

Vestathena passe au crible

le taux de rotation

Carlos Pardo, directeur de la stratégie de Vestathena, et Florent Druel, analyse financier dans cette société de gestion, examinent le concept de taux de rotation.

Intérêts alignés

« Sans rentrer dans des oppositions stériles entre modalités de gestion, expliquent les professionnels, nous partons de la notion de gestion active pour nous concentrer sur le taux de rotation des portefeuilles et son catalyseur éventuel, les commissions de mouvement. L'idée est de comprendre en quoi le taux de rotation peut être utilisé comme un critère pertinent lors de la sélection d'un fonds. Une gestion active est essentiellement fondée sur la conviction que certains actifs présentent des anomalies de valorisation pouvant être exploitées. Elle cherche à obtenir une performance absolue, par définition sans lien explicite avec l'évolution d'un benchmark. »

Le travail du gérant consiste à repérer et à sélectionner les titres sous-évalués. Ce long processus d'investissement se déroule *via* des analy-

ses de la rentabilité des entreprises en les proportionnant aux risques encourus. En tirant parti des informations disponibles, le gérant se focalise sur la capacité des entreprises à valider leurs modèles économiques dans la durée. Cela dit, les intérêts des gestionnaires d'actifs doivent être alignés avec ceux de leurs clients. Pour les experts de Vestathena, cette approche a, en termes de frais, deux implications. Premièrement, l'essentiel du résultat d'une société de gestion doit reposer sur des frais de gestion variables qui expriment la régularité de sa surperformance. En second lieu, les fonds ne doivent percevoir aucune commission de mouvement susceptible de créer des conflits d'intérêt. En principe, ce double constat conduit à des taux de rotation faibles des portefeuilles.

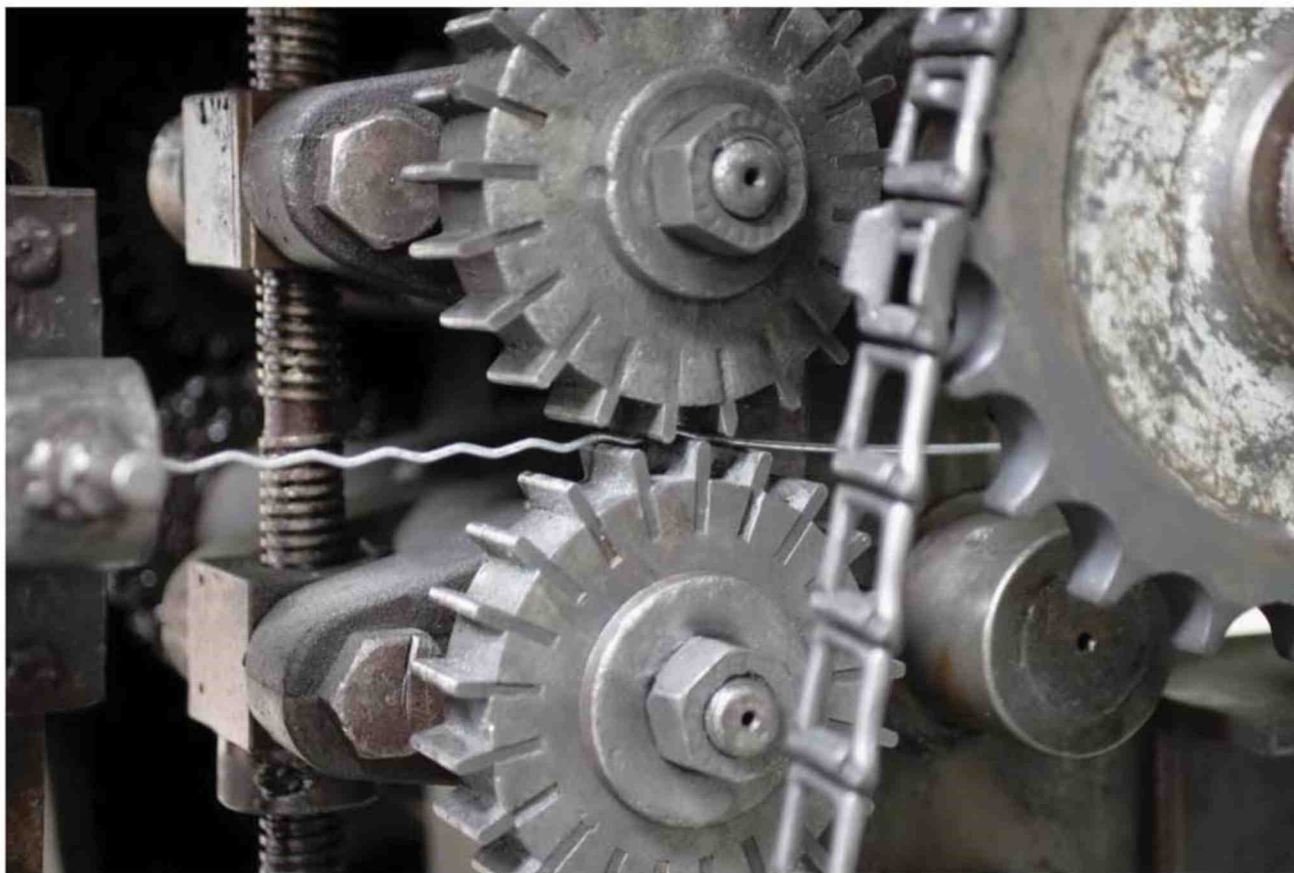
Rappelons que le taux de rotation (*turnover ratio*) mesure le volume de transactions – achats et ventes de titres – effectuées par le gérant par rapport à l'actif net moyen du fonds dont il a la responsabilité. « *Le mode de calcul du taux de rotation*, précisent Carlos Pardo et Florent Druel,

est défini par le régulateur aux Etats-Unis et en Europe. Révélateur du niveau des coûts et de la stabilité des performances, ce taux permet d'estimer l'activité moyenne d'un gérant sur une année. Il apporte une information importante pour les sélectionneurs de fonds. Il peut également s'avérer utile pour mesurer la cohérence entre l'activité d'un gérant et l'horizon de placement. »

Accélération de l'activité

Un fonds doté d'un horizon de placement théorique de cinq ans devrait avoir un taux de rotation d'environ de 20 %, comme c'est le cas chez Vestathena. Un gérant qui dégage un *turnover ratio* supérieur – hors conditions de marché exceptionnelles – pourrait paraître trop actif ou pas assez orienté vers le long terme. Les raisons qui pourraient justifier les « *déviations* » à la hausse de ce taux sont variées. Le style de gestion ou un changement *conjoncturel* » de stratégie, notamment, peuvent impliquer une différence dans la réévaluation et le rebalancement des positions. L'investisseur peut alors se demander si la gestion est

(Suite page 11)



(Suite de la page 10)

toujours en accord avec le positionnement affiché. « *Un changement de gérant, font observer les professionnels, peut induire une rotation supérieure passagère du fait d'un réaménagement du portefeuille en adéquation avec l'approche qui lui est propre.* » Par ailleurs, il faudrait connaître la structure de frais, afin de savoir si celle-ci incite un gérant à réaliser des transactions motivées par des commissions de mouvement.

Ce qu'il faut retenir : entre deux fonds similaires, un fonds à faible *turnover* (par rapport à la moyenne

de ses pairs comparables) sera le propre d'un gérant de convictions qui fait peu tourner son portefeuille et qui économise pour son client un excès de frais de transaction (qui viendrait mécaniquement grever la performance). Inversement, un *turnover* important entraîne des coûts obérant la performance qui, selon les cas, peuvent atteindre dans une année plusieurs points de pourcentage. S'ils peuvent paraître relativement faibles sur une transaction unitaire, les frais peuvent devenir « *significatifs* » lorsque l'activité du gérant s'accélère. En outre, l'augmentation du taux de rotation ne reflète pas nécessairement les be-

soins d'une véritable gestion active.

En vertu de la réglementation, le taux des commissions de mouvement et la part qui revient à la société de gestion sont communiqués aux investisseurs. Le montant réel des frais de transaction ne peut être évalué qu'une fois pris en compte le taux de rotation des actifs en portefeuille. La lenteur – la patience – semble être la clef pour bien penser, tandis que la vitesse – la précipitation – peut conduire à l'erreur. En conclusion, gestion active n'est pas synonyme de *trading* !

M. L.