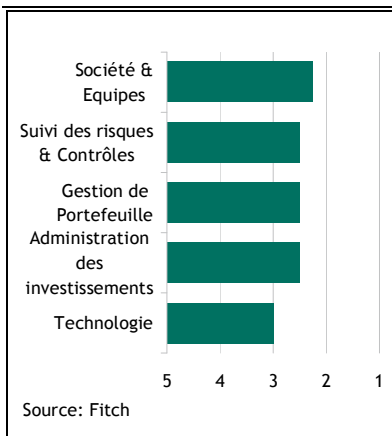


**Notation Asset Manager**



**Critères de notation**



**'M2' - Strong**

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

**Analystes**

Nicolas Béneton  
+33 1 44 29 92 73  
Nicolas.beneton@fitchratings.com

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

**Résumé**

- Fitch Ratings a relevé de 'M2-' à 'M2' la note Asset Manager attribuée à Groupama Asset Management (Groupama AM). Cette notation couvre l'ensemble des activités de gestion d'actifs de Groupama AM à Paris, à l'exception des activités de multigestion alternative et directionnelle de Groupama Fund Pickers.
- Le relèvement de la note de Groupama AM reflète la résistance de son modèle de développement dans un contexte économique et financier fortement dégradé, la qualité des processus de gestion qui ont bénéficié de nouveaux apports analytiques en gestion obligataire, et de moyens de recherche dont la contribution s'est révélée pertinente durant la crise (« Etudes économiques », « Analyse financière et extra-financière »). La note prend également en compte les progrès importants réalisés sur la plateforme technologique et opérationnelle qui, jusqu'à une date récente, ne répondait pas totalement aux normes du secteur.
- Dans un environnement difficile pour les sociétés de gestion, Groupama AM a terminé l'année 2008 avec une baisse de 7% des actifs sous gestion à 80,7 Mrd EUR (hors Groupama Fund Pickers). La société de gestion bénéficie de son appartenance à une société d'assurance qui lui apporte une clientèle solide (environ 85% des actifs sous gestion). Ses effectifs sont stables, notamment au sein des équipes de gestion de portefeuille, et renforcés de façon régulière et cohérente. La note intègre également l'offre traditionnelle de savoir-faire bien maîtrisés (actions européennes, obligations *investment grade* et gestion monétaire) et l'expérience de la société dans le domaine de la gestion d'actifs. Les processus de gestion sont de bonne qualité, bien structurés et disciplinés, appliqués par des professionnels de l'investissement affichant une adhésion à l'approche globale ; par ailleurs, la stratégie de lancement de produits se caractérise par une très grande prudence.
- En 2008, la société a été réorganisée et une direction Activités Support a été créée aux côtés des directions Gestion et Développement. Elle regroupe notamment les fonctions opérations, informatique, contrôles et conformité et ressources humaines. La culture de gestion des risques est toujours bien établie et l'automatisation des opérations est désormais satisfaisante, grâce au déploiement de nouveaux outils de *middle* et *back-office*. Néanmoins, même si les contrôles de premier niveau sont satisfaisants, Fitch relève la possibilité d'une amélioration en matière de suivi de second niveau, notamment en matière de transactions ou de meilleure exécution. En dépit des progrès récents, l'agence note un potentiel de rationalisation important de la plateforme technologique autour de Sophis Value et Omega FA qui reste un enjeu majeur en termes de flexibilité, de sécurité et d'efficacité. Fitch suivra attentivement les évolutions en matière de contrôle et de suivi des risques opérationnels à mesure que la plateforme informatique améliorera l'accès à l'information.
- Issue en 1999 de la fusion entre les entités de gestion de GAN et Groupama, Groupama AM est détenue en totalité par Banque Finama, elle-même détenue à 100% par Groupama SA et les compagnies d'assurance de GAN. Groupama AM fait partie des dix premières sociétés de gestion françaises avec 80,7 Mrd EUR sous gestion à fin décembre 2008. Le groupe représente 85% des encours, le solde provenant d'institutionnels externes. La gamme de produits est assez traditionnelle (actions européennes, obligations *investment grade*, *aggregate* et monétaire) alors que les actions asiatiques et américaines sont gérées au travers de partenariats de recherche avec Nomura AM et Northern Trust GI.

**Profil de l'organisation**

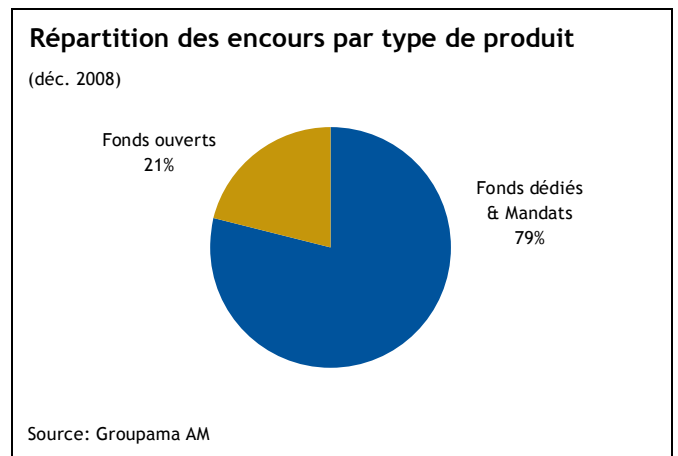
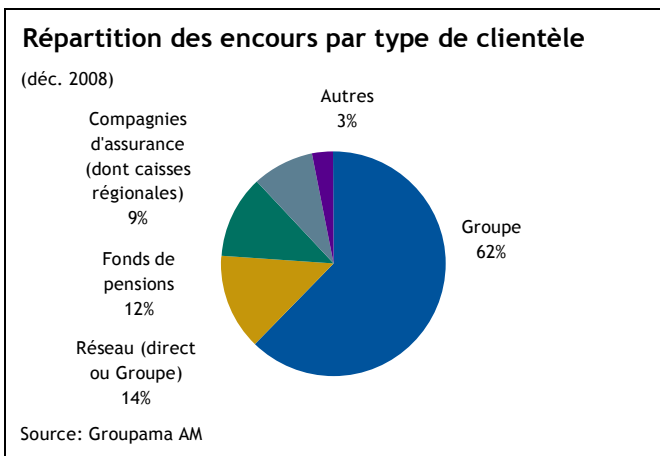
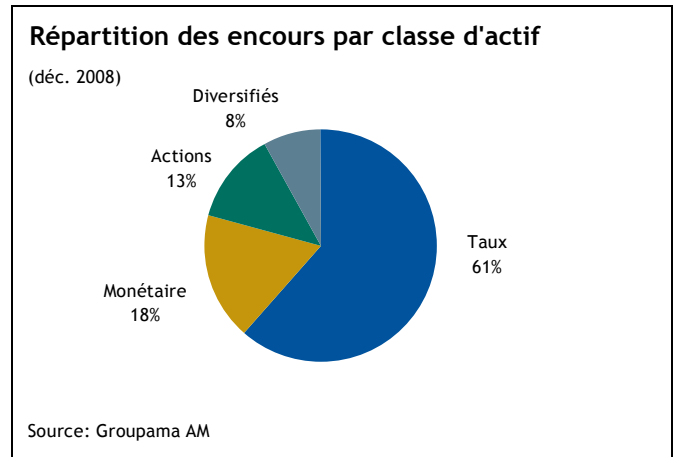
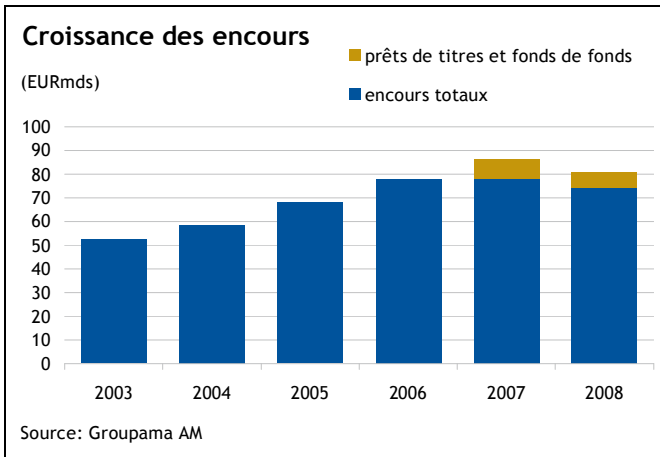
**Groupama Asset Management**

Issue en 1999 de la fusion entre les entités de gestion de GAN et Groupama, Groupama AM est détenue en totalité par Banque Finama, elle-même détenue à 100% par Groupama SA et les compagnies d'assurance de GAN. Groupama AM fait partie des dix premières sociétés de gestion françaises avec 80,7 Mrd EUR sous gestion à fin décembre 2008. Le groupe représente 85% des encours, le solde provenant d'institutionnels externes.

La gamme de produits est assez traditionnelle (actions européennes, obligations *investment grade*, *aggregate* et monétaire) alors que les actions asiatiques et américaines sont gérées au travers de partenariats de recherche avec Nomura AM et Northern Trust GI. Cette notation ne couvre pas les activités de multigestion alternative et traditionnelle logées au sein de Groupama Fund Pickers.

<b>Adresse</b>	Groupama Asset Management 58 bis rue La Boétie 75008 Paris	<b>Actionnariat</b>	Banque Finama
<b>Site web</b>	www.groupama-am.fr	<b>CEO</b>	Francis Ailhaud
<b>Type d'organisation</b>	Société de Gestion	<b>COO</b>	Serge Mervaud
<b>Création</b>	1993	<b>Global CIO</b>	Roland Lescure
<b>Domiciliation</b>	France	<b>Local CIOs/resp. de gestion</b>	R. Boscher, C. Chavès de Oliveira, P. Vialle, P.H. Burlisson, C. Bourgeois, D. Breton, G. Mallejac, J-L. Autant
<b>Réglementations, enregistrements</b>	Paris	<b>Nombre de salariés</b>	261

**Actifs sous gestion**



**Groupama Asset Management**

Eléments clés	Rating
<p><b>Points forts</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Actionnaire de longue date, engagé dans les activités de gestion d'actifs et garantissant une solide assise financière</li> <li>Stabilité de la gamme de produits centrée sur des savoir-faire historiques</li> <li>Grande stabilité et longue expérience des équipes et des processus d'investissement</li> <li>Large accès aux indicateurs de performance et de risque, solide environnement de gestion du risque d'investissement</li> </ul> <p><b>Enjeux</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Poursuite de l'intégration dans le système d'information de l'outil Sophis Value (<i>Front et middle office</i>)</li> <li>Renforcement des contrôles de deuxième niveau des limites d'investissement</li> <li>Capacité à élargir la gamme des instruments et des stratégies employés au sein des processus obligataires</li> </ul>	<b>M2</b>
Société & Equipes	Score
<ul style="list-style-type: none"> <li>Actionnaire de longue date doté de capitaux solides, engagé dans les activités de gestion d'actifs et garantissant une solide assise financière, encourageant le développement de la base d'investisseurs au-delà du groupe</li> <li>Acteur de taille intermédiaire sur le marché français de la gestion d'actifs (80,7 Mrd EUR sous gestion) investissement principalement dans des actifs liquides (actions européennes, obligations gouvernementales, crédit <i>investment grade</i>, monétaire)</li> <li>Pas d'activité de marchés de la part de l'actionnaire, deux membres indépendants au conseil d'administration</li> <li>Création d'une direction Activités Support élargie (opérations, IT, RH) et resserrement de l'équipe de direction</li> <li>Renforcement cohérent et ciblé de l'ensemble des équipes (261 salariés au total), les équipes de gestion faisant preuve d'une grande stabilité</li> </ul>	<b>2.25</b>
Suivi des Risques & Contrôles	2.50
<ul style="list-style-type: none"> <li>Culture de gestion du risque bien établie - comités d'audit, de contrôle interne et de risques assurant une supervision régulière</li> <li>Documentation des procédures et contrôles, et identification des risques efficace</li> <li>Potentiel pour des contrôles de 2ème niveau plus systématiques et exhaustifs, pas de systématisation des contrôles <i>pre trade</i></li> <li>Suivi rigoureux du risque d'investissement avec des outils de mesure appropriés (notamment APT pour la budgétisation du risque)</li> <li>Contrôle approfondi des risques de liquidité et de crédit</li> </ul>	<b>2.50</b>
Gestion de Portefeuille	2.50
<ul style="list-style-type: none"> <li>Bonne coordination et adhésion des différentes équipes de gestion à l'approche globale de la société</li> <li>Gestion actions européennes extrêmement stable avec des processus <i>core</i>, <i>active</i> et <i>long/short</i>, ayant en commun une gestion active du beta</li> <li>Gestion obligataire traditionnelle, comprenant les obligations gouvernementales, indexées et internationales, avec une utilisation croissante d'apports quantitatifs</li> <li>Gestion crédit <i>long only</i>, <i>investment grade</i>, fondamentale (utilisation marginale de dérivés de crédit)</li> <li>Activité de gestion sous contrainte de passif notamment via la reprise de mandats d'assurances</li> <li>Partenariats avec Nomura pour les actions japonaises et Northern Trust pour les actions américaines, qui fournissent une recherche <i>buy-side</i> locale</li> <li>Gestion diversifiée traditionnelle et processus <i>top-down</i>, consensuel, à faible risque actif</li> <li>Apport transversal important d'une équipe d'études économiques et mise en avant des meilleures idées de l'équipe de recherche actions/crédit (12 analystes)</li> <li>Activité de cession temporaire de titres au sein de l'équipe monétaire, avec pour sous-jacents des obligations gouvernementales et des actions issues de portefeuilles détenus par les compagnies d'assurance du groupe</li> <li>Nombreux apports analytiques quantitatifs développés par l'ingénierie financière (budgétisation du risque, attributions de performances et de risque ex ante)</li> <li>Développement prudent d'expertises satellites au sein de chaque processus (performance absolue obligataire, gestion devises, <i>long/short equity</i>)</li> <li>Refonte en cours du système de passage et de transmission d'ordres avec la mise en place d'une table de négociation et des fonctionnalités de Sophis Value</li> </ul>	<b>2.50</b>
Administration des Investissements	2.50
<ul style="list-style-type: none"> <li><i>Reportings</i> de bonne qualité fournissant une image complète et fidèle de la composition des portefeuilles, utilisation pertinente de Statpro FI au <i>front office</i></li> <li>Expérience croissante en restructuration actif/passif de portefeuilles</li> <li>Construction d'un STP complet (effectif sur 28 portefeuilles) autour de Sophis Value et Omega FA</li> </ul>	<b>2.50</b>

**Technologie**

**3.00**

- Fonctionnalités peu nombreuses et flexibilité moyenne des outils de *front office* (passage d'ordres et suivi des portefeuilles)
- Finalisation de la mise en place des outils Oasys CTM (rapprochements avec les contreparties de marché) et Omega FA (comptabilité) en attendant Sophis Value
- Refonte de l'architecture technologique autour de Sophis Value (outil de tenue de position) et d'une nouvelle base de données centrale
- L'intégration des systèmes et la gestion des données devraient s'améliorer sensiblement avec l'architecture cible
- Niveau de sécurité satisfaisant de l'architecture globale

## Société et Equipe

### Solidité financière

Fondée en 1993, Groupama AM est l'entité de gestion d'actifs de Groupama, première mutuelle d'assurance et troisième assureur généraliste français. Le groupe dispose de réseaux de distribution denses et complémentaires sur tout le territoire français avec les caisses régionales Groupama et les agents de Gan. Issue de la fusion, en 1999, des activités de gestion de Groupama et du Gan, Groupama AM se positionne aujourd'hui à la 7ème place parmi les sociétés de gestion françaises, avec 80,7 Mrd EUR d'encours sous gestion et bénéficie de l'engagement et du soutien financier de son actionnaire.

Le niveau de rentabilité de Groupama AM est structurellement peu élevé, les résultats de l'année 2008 n'ayant pas fait exception. La hausse importante du coefficient d'exploitation, passé de 68% à 80%, s'explique par le maintien du niveau des charges de personnel et des investissements dans les ressources informatiques, dans un contexte de forte baisse des revenus due, à celle des encours en termes absolus ou à la moindre part des actifs à plus fortes marges. Les sources de revenus demeurent cependant extrêmement stables, puisque procurées largement par les compagnies d'assurance issues du groupe (environ 80%). De plus, le positionnement « produits » ne crée aucune dépendance à des produits ou classes d'actifs en particulier, ni à des commissions de gestion liées à la performance. Relativement à l'ensemble de l'industrie, Groupama AM a bénéficié de la capacité de résistance de son modèle de développement au vu de l'environnement économique et financier actuel.

### Expérience et historique

Groupama AM est une société de gestion de taille intermédiaire dans le paysage français de la gestion d'actifs, avec une gamme de produits assez traditionnelle. En cohérence avec l'appartenance à un groupe d'assurance, les gestions historiques couvrent principalement les produits de taux (79% des actifs sous gestion à fin 2008), que ce soient les obligations à stratégies d'investissement directionnelles et crédit *investment grade*, ou la gestion monétaire, qui inclut l'activité de Cession Temporaire de Titres (CTT). Les actions représentaient 13% des encours à fin 2008 avec une expertise plus marquée sur les marchés européens. Une réflexion menée depuis plusieurs années a conduit Groupama AM à diversifier le spectre des stratégies disponibles avec des gestions dites « satellites » à partir d'expertises existantes et déclinées au sein de chaque processus de gestion. Ces développements s'effectuent de manière prudente, contrôlée et continue, ce qui devrait permettre à la société de continuer non seulement à élargir sa couverture de marché mais également à améliorer son niveau de marge dans les années à venir.

Dans un environnement difficile pour les sociétés de gestion, Groupama AM a terminé l'année 2008 avec des encours sous gestion en baisse de 6,7% par rapport à l'année précédente (80,7 Mrd EUR à périmètre constant). Cette baisse provenait en totalité d'un effet marché très négatif puisque la collecte nette était largement positive (+5,7 Mrd EUR sur le périmètre considéré). Ces souscriptions ont essentiellement profité à la gestion monétaire de la société, quasi exclusivement composée de fonds de trésorerie régulière (un seul fonds de titrisation de taille réduite). Alors que la part de la clientèle membre du groupe (dont les caisses régionales) représentait plus de 80% des actifs gérés, les souscriptions nettes enregistrées en 2008 provenaient à parts égales des clientèles interne et externe. Néanmoins, les efforts commerciaux se poursuivent afin d'attirer d'autres institutionnels français, mais également étrangers, puisque Groupama AM se développe auprès des clients institutionnels italiens (440 Mio EUR de collecte en 2008) et peut compter sur une présence commerciale auprès des plateformes de distribution en Espagne.

### Indépendance et gouvernance

Groupama AM bénéficie d'une forte indépendance opérationnelle par rapport à la compagnie d'assurance et compte deux membres indépendants à son conseil d'administration (représentants d'institutions de protection sociale). Des pratiques de gouvernance et des procédures de contrôle ont été mises en place et couvrent de façon adéquate les risques de conflits d'intérêts sous la forme d'une fonction conformité indépendante et d'un comité d'audit.

La très grande majorité des portefeuilles gérés sont déposés auprès de la Banque Finama, la banque des institutionnels et de gestion patrimoniale de Groupama, qui sous-traite la conservation de titres hors Euroclear France à BNP Paribas Securities Services. D'autres dépositaires peuvent être utilisés en fonction des besoins des clients. Finama n'exerce aucune activité liée aux marchés (courtage), ce qui écarte de facto tout risque de conflit d'intérêts dans ce domaine.

### Equipes

En raison d'une réorganisation de l'organigramme de la société en 2008, l'équipe dirigeante de Groupama AM a évolué vers un dispositif plus resserré. Le comité de direction comprend aujourd'hui, autour de son directeur général, un directeur général délégué en charge du développement et deux directeurs généraux adjoints, l'un responsable des gestions et l'autre, recruté en externe en 2008, responsable de l'ensemble des activités support (lire plus bas). L'équipe dirigeante aujourd'hui en place rassemble des éléments présentant chacun des compétences affirmées dans leur domaine respectif, ainsi qu'une solide expérience de la gestion d'actifs. De manière générale, les effectifs sont prioritairement renforcés par promotion interne ou bien par des recrutements ciblés, ce qui souligne la préférence donnée à la continuité des ressources humaines chez Groupama AM.

Avec 71 professionnels de l'investissement basés à Paris, Groupama AM dispose de ressources adaptées aux besoins des processus d'investissement actuellement en place. En 2008, le renforcement ciblé des équipes de gestion s'est poursuivi, permettant de conserver des équipes globalement expérimentées et faisant preuve d'une très grande stabilité au regard de l'industrie. Outre les gérants de portefeuilles, chaque pôle de gestion dispose d'une personne dédiée au *reporting* des mandats, ainsi que d'ingénieurs financiers spécialisés, notamment concentrés sur l'amélioration des outils consacrés aux gestions « satellites » (deux sur les actions, deux sur les taux). Les équipes d'analyse affectées à la recherche actions-crédit sont correctement dimensionnées et ont gagné en expérience au cours des dernières années. Chacun des douze analystes (dont trois dédiés à l'analyse ISR) est responsable du suivi d'un ou plusieurs secteurs. Enfin, le département en charge des études économiques comprend trois personnes et dispose d'un conseiller extérieur renommé.

Les équipes de gestion actions européennes (onze personnes) et internationales (cinq personnes) bénéficient de l'expérience d'un responsable disposant d'un historique consistant dans la gestion de portefeuilles d'actions européennes. L'ensemble de l'équipe est très stable et fait preuve d'une bonne adhésion à l'organisation en place. Le fonctionnement des équipes de gestion de taux (19 personnes) est également inchangé et repose sur trois pôles de gestion : Directionnel et *Aggregate* (huit personnes), ALM et Crédit (sept personnes) et enfin Monétaire et CTT (4 personnes). La gestion diversifiée compte trois personnes dont un gérant senior.

### Equipes de gestion de Groupama AM

Processus de gestion	Nb gérants
Actions européennes	11
Actions internationales	5
Taux directionnel & <i>aggregate</i>	8
ALM & crédit	7
Monétaire & CTT	4
Gestion diversifiée	3

Source: Groupama AM

Corollaire de l'arrivée d'un directeur général adjoint, un pôle Activités Support élargi a été créé en 2008 et rassemble les contrôles, les opérations, les services informatiques et les fonctions transverses (ressources humaines, juridique,...). La composante de contrôle périodique est constituée par une équipe d'audit interne (trois personnes), dont le nouveau responsable, issu du groupe, rend compte directement à la direction générale.

L'équipe Contrôles compte une personne en charge de la conformité et un nouveau responsable, recruté en externe, qui supervise les risques d'investissement (sept personnes), le contrôle interne (trois personnes). Si des changements sont intervenus en 2008, les effectifs sont dans l'ensemble composés d'éléments expérimentés et sont indépendants des équipes d'investissement et opérationnelles. Un réseau de 22 correspondants répartis dans chaque équipe complète le dispositif (voir section Suivi et contrôle des risques).

La totalité des fonctions opérations est donc regroupée dans un ensemble unique qui comprend les équipes de *middle office* (18 personnes), de *back office* (32 personnes) et, enfin, les équipes référentiels valeurs nouvellement créées (voir section Technologie), *reporting* et performance (21 personnes au total). Le responsable de cet ensemble a été recruté en externe début 2009.

Dernier élément de ce pôle Activités Support, les services informatiques comptent 20 membres permanents, soit un taux d'internalisation de 26% (contre 20% un an auparavant), résultat de la modification de l'organisation et de la volonté affichée de rééquilibrer la proportion entre membres permanents et prestataires. Les recrutements doivent se poursuivre en 2009, afin d'accompagner la refonte de l'architecture technologique amorcée en 2007.

Le développement des activités et des relations clients est assuré par une équipe de 42 personnes qui a été largement étoffée au cours des dernières années et regroupe les activités commerciales d'un côté et *marketing/support* (appels d'offre, *marketing support*, *middle office* commercial, spécialistes produits) de l'autre.

## Suivi des risques et contrôle

### Structure de contrôle

L'approche de gestion du risque est solidement établie dans la société, notamment grâce à l'utilisation d'outils communs de suivi des risques et à une couverture du risque rigoureuse. Groupama AM dispose de fonctions d'audit interne responsable du contrôle périodique, de contrôle interne en charge du contrôle permanent, de conformité et de suivi des risques, qui possèdent chacune leurs propres équipes, procédures et outils. Un comité de contrôle interne trimestriel permet de débattre des questions relatives à la supervision globale du risque. De plus, un comité des risques mensuel a été mis en place au début de 2009 afin d'améliorer l'identification et le suivi des différents types de risques définis au sein de la société. Fitch estime que l'ensemble de la structure permet de superviser la totalité du périmètre de la société de gestion et note que la refonte de la plateforme technologique en cours constitue un enjeu majeur en termes de continuité et de plus grande efficacité des contrôles.

Groupama AM est réglementée par l'Autorité des marchés financiers français (AMF), et, au travers de sa maison mère (Banque Finama), soumise aux règles Bâle II et à la supervision de la Commission bancaire et de l'audit de la banque. La société de gestion s'est également engagée dans un processus de certification SAS 70 de type I des procédures de contrôle interne pour les fonctions de valorisateur, de traitement des ordres et de tenue de position de gestion depuis 2004.

### Suivi des risques opérationnels

La société a suivi les recommandations de la mission d'audit interne menée en 2007 qui avait relevé plusieurs points d'amélioration. Groupama AM dispose d'une documentation de suivi des risques complète, accessible via l'intranet et largement

diffusée : procédures détaillées, indicateurs de contrôle, charte de contrôle interne, inventaire des processus et cartographie des risques. Le dispositif de pilotage du risque apparaît très rigoureux et les enjeux futurs concerneront la systématisation et l'approfondissement des contrôles effectués ainsi qu'une meilleure formalisation des actions menées. Fitch considère que l'existence d'un réseau de correspondants pour le contrôle interne (CCI), opérationnels impliqués dans l'identification des risques et la remontée de l'information, est un élément important et différenciant du dispositif global.

La Banque Finama reste le principal conservateur de la société de gestion. Un comité mensuel continue de piloter étroitement la qualité des relations avec ce dépositaire principal. Les relations avec les dépositaires et valorisateurs externes font également l'objet d'un suivi attentif.

### Contrôles et conformité

Les problématiques d'éthique et de conflits d'intérêts apparaissent largement diffusées auprès de l'ensemble des collaborateurs et bien maîtrisées. Les contrôles relatifs au respect des contraintes d'investissement, qu'elles soient réglementaires, contractuelles ou internes, sont effectués uniquement après exécution. La surveillance du cadre de gestion est effectuée par l'équipe de contrôle des risques. L'ensemble des contraintes de gestion des fonds et mandats est codé dans l'outil de *back office* Omega FA, qui assure les contrôles ex post, alors qu'un outil interne est utilisé pour certains mandats consolidés. Les contrôles préexécution restent limités aux carnets d'ordres malgré la mise en place de Sophis Value pour certains portefeuilles. Le taux de rotation des portefeuilles et les transactions entre ceux-ci sont toujours surveillés par le contrôle interne. Fitch constate aujourd'hui un potentiel d'amélioration de l'efficacité et de l'automatisation des contrôles de second niveau (transactions, pré exécution, ratios réglementaires dans Omega FA), dans le cadre du déploiement progressif du nouvel outil Front to Back qui doit, à terme, fournir de meilleures capacités relatives au suivi et au *reporting*.

En attendant la mise en place d'une table de négociation, la supervision des intermédiaires est assurée par la Conformité, qui s'assure que les contrôles simples mais systématiques de meilleure exécution (via l'outil externe TCA sur les actions) sont effectués par le Contrôle des Risques et suit les volumes de commissions versées. La contre-valorisation des instruments financiers est réalisée par l'équipe de contrôle des risques en collaboration avec l'ingénierie financière, notamment pour les produits « complexes » (CDS, produits structurés,...) dont le nombre reste toutefois très réduit. Fitch observe l'attention portée aux problématiques de valorisation des titres à taux variables (bancaires et titrisation) et des produits structurés (outils Numerix et Reech en cours de mise en place), notamment dans le cadre de gestion sous contrainte de passif de mandats assuranciers provenant de filiales à l'étranger.

### Suivi des risques d'investissement

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

Les contraintes de liquidité des portefeuilles sont prises en compte dans les contrôles de premier et de second niveau et sont partie intégrante des critères d'investissement. Groupama AM n'est pas exposée de manière structurelle à des

problématiques de liquidité des investissements en raison, d'une part, de son positionnement produits (peu de petites capitalisations sur les actions, investissement obligataire limité à la catégorie *investment grade*) et, d'autre part, de la proportion très importante de mandats et fonds dédiés dans le total des actifs gérés (risque de passif).

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

### **Gestion de portefeuille**

La philosophie d'investissement et les classes d'actifs couvertes sont restées quasi inchangées, même si une rationalisation de la gamme et une poursuite de l'enrichissement des processus ont été réalisés en gestion de taux. Dans ce dernier domaine, Fitch constate une formalisation accrue des différents processus et une quantification plus précise des sources de valeur ajoutée qui ont pour objectifs une meilleure utilisation des budgets de risque et le développement d'approches plus opportunistes ou tactiques. La poursuite du développement de gestions « satellites » en marge des processus existants ainsi que l'utilisation pertinente d'outils tels qu'APT ou Statpro illustrent cette démarche.

L'ensemble des équipes de gestion s'appuie sur des ressources d'analyse et de recherche communes, dont les contributions sont formalisées lors des Comités de Gestion Actions, Obligations et Diversifiée. En amont, l'équipe d'analyse économique fournit ses prévisions sur les grands indicateurs macroéconomiques avec une vue à long terme des cycles économiques, contribution qui s'est avérée déterminante pour le positionnement macroéconomique de l'ensemble de la société de gestion. Fitch considère ce socle commun d'analyse comme un élément structurant pour l'ensemble des processus de gestion. Le département Analyse Financière et Extra-Financière contribue à l'approche *top-down* à travers des recommandations sectorielles et *bottom-up* par la rédaction de fiches d'analyse couvrant les aspects actions, crédit et ESG (Environnement, Social et Gouvernance) des sociétés. La recherche, réalisée en interne, est approfondie et pertinente mais à fréquence relativement faible (cycle de revue de 18 mois). En complément de leurs opinions fondamentales à long terme, les analystes sont de plus en plus encouragés à mettre en avant des recommandations plus tranchées (liste des meilleures idées), y compris à court terme. Enfin, le département d'ingénierie financière fournit un certain nombre d'outils quantitatifs (par exemple, l'outil interne de *scoring* GamaQTIV, utilisé pour les actions et développé plus récemment pour les taux).

### **Transactions**

Alors que, pour des raisons historiques, les gérants de portefeuilles étaient en charge de l'exécution des ordres, Groupama AM a fait le choix de mettre en place une table de négociation en 2009. L'objectif est de basculer progressivement les ordres en commençant par les classes d'actifs les plus liquides avec, à terme, quatre négociateurs. Fitch constate, par ailleurs, l'utilisation croissante de plateformes électroniques sur les taux ; en effet, celles-ci sont aujourd'hui utilisées dans 50% des cas (essentiellement via Tradeweb). Dans un contexte de fragmentation de la liquidité et d'exigence règlementaire croissante (notions de meilleure sélection et de meilleure exécution), l'agence suivra attentivement la mise en place de la plateforme de négociation.

### **Processus actions européennes**

Forte d'un historique relativement long, la gestion dite « Active+ » est un processus basé sur la sélection de valeurs fondamentales selon un style GARP (*Growth At a*

*Reasonable Price*). Les différentes contributions sont formalisées lors des comités Actions, Secteurs et Valeurs qui visent à déterminer des visions à la fois stratégiques et tactiques. En plus des apports des équipes de recherche à chaque niveau de décision, la gestion des portefeuilles repose sur une vision *top-down* qui conduit à une gestion revendiquée de l'exposition au marché (beta). Dans ce cadre commun, les gérants sont autonomes et responsables du choix des valeurs et du *timing* des investissements. Un processus sous contrainte de gestion actif-passif a été formalisé afin de prendre en compte les contraintes de passif des clients, en particulier les compagnies d'assurance du Groupe. Enfin, un processus « satellite » a été mis en place pour exploiter, dans un cadre plus opportuniste, les expertises de sélection de valeurs et de gestion de l'exposition au marché déjà présentes dans l'équipe. Ce produit *Long/short* est géré en suivant quatre sous-stratégies (*pair trading*, opportuniste, fondamentale et événements) avec l'appui de l'ingénierie financière dédiée.

### Processus actions internationales

Le processus actions internationales est géré de Paris et s'appuie sur des partenariats noués avec Nomura AM pour les actions japonaises et asiatiques et Northern Trust GI pour les actions américaines. Ces derniers fournissent l'accès à leur recherche fondamentale et des portefeuilles modèles, la sélection de titres et la construction des portefeuilles restant la prérogative des gérants de Groupama AM. Les portefeuilles globaux sont gérés en commun avec les gérants actions Europe, l'approche pouvant toutefois être davantage formalisée pour en faire un processus de gestion à part entière.

### Processus taux

La gestion des produits de taux est organisée en fonction de complémentarités constatées entre les gestions directionnelles et *aggregate*, crédit et gestion sous contrainte de passif et, enfin, monétaire et CTT. L'ensemble de ces gestions s'appuie toutefois sur une source unique d'apports analytiques. Le Comité de Gestion Obligataire mensuel synthétise les contributions des équipes de recherche économique, d'ingénierie financière et des gérants concernant la gestion monétaire, directionnelle, crédit et inflation.

Le premier pôle de gestion recouvre la gestion obligataire directionnelle, indexée sur l'inflation, *aggregate* et internationale. Le processus de gestion directionnelle repose sur des moteurs de performance classiques : des groupes de travail produisent des *scorings* quantitatifs d'analyse de courbe de taux qui servent de base au comité directionnel pour la détermination de la stratégie d'investissement. Fitch relève l'utilisation croissante de données quantitatives dans le processus de décision, illustrant ainsi la démarche globale d'enrichissement des sources de valeur ajoutée et de budgétisation du risque au sein des processus d'investissement. Cela s'est vérifié en 2008, notamment, par une plus grande précision des critères d'analyse (portefeuille modèle, analyse par pays), une utilisation accrue d'APT et la mise en place d'un modèle d'optimisation Black-Litterman pour la construction de portefeuille. De la même manière, l'agence constate les modifications apportées aux processus de gestion *aggregate* et inflation, en particulier sur la partie internationale. Enfin, en complément d'une gamme de produits obligataires traditionnels, des produits diversifiants ont vu le jour en 2008. Après une longue période d'incubation, un fonds de gestion de devises est aujourd'hui ouvert à la souscription et un fonds à performance absolue a été lancé début 2009, qui s'appuie sur les différents moteurs de performance disponibles au sein de l'équipe (directionnel, courbe des taux, inflation, monétaire, *swaps spread* et volatilité). Fitch souligne la nécessité d'un cadre de gestion rigoureux dans l'application de stratégies relativement complexes et le suivi de ces fonds au moyen d'une approche de *Value at Risk*. L'autre pôle de gestion obligataire regroupe à la fois la gestion sous contrainte de passif et la gestion crédit, obligations convertibles et titrisation. Le segment crédit couvre les obligations *investment grade* selon un

processus qui suit une approche fondamentale. Les dérivés de crédit (CDS) ne sont que très peu utilisés au sein des stratégies directionnelles. De la même manière que pour l'équipe directionnelle, des indicateurs issus d'un modèle quantitatif servent à la formulation de recommandations lors des différents comités de gestion (crédit, secteurs, valeurs). Le recours aux fonctionnalités des outils Statpro FI et APT est devenu plus systématique, alors que certains indicateurs sont encore en cours de développement (VaR ex ante). L'agence estime qu'un élargissement des sources de performance et des stratégies d'investissement adoptées est possible dans un contexte de forte volatilité du marché du crédit. Parallèlement, la société a lancé courant 2008 plusieurs fonds opportunistes dits « à fenêtre » visant à bénéficier des conditions attractives du marché du crédit à un horizon relativement court par rapport à ces produits similaires (6-18 mois), sur la base d'une stratégie vendeuse de CDS, ainsi qu'un produit crédit ISR lancé début 2009.

Le périmètre de la gestion monétaire couvre à la fois la gestion de fonds de trésorerie réguliers (Groupama ne dispose que d'un fonds monétaire dynamique au sein de sa gamme) et l'activité de CTT. Le comité monétaire trimestriel a pour fonction de définir et contrôler les limites d'engagement sur chaque émetteur. Les risques de crédit et de contrepartie sont ainsi bien appréhendés, ce qui participe au fonctionnement d'un processus de gestion bien structuré. La gestion des portefeuilles bénéficie également des apports des comités directionnel et crédit. Depuis 2008, les gérants, ainsi que les clients qui le souhaitent, bénéficient également des fonctionnalités de Statpro FI afin de quantifier les sources de performance des portefeuilles par rapport à l'EONIA. L'activité de Cession Temporaire de Titres concerne des titres figurant dans les portefeuilles détenus par des compagnies d'assurance du groupe, c'est-à-dire des obligations gouvernementales et, depuis 2008, des actions. Le placement des collatéraux est effectué au travers de deux véhicules dédiés. La gestion monétaire de Groupama AM se caractérise par une grande prudence et n'a pas souffert des difficultés rencontrées par des produits structurés ou exposés au risque de crédit.

### Processus diversifié

La gestion diversifiée *benchmarkée* se concentre sur l'allocation d'actifs selon une approche traditionnelle et repose sur un processus *top-down* consensuel, à faible risque actif, la gestion des poches actions et obligations étant déléguée aux gérants spécialisés qui investissent dans des titres en direct ou bien dans des fonds maison. Les comités d'allocation sont mensuels et déterminent les allocations cibles des portefeuilles modèles. L'optimisation des budgets de risque est réalisée via APT. Les produits dérivés sont peu utilisés, que ce soit à des fins de réactivité de l'allocation ou de diversification. Les classes d'actifs dites de diversification ne sont employées que de manière marginale.

## Administration des investissements

### Reporting et communication

Les *reportings* des fonds ouverts paraissent raisonnablement complets, sans être excessivement détaillés, fournissant des informations et des indicateurs sur les performances passées, les risques ex post et des répartitions d'actifs cohérentes avec les stratégies d'investissement employées. Les *reportings* dédiés offrent un niveau de détail supérieur avec l'analyse de l'exposition des portefeuilles, le secteur ou les principales pondérations. Une évolution historique de ces différents indicateurs est également proposée. L'attribution de performance est réalisée à l'aide de l'outil externe Statpro et donne des résultats satisfaisants. L'utilisation généralisée de Statpro pour les produits de taux, étendue aux fonds monétaires en 2008, offre une décomposition cohérente de la performance relative des portefeuilles (portage, courbe, *spread*), et garantit un niveau de flexibilité et d'automatisation des documents satisfaisant. Groupama AM est certifiée conforme aux normes GIPS (*Global Investment Performance Standards*) depuis 2003.

## Opérations

Groupama AM possède une grande expérience de la gestion sous mandat et de la gestion de produits pour le compte d'investisseurs institutionnels de par son appartenance à une compagnie d'assurance. Ces derniers mois, de nombreux portefeuilles provenant des compagnies rachetées à l'étranger par la maison-mère ont ainsi été intégrés et incorporés dans le processus de gestion sous contrainte de passif. Ces processus spécifiques à la gestion sous contrainte de passif ont d'ailleurs été déclinés sur toutes les classes d'actifs.

Le *middle office* (18 personnes) assure les réconciliations avec les contreparties de marché via l'outil CTM Omgeo, gère la transmission des ordres vers le dépositaire et le valorisateur et, enfin, a la responsabilité du placement de la trésorerie résiduelle dans les fonds maison. Le STP (*Straight Through Processing*) est aujourd'hui largement automatisé et assure une sécurité et une efficacité en rapport avec le type de produits traités. Historiquement, Groupama AM traite peu d'instruments de gré à gré. On notera le choix effectué de longue date de loger le personnel du *middle office* à proximité des gestions concernées.

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

Groupama AM utilise les services de Proxinvest pour l'exercice des droits de vote attachés aux actions françaises et ceux de Broadridge à l'étranger. Pour la France, la politique de vote, encadrée par la Conformité, est active, en cohérence avec l'attention portée à la notion de gouvernance dans les choix d'investissements.

## Technologie

### Systèmes de Front Office

L'outil de tenue de position propriétaire Alpha fonctionne à partir d'un tableur et permet, pour chaque processus de gestion, de voir le détail des portefeuilles, leur décomposition par rapport à leurs *benchmarks* ainsi que d'autres indicateurs de base à partir des données comptables en J-1. L'outil affiche une réactivité relativement satisfaisante, mais reste assez peu flexible et relativement pauvre en fonctionnalités (décomposition des portefeuilles, contrôles préexécution). En marge de l'outil Alpha, des développements spécifiques ont été réalisés à partir d'outils bureautiques pour le suivi des sous-stratégies du portefeuille *Long/Short*. Au niveau du *front office*, la mise en place de Sophis Value est achevée sur une partie des portefeuilles obligataires (28) et doit se poursuivre tout au long de l'année 2009. Les fonctionnalités effectives à ce jour couvrent la tenue de positions, l'affichage d'un carnet d'ordre et la transmission aux plateformes électroniques (dans l'objectif de remplacer Omega PM pour le passage d'ordres). L'outil Alpha reste à ce jour le moyen privilégié pour suivre les portefeuilles en temps réel. Fitch souligne l'enjeu important que constitue l'achèvement du projet Sophis Value, que ce soit en termes de flexibilité, d'efficacité du traitement des opérations ou d'adaptabilité (nouveaux instruments ou fonds).

### Middle et Back office

L'outil propriétaire Valmob, utilisé pour la transmission des ordres vers le dépositaire et le valorisateur, est progressivement abandonné au profit de Sophis Value. Au *middle office*, Value assure la tenue de positions (alimentation de données avec Bloomberg) et une assistance à la validation de valeurs liquidatives. Value est interfacé avec Omgeo CTM qui réalise de façon automatisée le rapprochement brokers avec la quasi totalité des contreparties. La communication avec les dépositaires interne (Banque Finama) et externes est assurée via des protocoles Swift. Pour l'administration des fonds, Omega FA apporte un degré de sécurité et d'automatisation satisfaisant et couvre aujourd'hui la totalité des fonds et mandats. Le projet de fonctionnement cible des *middle* et *back offices* élaboré

autour de Sophis Value et d'Omega FA est donc toujours en cours de réalisation, ce que Fitch continuera à surveiller au long des prochains mois.

### Gestion des données

L'acquisition et l'accessibilité des données sont rendues difficiles par la multiplicité des référentiels qui subsistent. La maintenance et l'enrichissement des bases de données, ainsi que la mission d'unification des référentiels sont assurés par une équipe dédiée nouvellement créée. Ceci permet aujourd'hui une meilleure exploitation des contenus à partir de Value et Omega FA, notamment pour la production de *reportings*. Fitch souligne l'importance d'une utilisation optimisée de Sophis Value afin d'atteindre un degré d'automatisation et d'unicité des sources de données satisfaisant. L'ensemble des collaborateurs dispose d'un portail interne assez complet, accessible à l'ensemble des équipes, incluant l'accès à certains outils tel APT.

### Intégration

La chaîne de transmission des ordres est désormais largement intégrée et des interfaces existent entre Value et l'ensemble de la plateforme. L'outil CTM Omgeo traite de façon automatique le rapprochement des ordres actions et taux. De plus, la bascule vers la plateforme cible Sophis Value/Omega FA garantira un niveau de fluidité adéquat. Néanmoins, dans l'ensemble, la plateforme technologique souffre encore aujourd'hui d'une fragmentation des applicatifs et d'un recours fréquent à des développements de modules palliatifs. Fitch estime que le déploiement complet des fonctionnalités de base de Sophis Value offrira un niveau satisfaisant d'intégration à l'ensemble de la chaîne STP de Groupama AM.

### Sécurité informatique

Groupama AM dispose d'un plan de continuité d'activité opérationnel et de qualité. Le renforcement du mode d'organisation du département informatique, notamment la création d'un poste de responsable de la sécurité du système d'information, permet d'assurer une supervision efficace des développements. Enfin, Fitch observe la présence d'un support informatique de proximité au sein des gestions.

Copyright © 2009 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.