



L'audace de patienter, la sagesse d'oser

Lettre mensuelle d'octobre 2016

Taux de rotation : ne pas confondre vitesse et précipitation

Sans rentrer dans des oppositions stériles entre modalités de gestion, cette lettre part de la notion de gestion active pour se concentrer ensuite sur le taux de rotation des portefeuilles et, point important, son catalyseur éventuel les commissions de mouvement. L'idée de fond est de comprendre en quoi le taux de rotation peut être utilisé comme un critère pertinent lors de la sélection d'un fonds.

Où la gestion active permet de mitiger, voire d'éviter les conflits d'intérêt

Pour nous, 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 indice ou d'un benchmark. Le travail du gérant consiste alors à repérer et à sélectionner les titres sous-évalués. Ce processus, qui demande une patience rationnelle, se déroule sur plusieurs années via des analyses de la rentabilité des entreprises en les proportionnant aux risques encourus. En tirant un profit maximal des informations disponibles, le gérant se concentre alors sur la capacité des entreprises à valider leur modèle économique dans la durée.

Point crucial, les intérêts des gestionnaires d'actifs doivent être alignés avec ceux de leurs clients. Afin d'assurer la meilleure incitation possible, cette approche a pour nous au moins deux implications en termes de frais : d'une part, l'essentiel du résultat de la société de gestion doit reposer sur des frais de gestion variables qui expriment la régularité de sa surperformance ; et, d'autre part, que les fonds ne perçoivent aucune commission de mouvement susceptible de créer des conflits d'intérêt. La philosophie de gestion ci-dessus explicitée, conduit, en principe, à des taux de rotation faibles.

Où la rotation est à interpréter avec prudence car fondée sur des méthodes différentes

Le taux de rotation, ou *turnover ratio* en anglais, mesure le volume des transactions – achat/vente de titres - effectuées par le gérant par rapport à l'actif net moyen d'un fonds.

Le mode de calcul du taux de rotation est défini par le régulateur, aux Etats-Unis et en Europe. Ce taux pouvant être révélateur du niveau des coûts et de la stabilité des performances dans lequel on souhaite investir, il apporte une information importante pour les sélectionneurs de fonds.

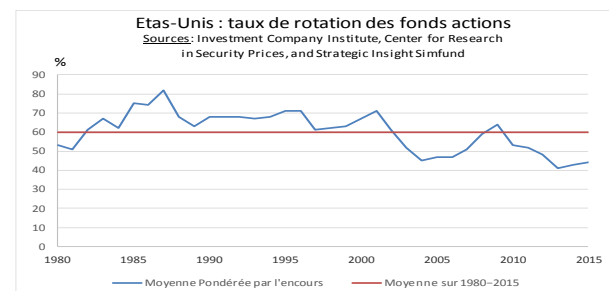
En substance, le taux de rotation permet d'estimer l'activité moyenne du gérant sur une année. La méthode de calcul varie selon les juridictions. Ainsi la formule imposée par le régulateur européen est la suivante :

$$\frac{\sum(\text{achats} + \text{ventes}) - \sum(\text{souscriptions} + \text{rachats})}{\text{Actif net moyen}}$$

Cette formule diffère nettement de celle utilisée aux Etats-Unis, et de même par les agences comme Lipper ou MorningStar, qui privilégient une méthode d'estimation plus simple et qui selon nous représente une vision plus réaliste des taux de rotation. Formule utilisée par la SEC américaine :

$$\frac{\min(\text{achats}; \text{ventes})}{\text{Actif net moyen}}$$

En pratique, à volume de transactions similaire, la méthode de la SEC américaine (graph ci-dessous) fait ressortir des taux inférieurs de moitié comparés à ceux que l'on obtiendrait si l'on utilisait la méthode européenne.



D'où une certaine vigilance méthodologique nécessaire lorsqu'on compare les taux de rotation des portefeuilles des fonds.

Où il s'agit de comprendre à quoi sert le turnover

Le taux de rotation peut s'avérer utile pour mesurer la cohérence entre l'activité du gérant et l'horizon de placement des investissements. Par exemple,

pour un fonds avec un horizon de 5 ans, ce taux moyen annuel devrait, théoriquement, se situer aux alentours de 20% (1/5), sachant bien entendu que cette relation n'est pas linéaire.

Un gérant avec un taux de rotation supérieur, hors conditions de marché exceptionnelles créant des opportunités (cf. années 2008-2009), peut paraître « trop actif » ou pas assez orienté vers le long terme, alors que cela peut être légitime dans certains cas.

Les raisons susceptibles d'expliquer des « déviations » à la hausse de ce taux sont variées et de nature diverse :

- en premier lieu le style de gestion, selon lequel le fonds peut être value, momentum ou growth, ou une combinaison des trois, ce qui peut impliquer une différence dans la réévaluation et le rebalancement des positions ;
- un changement conjoncturel de stratégie. L'investisseur doit alors se demander si la gestion adoptée est toujours en accord avec les convictions affichées ;
- un changement du gérant peut induire une rotation supérieure passagère du fait d'un réaménagement du portefeuille en adéquation avec l'approche que lui est propre ;
- *last but not least*, une structure de frais incitant le gérant à effectuer des transactions en présence de commissions de mouvement...

De manière générale, ce qu'il faut retenir c'est qu'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 conviction qui « fait tourner » peu son portefeuille et qui économise pour son client un excès de frais de transaction venant grever la performance de son fonds.

Où un turnover important entraîne des coûts obérant la performance du fonds

Un turnover élevé risque d'engendrer des frais indirects supplémentaires, notamment de transaction, et donc induire un ratio des frais par rapport aux actifs gérés (*Expense ratio*) plus important. Ceci impacte directement la performance du fonds et, par voie de conséquence, la rentabilité apportée aux clients investisseurs.

Les frais dégagés par un turnover important sont relatifs à la forte activité du gérant, car toute transaction, achat ou vente de titres, engendre des commissions qui sont versées aux courtiers, aux tables d'exécution, au chargé de comptes...

Ces commissions prélevées servent de rémunération pour les services fournis par ces acteurs (exécution, recherche, analyse financière, accès aux sociétés...). Si ces frais semblent relativement faibles sur une transaction unitaire, ils peuvent devenir significatifs lorsque l'activité du gérant s'accélère.

Où gestion active ne rime pas nécessairement avec taux de rotation élevés

En accord avec la réglementation, le taux des commissions de mouvement sont communiqués aux investisseurs, et notamment la part que revient à la société de gestion. Pourtant ce taux ne renseigne qu'imparfaitement sur le niveau et le montant réels de ces frais, qui dépendent largement de la vitesse de rotation des actifs en portefeuille. Le montant réel des frais de transaction ne peut être évalué qu'une fois considéré le taux de rotation des actifs en portefeuille.

Pour conclure, si la méthode cartésienne est celle qui permet de conduire la raison, pour être efficace elle doit être conduite selon certaines règles. Ainsi, la lenteur - ou la patience dans le cas de la gestion - semble être la clé pour bien penser, tandis que la vitesse, vue comme précipitation, peut conduire à l'erreur. Cette réflexion relative à la méthode, peut s'appliquer par analogie aux principes de base d'une saine gestion se fondant sur une sélection de titres réfléchie, et ce par opposition à celles ayant un recours abusif à l'accélération des taux de rotation des portefeuilles, qui ne reflètent pas nécessairement les besoins d'une véritable gestion active. En effet, une gestion active – loin de toute notion de trading - est celle fondée sur la patience, la discipline et la rigueur du travail quotidien consistant à dénicher les valeurs de demain, avec pour objectif principal la régularité de la performance pour les clients.

Vestathena prône et pratique une politique d'investissement en adéquation avec les principes ci-dessus édictés, et ceci en sorte d'éviter, voire de mitiger les conflits entre les intérêts des investisseurs et ceux de la société de gestion. Le résultat en est des taux de rotation faibles pour nos fonds (inférieurs à 20% selon la méthode américaine !) et, plus important encore, des performances de qualité et régulières en accord avec la nature à long terme de notre gestion active. Il en va de la santé financière de nos clients.

Lettre rédigée le 02 octobre 2016

Carlos Pardo
Directeur de la stratégie

Florent Druel
Analyste financier

VESTATHENA
Société de gestion agréée par l'AMF sous le n° GP-14000019 en date du 30/06/2014
SAS au capital de 4 200 000 € - RCS 802985960
Siège Social : 65 Rue de Monceau – 75008 PARIS
www.vestathena.com