processus de gestion d'ERAAM répond à une philosophie de gestion stable et clairement établie. La sélection des *hedge funds* et l'allocation stratégique sont décidées lors des comités de gestion et bénéficient ainsi de la contribution des cinq gérants seniors dont les profils professionnels sont complémentaires. Préalablement à toute nouvelle décision d'investissement, une analyse quantitative et qualitative est systématiquement réalisée sur les fonds considérés. Une *due diligence* opérationnelle est également réalisée par le responsable des opérations, même si les risques opérationnels liés aux fonds sous-jacents sont relativement circonscrits du fait de la concentration de l'univers d'investissement qui comprend exclusivement des gérants basés en Europe et quasiment tous réglementés. Un outil quantitatif, développé en externe et spécialement conçu pour la multigestion alternative, offre un cadre robuste pour l'analyse statistique des *hedge funds* et la construction de portefeuille sur la base des séries de valeurs liquidatives. De plus, les risques de marché des *hedge funds* et des portefeuilles de fonds sont bien suivis à travers des indicateurs de sensibilité aux marchés et des analyses fondées sur la transparence, partielle ou totale, des positions des *hedge funds Long/Short Equity*.

Les documents de *reporting* standard et ad hoc offrent un bon niveau de transparence aux investisseurs quant aux *hedge funds* sélectionnés, à l'allocation et aux performances réalisées. La mise en place d'un outil de tenue de positions et de gestion des ordres devrait prochainement renforcer la capacité et la performance de la plateforme opérationnelle qui est adaptée aux volumes gérés actuellement. La gestion des données a été renforcée par une centralisation accrue et une meilleure accessibilité des informations relatives aux valeurs liquidatives et au suivi qualitatif des *hedge funds*.

Profil de la société de gestion

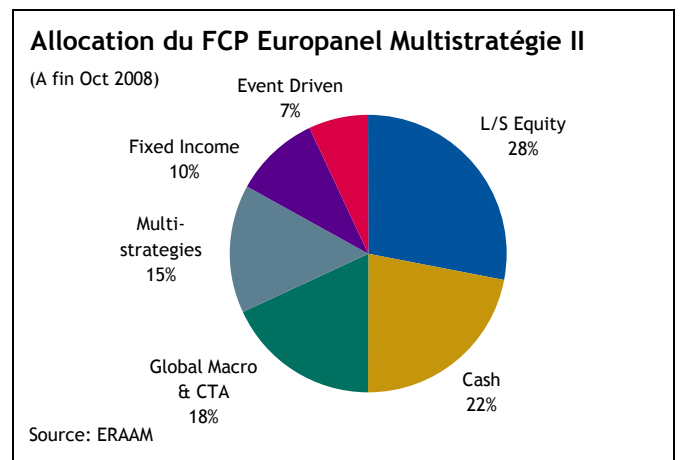
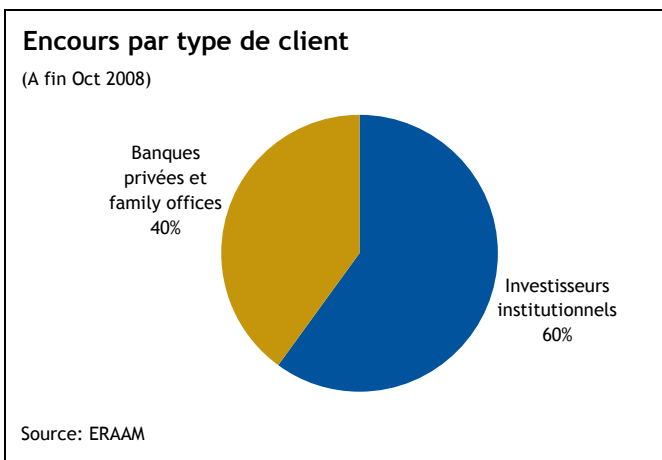
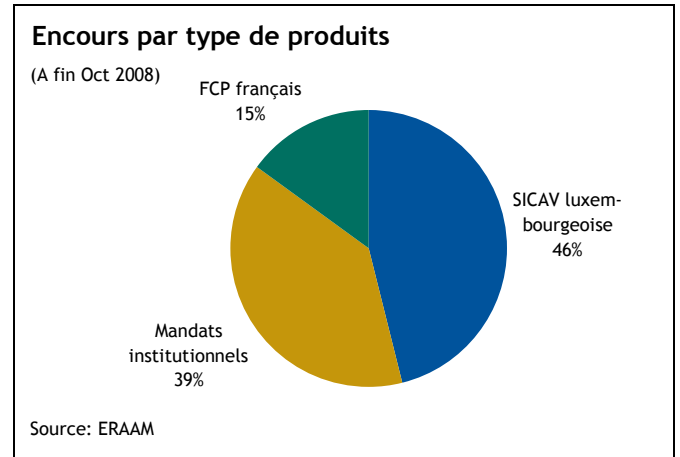
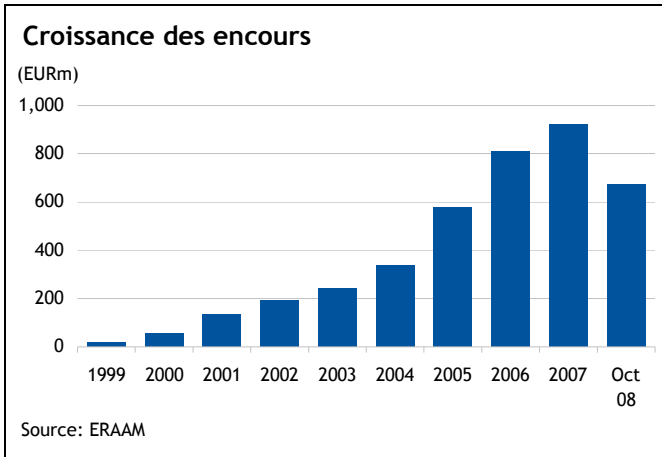
ERAAM

Europanel Research and Alternative Asset Management (ERAAM) est une société entrepreneuriale dédiée à la multigestion alternative. Créée en 1998 en tant que société d'intermédiation sous le nom de BCAL, elle est devenue société de gestion agréée par l'AMF en 2002 et a pris le nom d'ERAAM. A fin octobre 2008, ERAAM gérait des encours de 675 millions d'euros à travers des fonds ouverts et des mandats institutionnels dédiés

ERAAM gère des produits mono-stratégie - *Long/Short Equity*, *Fixed Income* et, depuis septembre 2007, *Emerging Europe* - et des produits multi-stratégies. Son univers d'investissement couvre exclusivement des hedge funds gérés par des sociétés de gestion établies en Europe et dont la plupart sont réglementées par la FSA ou l'AMF. A fin septembre 2008 ERAAM employait 14 personnes, dont 5 gérants de portefeuille seniors

Adresse	49-51 avenue George V 75008 Paris - France	Actionnariat	80% Associés 17% Quilvest 3% Employés
Contact au sein de la société	Olivier Kintgen	Parent/affilié	
Site web	www.eraam.com	PDG	Cyril Julliard
Type d'organisation	Société de gestion	DG délégué	Bertrand Van Houtte
Date de création	BCAL en 1998; ERAAM en 2002	Gérants	Cyril Julliard, Bertrand Van Houtte, Olivier Kintgen, Pascale Le Roux, Laure Sebbah
Domiciliation	Paris	Nombre de gérants et analystes	8
Agrément	Agrément général de l'AMF (2002), Agrément Investment Adviser de la SEC en 2007	No. of employees	14

Actifs sous gestion



ERAAM

Note

Eléments clés

FoHF M2

Points forts

- Concentration sur des *hedge funds* gérés par des sociétés de gestion établies en Europe dont la plupart sont réglementées
- Gérants expérimentés bénéficiant de profils complémentaires en termes d'expérience professionnelle
- Suivi approfondi des HF et des fonds de *hedge funds* (FoHF) à travers des indicateurs de sensibilité aux marchés, des analyses fondées sur la transparence des positions des HF et une forte proximité avec les gérants
- Procédures de sélection des *hedge funds* disciplinées et bien documentées

Enjeux

- Stabilité de la clientèle d'investisseurs et préservation de la situation financière d'ERAAM étant donné son caractère entrepreneurial
- Maintien de l'attention apportée à la gestion des risques d'investissement en l'absence de fonction des risques indépendante
- Projet en cours pour la mise en place d'un système de tenue de positions et de gestion des ordres

Score

Société & Equipes

2.50

- Société de gestion entrepreneuriale indépendante et dédiée à la multigestion alternative
- Stabilité des investisseurs et de la situation financière d'ERAAM à maintenir étant donné le caractère entrepreneurial de la société
- Historique de six ans en tant que société de gestion réglementée par l'AMF avec une clientèle d'investisseurs majoritairement institutionnels
- Equipe d'investissement stable comprenant cinq gérants expérimentés bénéficiant de profils complémentaires en termes d'expérience professionnelle et trois analystes fonds
- Responsabilité de la gestion des risques d'investissement intégrée à la gestion, en l'absence de fonction des risques indépendante
- Risques de conformité, de liquidité et opérationnels couverts par le responsable des opérations, également RCCI
- Ressources commerciales récemment renforcées avec l'arrivée d'un directeur du développement

Sélection des Hedge Funds/Gérants

2.00

- Concentration sur des HF gérés par des sociétés de gestion établies en Europe dont la plupart sont réglementées ; 50 HF sélectionnés
- Processus de sélection des HF comprenant une analyse complète et disciplinée des gérants, fonds et processus
- Accès aux gérants de HF facilité par la concentration géographique de l'univers d'investissement
- Accès aux fonds récemment lancés à travers une procédure de « *farming* » clairement définie et dans un cadre d'allocation bien limité
- *Due diligence* opérationnelle effectuée par le responsable des opérations sur la base d'un questionnaire complet et détaillé
- Elaboration par le dépositaire d'un état trimestriel des changements opérationnels relatifs aux fonds de la SICAV luxembourgeoise

Gestion de Portefeuille et Suivi des Risques

2.25

- Philosophie de gestion stable centrée sur les stratégies alternatives avec un biais fondamental (macro, L/S)
- Processus de sélection des HF et de construction de portefeuille articulés autour de comités réunissant les gérants seniors
- Outil quantitatif performant pour l'analyse des portefeuilles et les simulations de construction de portefeuilles
- Procédures disciplinées pour le suivi mensuel des risques des HF et FoHF à travers des indicateurs de sensibilité aux marchés et des analyses fondées sur la transparence, partielle ou totale, des positions des HF *Long/Short Equity*
- Risque de liquidité contenu ; évolution des conditions de rachat s'appliquant aux FoHF d'ERAAM domiciliés en France
- Gestion prudente de la liquidité des portefeuilles ; large augmentation des positions de trésorerie, de manière anticipée, sans altération majeure de l'allocation

Administration des Investissements

2.50

- Les documents de *reporting* standard et ad hoc offrent un bon niveau de transparence aux investisseurs quant aux HF sélectionnés, à l'allocation et aux performances réalisées
- Procédures satisfaisantes pour les activités de *middle office* étant donné les volumes gérés et le nombre restreint de portefeuilles
- Gestion de la trésorerie déléguée aux banques dépositaires
- Processus manuel rigoureux pour la validation des valeurs liquidatives des FoHF avec les deux administrateurs, Dexia et Rothschild

Technologie

2.75

- Projet en cours pour la mise en place d'un outil de tenue de positions et de gestion des ordres ; recours à Excel dans l'intervalle
- Outil quantitatif développé par un prestataire externe pour la gestion des risques, l'analyse de portefeuille et la construction de FoHF
- Plateforme opérationnelle adaptée aux volumes gérés mais offrant peu de marge de manœuvre en termes de capacité
- Gestion des données renforcée par une plus grande centralisation et une meilleure accessibilité des informations relatives aux valeurs liquidatives et au suivi qualitatif des *hedge funds*

Société & équipes

Actionnariat et solidité financière

ERAAM est une société entrepreneuriale indépendante dédiée exclusivement à la multigestion alternative. Créée en 1998 par deux partenaires associés, Bertrand Van Houtte et Cyril Julliard, en tant que société d'intermédiation sous le nom de BICAL, elle est devenue société de gestion agréée par l'AMF en 2002 et a pris son nom actuel. Le capital de la société est aujourd'hui détenu à hauteur de 70% par les deux fondateurs de la société auxquels se sont ajoutés trois nouveaux partenaires (deux gérants et le directeur du développement). Depuis 2005, la banque privée Quilvest, filiale du groupe familial Quilvest, est également présente au capital d'ERAAM à hauteur de 17% et demeure un actionnaire relativement passif. Les partenaires de la société souhaitent par ailleurs préserver son caractère entrepreneurial.

Le violent fléchissement des marchés financiers et la baisse de confiance de certains investisseurs à l'égard des FoHF ont entraîné une diminution des encours d'ERAAM et donc une réduction des revenus qui exercent une certaine pression sur la situation financière de la société à long terme. Celle-ci demeure néanmoins favorable en 2008 avec un résultat d'exploitation attendu positif bien qu'en baisse par rapport à 2007. A encours constants, la société devrait rester rentable en 2009 et sa liquidité est adéquate au vu des besoins à court terme.

Expérience et historique

Durant ses six années d'existence en tant que société de gestion, ERAAM a développé une offre de produits cohérente, en restant fidèle à son positionnement initial d'acteur spécialisé dans la multigestion alternative concentré exclusivement sur des acteurs implantés en Europe, et donc réglementés pour la plupart. ERAAM a, par ailleurs, maintenu un biais marqué pour les *hedge funds* ayant une approche de gestion fondamentale, ce qui facilite leur compréhension et leur suivi, par opposition à des stratégies plus opaques.

Créée en 1999, la SICAV luxembourgeoise Europanel, qui représentait à fin 2007 près de 50% des actifs sous gestion d'ERAAM, comprend désormais cinq compartiments : Multi-stratégies, *long/short equity*, *fixed-income*, *diversified* et, depuis octobre 2007, Emerging Europe. A partir de 2003, deux fonds de fonds alternatifs de droit français de type ARIA III sont venus compléter la gamme de produits (Europanel Multi-stratégies II et Europanel Long-Short II) et représentaient 22% des encours de la société à fin 2007. ERAAM gère, par ailleurs, des mandats pour une clientèle institutionnelle française et internationale.

Après avoir enregistré, de 2002 à 2007, une phase de croissance soutenue de ses encours pendant laquelle les actifs sous gestion ont été quasiment multipliés par cinq, atteignant plus de 900 millions d'euros à fin décembre 2007, ERAAM a été affectée en 2008 par la baisse des marchés financiers et des retraits d'investisseurs, comme l'ensemble des gérants de FoHF. A fin octobre 2008, les encours d'ERAAM atteignaient ainsi 675 millions d'euros. Les retraits ont concerné en grande majorité les investisseurs de type banque privée et *family office*, alors que la clientèle institutionnelle, qui représente 60% des encours d'ERAAM, est demeurée relativement stable, certains ayant même récemment augmenté leurs investissements auprès d'ERAAM. La société devra continuer à maintenir un volant stable d'investisseurs afin de surmonter la crise actuelle et préserver sa visibilité.

Indépendance et gouvernance

Structurellement indépendante de par son actionnariat majoritairement privé, ERAAM jouit d'une totale liberté quant au choix de ses prestataires externes pour l'administration et la conservation des fonds (Rothschild pour la SICAV luxembourgeoise, Dexia pour les FCP de droit français), les services informatiques

ou encore les fournisseurs de données.

La gouvernance de la société de gestion ne fait pas intervenir de directeurs indépendants au sein de ses organes décisionnels. Fitch note cependant la présence de directeurs indépendants au sein du conseil d'administration de la SICAV luxembourgeoise. ERAAM est par ailleurs supervisé par l'AMF depuis 2002 et a obtenu en 2007 l'agrément de la SEC en tant qu'*Investment Adviser*.

Equipes

ERAAM regroupe aujourd'hui 14 collaborateurs, répartis selon le tableau ci-dessous. Tous sont intéressés, à différents degrés, au capital de la société, ce qui aide à fidéliser les équipes.

Equipes ERAAM

Département	Effectif
Gestion	5
Analyse hedge funds	3
Opérations et administration	3
Développement et ventes	3

Source: ERAAM

L'équipe de multigestion, initialement constituée des deux fondateurs de la société, a été progressivement renforcée et regroupe aujourd'hui cinq personnes dont les profils se complètent bien au regard de l'univers des fonds et des stratégies suivis. A l'expérience de la vente actions et des marchés à terme des deux gérants sont ainsi venues s'ajouter celles d'un ancien trésorier et trader taux en 2001, d'un spécialiste des dérivés actions et membre du comité d'investissement d'une importante société de multigestion alternative en 2004 et, en 2007, d'une ancienne *proprietary trader* et gérante de fonds global macro. De plus, trois analystes *hedge funds*, dont deux juniors, complètent l'équipe de gestion.

Les cinq gérants sont responsables de la stratégie d'investissement et des *due diligences* sur les processus de gestion, les trois analystes assurant un rôle de support et d'analyse quantitative. Spécialisés par stratégie, les gérants ont une connaissance approfondie des marchés financiers et des instruments dérivés grâce à leur expérience en salle de marchés ou comme gérants de portefeuille et sont également complémentaires avec des expertises propres sur les différents produits actions, taux ou dérivés. Etant donné l'orientation exclusive d'ERAAM vers des fonds européens (une cinquantaine de fond investis aujourd'hui) gérés par des sociétés réglementées et basées à Londres pour la très grande majorité d'entre elles, les moyens alloués au processus sont appropriés. Cet axe européen donne aux gérants une grande aptitude à appréhender l'univers des gérants de *hedge funds* et à être réactifs.

Le suivi des risques de marché liés aux *hedge funds* et FoHF est intégré au processus de gestion. Ce suivi est réalisé directement par les gérants et analystes, sous la responsabilité d'un des gérants identifié en tant que *risk manager*, en l'absence de fonction de risque indépendante, du fait de la taille de la société.

Les activités de *middle-office* sont effectuées par une équipe de trois personnes dont le responsable est également en charge des *due diligences* administratives et opérationnelles sur les sous-jacents, de la conformité et du contrôle interne. A ce titre, il est clairement identifié comme responsable conformité et contrôle interne (RCCI), rendant compte à l'AMF pour tout ce qui traite de ces sujets.

Trois personnes, dont le directeur commercial recruté récemment, viennent compléter le dispositif et assurent le développement commercial, le marketing, le reporting et les analyses quantitatives. Les développements informatiques sont en majorité sous-traités.

L'ensemble des moyens humains paraissent bien adaptés aux volumes traités actuellement par la société, qui gère 11 portefeuilles investis dans une cinquantaine de fonds sous-jacents.

Sélection des *hedge funds*/gérants

Recherche (sourcing)

Grâce à la compétence reconnue de ses équipes de gestion sur le marché européen, ERAAM a développé un large réseau de relations dans les salles de marchés, chez les *prime brokers* et chez les gérants de *hedge funds*. Cette bonne implantation parmi les acteurs de la gestion alternative permet à ERAAM d'avoir accès aux gérants et de pouvoir négocier des capacités pour ses fonds.

Les directives et priorités en termes de recherche de nouveaux fonds sont établies de façon trimestrielle lors de comités d'investissement, en fonction des scénarios macroéconomiques identifiés par l'équipe de gestion. Dans le contexte actuel, le nombre de fonds investis à été sensiblement réduit et l'accent est davantage mis sur la surveillance des *hedge funds* en portefeuille. ERAAM a été relativement peu exposée aux *hedge funds* ayant fait défaut ou en liquidation, pourtant en nombre fortement croissant sur les marchés en 2008. L'évènement majeur auquel ERAAM a dû faire face a été la défaillance, en octobre 2008, du fonds Millenium Global Emerging Credit.

Sélection des *hedge funds*

La sélection d'un nouveau *hedge fund* est décidée lors du comité d'investissement mensuel qui réunit les cinq gérants d'ERAAM. Les décisions sont prises sur la base d'une étude préalable et approfondie du gérant, selon une approche disciplinée : analyse quantitative du fonds candidat, *due diligence* qualitative détaillée sur le processus de gestion et *due diligence* opérationnelle réalisée par le responsable du département Opérations (voir section suivante). A partir des différents éléments de cette étude, chaque *hedge fund* se voit attribuer une note interne qui influencera la pondération du fonds au sein des fonds de fonds.

L'analyse quantitative réalisée dans le cadre du processus de sélection des *hedge funds* est riche et détaillée. Elle comprend une analyse de la performance ajustée du risque par rapport à un univers de fonds de même stratégie, une analyse de risque à partir des valeurs liquidatives (VL) hebdomadaires incluant des indicateurs de sensibilité aux facteurs de marché (taux, change, indices actions, indices matières premières, ...), la *Value-at-Risk* (VaR) et la *Conditional VaR* (CVaR), le *drawdown* maximal et la période de recouvrement associée, et enfin des *stress tests* historiques du fonds sur des scénarios de crise (bulle technologique 2000, septembre 2001, *credit crunch* 2002...). Ces analyses sont effectuées à l'aide de TrackValue, un outil statistique développé par un prestataire externe et spécialement conçu pour répondre aux spécificités de la multigestion alternative. En l'absence d'historique sur un sous-jacent, TrackValue permet notamment de construire un historique simulé sur base d'indices de marchés ou de *hedge funds* et de règles simples (combinaison linéaire, combinaison linéaire par partie recréant un profil optionnel, conversion en devise avec couverture). En matière d'analyse quantitative, ERAAM privilégie une approche simple mais systématique appliquée aussi bien à l'analyse des sous-jacents qu'à la construction de portefeuille et au suivi des risques.

L'analyse qualitative comprend deux visites sur site réalisées par deux gérants, séparément et à des moments différents, qui donnent lieu à un rapport de *due diligence*. L'expérience des cinq gérants de la société de gestion, spécialisés par stratégie, permet une bonne appréhension du processus d'investissement du gérant visité et des risques associés à sa stratégie de gestion. Cette analyse qualitative met également l'accent sur la compréhension des positions en portefeuille et le degré de liquidité des fonds.

Par ailleurs, ERAAM a mis en place une procédure de « *farming* » qui permet d'investir dans des *hedge funds* dont l'historique est relativement réduit pour des montants limités, avec une *due diligence* plus légère et plus rapide. Dans ce cas, une courte étude de deux pages, résumant le style de gestion, le processus, les performances attendues et le risque à la baisse sert de base à la décision de sélection. Les *hedge funds* sélectionnés selon cette procédure allégée, uniquement des fonds *long/short equity* jusqu'à présent, ne sont pas éligibles aux gros FoHF et doivent répondre aux exigences d'ERAAM en termes de transparence sur les positions en portefeuille, du niveau de détail des *reportings* et de conditions de souscriptions/rachats.

Due diligence opérationnelle

Dans le cas d'ERAAM, les risques opérationnels liés aux fonds sous-jacents sont relativement circonscrits du fait de la concentration de l'univers d'investissement qui comprend exclusivement des gérants basés en Europe et quasiment tous réglementés par la FSA ou l'AMF. Ainsi, les gérants considérés doivent répondre aux exigences réglementaires en matière de pratiques de valorisation, de conformité aux règles éthiques et de solidité opérationnelle et financière, ce qui permet de réduire les risques de fraude ou de défaillance dans ces domaines.

Comme évoqué précédemment, ERAAM exerce néanmoins une *due diligence* opérationnelle complète, menée par le responsable des opérations. Outre l'identification des tiers impliqués (administrateur, *prime broker* et auditeur principalement), cette démarche implique une compréhension de la stratégie et de l'historique de la société de gestion du fonds considéré, une revue des clauses de souscription/rachat et une analyse de la plateforme opérationnelle et de gestion des risques. Selon les résultats de cette *due diligence*, une note de *Risk Management* et de *Business Quality* est allouée à chaque fonds et fait partie intégrante de la note globale du fonds qui cadre le dimensionnement des positions dans les fonds de fonds.

Par ailleurs, le dépositaire de la SICAV luxembourgeoise, la Banque Privée Edmond de Rothschild, établit pour ERAAM un dossier de *due diligence* trimestriel qui résume, pour tous les fonds sous-jacents de la SICAV, les changements en matière de conditions administratives, de tiers impliqués et de vie des sociétés de gestion.

Gestion de portefeuille et suivi des risques

Construction de portefeuille

Le processus de gestion mis en œuvre par ERAAM est à la fois qualitatif dans le choix final des gérants et quantitatif dans la phase de construction de portefeuille et de suivi des risques. Il s'articule autour de deux comités mensuels d'investissement et de suivi des risques. Les décisions sont collégiales et prises à l'unanimité par les cinq gérants seniors qui forment le comité d'investissement.

ERAAM met en œuvre une politique active d'allocation tactique entre les différentes stratégies alternatives couvertes, en privilégiant les stratégies fondamentales dont les risques peuvent être plus aisément appréhendés, par opposition aux gestions quantitatives ou d'arbitrage pur. Les choix d'allocation sont présentés aux investisseurs au cours d'une conférence annuelle. Ils sont suivis régulièrement en comité d'investissement et restent assez stables au cours de l'année. La stratégie d'allocation reflète les convictions des membres du comité d'investissement qui s'appuient sur des entretiens réguliers avec les gérants de *hedge funds*, une analyse *bottom-up* de leurs portefeuilles et de la dynamique des marchés sous-jacents pour se forger une opinion.

Ainsi, le poids des stratégies *fixed income* et *event driven* a été progressivement réduit au cours de l'année 2008, au profit des fonds de CTA, gérés chez ERAAM selon une approche de panier de fonds, et *Long/short equity*. Prudente sur les fonds d'arbitrage de crédit, ERAAM est pour l'instant restée à l'écart des stratégies

distressed. Par ailleurs, la poche de liquidité des portefeuilles a été progressivement renforcée, en fonction de prévisions de rachats relativement conservatrices, ce qui a permis de maintenir l'allocation stratégique à travers les différentes étapes de la crise des marchés.

La contribution à la performance de la sélection et des choix d'allocation est évaluée grâce à un indice composite construit comme la combinaison d'indices européens de *hedge funds* pondérés par le poids des stratégies en portefeuille.

Le niveau de diversification des portefeuilles répond à la fois à des critères quantitatifs (contribution au risque total suivi dans TrackValue) et qualitatifs, puisque la taille des positions investies dans les *hedge funds* dépend également du niveau de leur score qualitatif interne. D'une façon générale, les portefeuilles sont relativement concentrés, avec des positions maximum de 7-8% et environ 25 sous-jacents par fonds de fonds, à l'exception des fonds Europanel Fixed Income et Emerging Europe qui ont respectivement 7 et 13 sous-jacents.

Suivi des risques

Les risques opérationnels et financiers des fonds sous-jacents sont bien évalués dans le cadre de la décision d'investissement initiale, selon le processus détaillé précédemment.

Le suivi des risques de marché est centralisé au niveau de deux analystes/gérants et fait l'objet d'une discussion formelle en comité de gestion. Ces risques sont suivis de façon systématique au niveau des fonds sous-jacents et des fonds de fonds, à travers des analyses statistiques sur les historiques de performances et une analyse des sensibilités des portefeuilles aux différents marchés à partir des rapports mensuels des fonds sous-jacents (sensibilité taux, sensibilité crédit, exposition au *high yield*, aux prêts bancaires). ERAAM privilégie ainsi une approche pragmatique simple mais systématique qui offre une vision claire des expositions au marché au niveau de l'ensemble des sous-jacents et des fonds de fonds.

De plus, les fonds de type *Long/short equity* bénéficient, pour 2/3 d'entre eux, d'une analyse détaillée basée sur une transparence totale des actifs en portefeuille. Il est ainsi possible de comparer la VL estimée à partir des actifs du portefeuille du mois précédent et la valeur liquidative (VL) réalisée, ce qui permet aux gérants d'étudier les écarts importants et ainsi de comprendre les éventuels changements de stratégie du fonds étudié. Cette analyse des sous-jacents par transparence permet également un suivi des expositions agrégées au niveau des fonds de fonds d'ERAAM. Un document d'une page, mis à jour mensuellement, résume les caractéristiques des fonds : exposition *long/short*, *Beta long*, *Beta short*, décomposition du portefeuille par taille de capitalisation, *Price Earning Ratios*, analyse de la liquidité, performance des positions longues et des positions *short*.

Face au durcissement des marchés, notamment pour les gérants alternatifs, ERAAM a maintenu, en 2008, un contact étroit avec les gérants auprès desquels la société est investie pour suivre de façon très attentive les risques des *hedge funds* liés à leurs conditions de financement, à leur niveau de levier, à leur situation en termes de liquidités et à la structure de leur base d'investisseurs, en particulier afin d'anticiper, autant que possible, le risque de suspension ou de liquidation des *hedge funds*.

Des analyses de stress sont effectuées sur la base de méthodes complémentaires en appliquant des chocs statistiques sur les sous-jacents (un écart type de performance) ou sur les marchés actions, taux et crédit et un calcul de l'impact estimé sur les fonds au travers des sensibilités.

Tous les calculs sur base d'historiques de performances (distribution des rendements, VaR historique, sensibilités par régression linéaire) sont réalisés dans l'applicatif TrackValue qui offre un environnement performant et sécurisé pour ce

type d'analyse statistique, avec des fonctionnalités adaptées à la multigestion alternative. Comme déjà évoqué, lorsque les fonds présentent un historique relativement court, leur comportement passé est extrapolé au travers de combinaisons linéaires sur indices.

Le risque de liquidité est suivi au niveau des fonds de fonds par le responsable du département Opérations à travers les profils de liquidation des sous-jacents sur la base des prochaines dates de rachat réelles en fonction des périodes de préavis de rachat et des dates de *lock-up*. Ces éléments sont mis en perspective avec la concentration des passifs des fonds de fonds. De plus, ERAAM exclut tout investissement dans des fonds présentant des périodes de *lock-up* initiales supérieures à six mois. Le risque de liquidité a été géré relativement prudemment sur les douze derniers mois, ce qui a permis à ERAAM de faire face à la tendance générale de rachats de la part des investisseurs de façon contrôlée sans altérer significativement l'allocation stratégique. Les fonds de fonds de droit français, qui offraient des conditions de rachat plutôt avantageuses avec une base d'investisseurs relativement concentrée, ont tiré profit des mesures d'urgence mises en place par l'AMF en Octobre 2008 dans un contexte de pression grandissante sur la liquidité des fonds de *hedge funds* de droit français. Ainsi, ERAAM a fait évoluer ses fonds communs de placement (FCP) vers une fréquence de rachat mensuelle avec des préavis de 35 jours et a parallèlement introduit des *gate provisions*¹.

ERAAM s'assure, par ailleurs, très régulièrement du ratio d'emprise dans les fonds sous-jacents (généralement limité à 10%), d'autant plus que la société a eu tendance à investir dans des fonds jeunes et petits. Enfin, au niveau de l'actif des fonds, ERAAM étudie attentivement le profil de liquidité des actifs en portefeuille, notamment pour les fonds de *long-short equity* au travers des positions.

Le risque de change des fonds est systématiquement couvert par le biais de contrats de change à terme et les portefeuilles ne comportent pas de levier. Les contraintes d'investissement des fonds sont suivies de manière efficace et régulière par le responsable du département Opérations.

Administration des investissements

Reporting & communication

Les documents de *reporting*, standard et ad hoc, offrent un bon niveau de transparence aux investisseurs quant aux *hedge funds* sélectionnés, à l'allocation et aux performances réalisées. Pour chaque fonds de fonds, une fiche de *reporting* mensuelle présente l'historique de performance, relativement aux indices monétaires et alternatifs appropriés (HFR), l'allocation par stratégie et une analyse de contribution à la performance par stratégie, des indicateurs de concentration (nombre de positions, taille moyenne d'une position et poids dans le portefeuille des positions les plus importantes), des indicateurs statistiques (volatilité, ratio de Sharpe, perte maximale, VaR,...) et un commentaire de gestion.

Les investisseurs ont par ailleurs accès, via le site web de la société, à la liste des fonds investis par stratégie pour chacun des fonds de fonds d'ERAAM. Des fiches trimestrielles résumant les caractéristiques de chacun des *hedge funds* sélectionnés sont également à leur disposition. Ces fiches présentent l'historique de performance du *hedge fund*, la biographie du gérant, un descriptif du processus de gestion, des indicateurs de risque statistiques et les caractéristiques générales du fonds.

¹ L'ordonnance du 23 octobre 2008 autorise l'utilisation de *gates* sur les fonds Aria, c'est-à-dire une limitation des rachats, à chaque date de valeur liquidative, en fonction d'un pourcentage du nombre total des parts

Administration

Les activités liées à l'administration des investissements reposent, dans l'ensemble, sur des procédures adéquates au regard des volumes actuels et rigoureusement appliquées, malgré leur caractère relativement manuel.

Le passage d'ordres et les activités de *middle-office* telles que la tenue de position, la gestion de la trésorerie et le suivi des mouvements de souscriptions/rachats sont assurés par les trois personnes des Opérations à l'aide de feuilles Excel. Cette équipe assure également la couverture systématique du risque de change à travers des contrats de change à terme.

La gestion de la poche de liquidité des portefeuilles et des FoHF est aujourd'hui déléguée aux dépositaires. Pour une meilleure optimisation de la gestion de la trésorerie et une réduction du risque de contrepartie associé à ces dépôts auprès des dépositaires, ERAAM envisage d'investir ses poches de liquidité dans des fonds monétaires très conservateurs.

La confirmation des ordres de mouvement sur les *hedge funds* de la SICAV luxembourgeoise est suivie par le dépositaire qui centralise et contrôle les *contract notes*. Pour les autres fonds, ce suivi est directement effectué par ERAAM à partir des *contract notes* transmises par le dépositaire par fax et email.

Les VL des fonds de fonds sont calculées par les administrateurs externes (Rothschild pour la SICAV luxembourgeoise, Dexia pour les FCP de droit français) et font l'objet de procédures de validation rigoureuses, bien que relativement manuelles, par le *middle-office* d'ERAAM. Tous les fonds de fonds d'ERAAM ont désormais une fréquence de valorisation mensuelle, depuis que les conditions de fonctionnement des deux véhicules de droit français ont été modifiées dans le cadre des mesures exceptionnelles mises en place par l'AMF fin octobre 2008.

Technologie

Front-Office

Les gérants et les analystes s'appuient au quotidien sur l'outil quantitatif TrackValue développé spécifiquement pour la multigestion alternative par un prestataire externe. Ce système permet de modéliser les sous-jacents et les fonds de fonds, de décomposer la performance par sous-jacent et par stratégie. C'est aussi un outil de simulation pour la construction de portefeuille qui identifie l'impact des achats ou des ventes simulés de sous-jacents sur le portefeuille de fonds et, ainsi, optimiser le couple rendement-risque du portefeuille global à partir d'indicateurs adaptés à la multigestion alternative.

Le reste des activités de gestion de portefeuille et de suivi des risques, comprenant notamment le suivi des profils de risque des *hedge funds*, les analyses de scénarios de stress, le suivi de la liquidité, les contrôles liés aux contraintes d'investissement, repose sur des outils bureautiques standard. De même, la tenue de positions est effectuée au moyen de feuilles Excel, ce qui répond de façon adéquate aux besoins actuels d'ERAAM étant données les volumes traités. Afin de sécuriser davantage et de renforcer la performance de sa plateforme de gestion, ERAAM a lancé un projet pour la mise en place, courant 2009, de HedgeSphere, un outil de tenue de positions et de gestion des ordres développé par une société d'ingénierie informatique suisse et qui répond spécifiquement aux besoins de la multigestion alternative.

Middle et Back Office

Comme mentionné précédemment, les activités de *middle-office* et de valorisation effectuées en interne reposent sur des outils bureautiques standard. Cette plateforme opérationnelle est adéquate au regard des volumes actuels. La mise en place de HedgeSphere devrait, à terme, apporter plus de souplesse, d'efficacité et

de sécurité dans le traitement quotidien des opérations et des contrôles associés.

Gestion des données & intégration

La gestion des données relatives aux VL des fonds et à leur statut a récemment été renforcée avec la mise en place d'une base de données SQL maintenue par le responsable des opérations. Cette base de données est la référence centrale en matière de VL pour les fonds ; elle alimente notamment l'outil quantitatif TrackValue et devrait également se déverser dans HedgeSphere lorsque le système sera en place. TrackValue est, par ailleurs, enrichi de données externes issues de EuroHedge (1500 *hedge funds*).

Les informations qualitatives relatives aux *hedge funds* suivis, telles que les informations administratives, les comptes rendus de conversations et réunions, le statut (investi ou non), les analystes et gérants responsables du suivi, sont désormais systématiquement répertoriées au sein du système Sales Force qui a été déployé courant 2008. Cet outil facilite l'archivage et le partage des informations relatives aux *hedge funds* parmi l'ensemble des employés d'ERAAM.

Annexe A

Personnel Clé

	Expérience
<p>Cyril Julliard PDG et gérant</p> <p>Années chez ERAAM : 10 Années dans l'industrie : 23</p>	<p>Diplômé d'un MBA en économie. Gérant de SICAV obligataire d'arbitrage chez BZW Puget-Mahe en 1985. De 1991 à 1996, membre du Directoire de BZW France, responsable du département marchés à terme. De 1996 à 1998, Directeur Général de Finacor-Vendôme. En 1998 fondateur de BCAL qui devient ERAAM en juin 2002. En 2000 participe à la création du fonds COLBERT a Londres.</p>
<p>Bertrand Van Houtte DG délégué et gérant</p> <p>Années chez ERAAM : 10 Années dans l'industrie : 28</p>	<p>Diplômé de la SFAF. Analyste financier dans la société de bourse Legrand de 1980 à 1987. Après 2 ans chez Ferri en tant que responsable des ventes actions auprès de la clientèle internationale, il rejoint CCF Ellysées Bourse en 1989 où il occupe le poste de Directeur Général et de membre du Directoire responsable des ventes actions auprès de la clientèle internationale. En 1992, Directeur Général et membre du Directoire de JP Morgan société de bourse responsable des ventes actions européennes. En 1995, SE BANKEN à Paris. En 1998 fondateur de BCAL qui devient ERAAM en juin 2002. En 2000 participe à la création et co-gère le fonds COLBERT a Londres.</p>
<p>Olivier Kintgen DG délégué et gérant</p> <p>Années chez ERAAM : 7 Années dans l'industrie : 17</p>	<p>Diplômé d'un MBA en finance de l'ESSEC. De 1991 a 1999, Bank of America: successivement en tant que responsable du trading taux à Paris; Trésorier de la filiale de Varsovie et responsable du Trading fixed income Europe Centrale basé à Londres. En 1999 développement d'une société spécialisée en d'analyse statistique et développement de modèles d'arbitrage statistiques (Insight Finance). De 2000 à 2001 gestion d'un fonds de futures sur la base des modèles développés par Insight sous l'ombrelle du Crédit Agricole Indosuez à Luxembourg. Rejoint ERAAM en 2001, associé et membre du comité de gestion en 2002.</p>
<p>Nicolas Briton Contrôleur des risques</p> <p>Années chez ERAAM : 4 Années dans l'industrie : 15</p>	<p>Ingénieur de l'école des Mines de Paris. Département Dérivés Actions - Structuration de dérivés sur fonds, trading d'options OTC, modélisation de produits exotiques dérivés actions Paribas Londres (1993-2000). Directeur et membre du comité d'investissement d'Olympia Capital Management, Paris (2001-2004). Rejoint ERAAM en 2004.</p>
<p>Pascale Le Roux Gérante</p> <p>Années chez ERAAM : 1 Années dans l'industrie : 21</p>	<p>Diplômée d'une maîtrise d'économétrie. A commencé sa carrière en 1987 chez Citibank Paris comme market-maker OAT et FX. En 1990, elle intègre l'équipe de Proprietary-Trading chez JP Morgan à Paris, pour y développer le Trading FX et Fixed Income des pays OCDE. Puis exerce cette même fonction à la CPR en 1997 et gère conjointement les fonds propres de la banque. En 2003, elle participe à la création et à la gestion d'un fonds Global Macro chez IXIS AM Paris.</p>
<p>Laure Sebbah Co-gérante</p> <p>Années chez ERAAM : 4 Année dans l'industrie : 6</p>	<p>Diplômée du DESS Gestion d'Actifs de Paris Dauphine. A commencé sa carrière en 2002 chez SGAM Alternative Investments, au sein de l'équipe commerciale, avant d'intégrer l'équipe de gestion produits structurés d'Axa IM en 2003, puis l'équipe de multigestion de BNP PAM en 2004 en tant qu'assistant gérant. Rejoint ERAAM en 2005.</p>
<p>Vincent Delarue Responsable opérations et RCCI</p> <p>Années chez ERAAM : 5 Année dans l'industrie : 10</p>	<p>Diplômé de l'ESC Rouen. A commencé sa carrière en 1998 chez BNP Paribas Finance à Paris au sein de l'équipe Risques de Marchés où il s'est notamment spécialisé à partir de 2000 dans le suivi des risques de marchés liés au trading de taux d'intérêts. Rejoint ERAAM en 2003.</p>
<p>Olivier Florin Directeur du développement</p> <p>Années chez ERAAM : 0.5 Années dans l'industrie : 24</p>	<p>Diplômé d'une maîtrise des sciences de gestion de Paris Dauphine. A commencé sa carrière en 1984 à la Banque Worms à Paris en tant qu'analyste financier. En 1987, il rejoint Enskilda Securities en tant que vendeur actions auprès des institutionnels, successivement à Londres puis Paris, avant de devenir Directeur Général de Enskilda Securities-France. En 1999 il devient Directeur Vente Action chez Merrill Lynch Paris puis rejoint Dexia 5 ans plus tard en tant que Global Head of Equities. En 2006, il est responsable Vente Actions chez HSBC France. Rejoint ERAAM en mai 2008.</p>

Source: ERAAM

Annexe B

Fonds Ouverts à fin Octobre 2008

Fonds	Lancement	Encours (EURm)	Profil	Target 1-year Volatility	Target 3-year volatility (pa)	Target Return
Gamme Luxembourgeoise						
Europanel Multi-strategies	Jun 99	166.8	FoHF multi-stratégie	De 4% à 6%	De 4% à 6%	Euribor + 400bp sur 3 ans
Europanel Long Short	Feb 02	125.4	FoHF long/short equity	De 6% à 8%	De 6% à 8%	Performance absolue
Europanel Fixed Income	Feb 02	0.9	FoHF taux et crédit	De 2% à 4%	De 2% à 4%	Euribor + 300bp sur 3 ans
Europanel Emerging Europe	Sep 07	6.8	FoHF Europe Centrale, de l'Est, Russie et CEI	>10%		> 20% par an
Gamme de droit français						
Europanel Multi-stratégies II	Sep 03	89.7	FoHF multi-stratégie	De 4% à 6%	De 4% à 6%	Euribor + 400bp sur 3 ans
Europanel Long Short II	Dec 05	8.9	FoHF long/short equity	De 6% à 8%	De 6% à 8%	Performance absolue

Source: ERAAM

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.