

# Les frais dans le processus de placement



*Dr. Stephan Skaanes,  
CFA, partenaire PPCmetrics<sup>1</sup>*



*Dr. Hansruedi Scherer,  
partenaire PPCmetrics<sup>1</sup>*

**Avec la publication d'une étude portant sur les frais de gestion de la fortune, l'OFAS a apporté cette année une contribution essentielle à l'amélioration de la transparence dans ce domaine. Dans le même temps, de nouvelles questions se posent. Les auteurs soulignent les éléments déterminants pour la fixation des frais et expliquent leur importance et leur signification. Sur la base de leurs propres enquêtes, ils fournissent des observations complémentaires quant au rapport entre frais et surperformance, qui sont également pertinentes pour la pratique.**

Les frais de gestion de la fortune des caisses de pension sont un sujet amplement débattu. A juste titre : des coûts élevés dans la gestion de la fortune réduisent les prestations potentielles des caisses de pension. Des enquêtes et études récentes, telles par exemple que l'étude de l'OFAS « Les frais de gestion de la fortune dans le 2<sup>e</sup> pilier » ou l'enquête Swisscanto, donnent des éclairages précieux sur les frais dans le 2<sup>e</sup> pilier. Selon notre expérience de la pratique, il est cependant parfois difficile d'en tirer les bonnes conclusions en raison de la pléthore de données disponibles ; de même, les études font souvent apparaître de nouvelles questions. Le présent article tente d'apporter des réponses aux questions relatives aux frais de gestion de la fortune qui préoccupent le plus souvent les caisses de pension :

1. Les frais de gestion de la fortune sont encourus à des niveaux différents du processus de placement. Où se trouvent les plus importants agrégats de coûts ?
2. Management fee, TER, frais de transactions... Ne court-on pas le danger de commettre des erreurs d'interprétation en choisissant les gestionnaires de fortune ?
3. A long terme, c'est surtout la performance qui compte. Existe-t-il un rapport entre frais et performance ?

## Frais et niveaux du processus de placement

Tout processus de placement se structure en plusieurs niveaux de décisions, qui relèvent également de la responsabilité de décideurs différents. Très sommairement, on peut distinguer entre les niveaux Stratégie de placement, Structure du portefeuille et Gestion du portefeuille. Une question fréquemment posée est celle de savoir lequel de ces niveaux occasionne les frais les plus élevés.

### Niveau de la stratégie de placement

La stratégie de placement définit la répartition fondamentale de la fortune placée entre les diverses catégories de placement. La stratégie comporte les décisions importantes consistant à savoir quelles catégories de placement doivent être prises en compte, et avec quelle pondération. La stratégie de placement a une influence notable sur les frais futurs de gestion de la fortune. Une stratégie qui se limite par exemple à un petit nombre de catégories de placement traditionnelles entraînera des frais de gestion moins élevés qu'une stratégie très granulaire, prévoyant aussi des catégories de placement exotiques. Sur un plan empirique, le succès des placements est déterminé à 80% voire 90% par la stratégie de placement. Cela se comprend d'ailleurs de façon intuitive. Les décisions stratégiques telles que le niveau de la quote-part en actions ou la couverture stratégique ou non des risques de change ont une influence bien plus grande sur le résultat de placement que par exemple les décisions portant sur tel ou tel titre du portefeuille. La stratégie de placement est généralement définie par le conseil de fondation sur la base d'une étude ALM (gestion actif-passif).

### Niveau de la structure du portefeuille

La structure du portefeuille sert à mettre en œuvre la stratégie de placement par le biais de produits de placement effectifs resp. de mandats de gestion de la fortune. C'est à ce niveau que l'on décide par exemple du nombre de mandats différents à appliquer et du rapport entre mandats indexés et mandats actifs à rechercher. De même, il s'agit

<sup>1</sup> Le Dr. Stephan Skaanes, CFA, est partenaire de la société PPCmetrics SA et chargé d'enseignement à l'Université de Zurich. Le Dr. Hansruedi Scherer est partenaire de PPCmetrics SA.

de sélectionner des gestionnaires de fortune professionnels. La définition de la structure du portefeuille relève souvent de la compétence de la commission de placement. Les décisions à ce niveau peuvent également avoir de vastes conséquences sur les frais. Ainsi, par exemple, les mandats indexés apportent un avantage sur le plan des frais. Selon notre expérience, la réalisation systématique d'appels d'offres pour les mandats permet également de réaliser d'importants gains sur les frais.

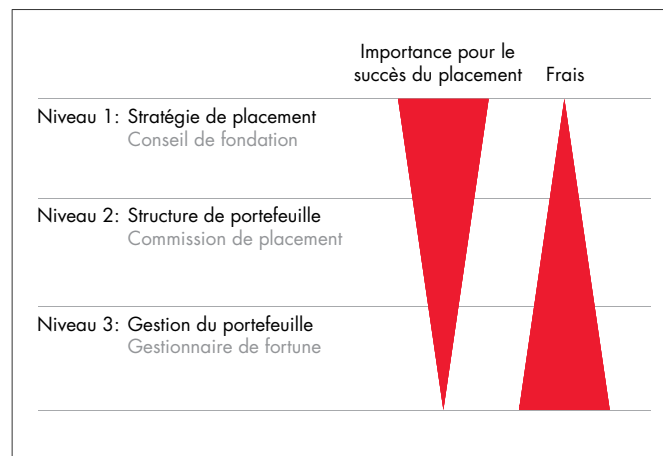
### Niveau de la gestion du portefeuille

Dans le cadre de la gestion du portefeuille, des gestionnaires de fortune spécialisés procèdent à la sélection effective des titres individuels (p. ex. actions et obligations). Diverses études et expériences tirées de la pratique montrent qu'à ce niveau, il est très difficile de réaliser une plus-value à long terme par rapport aux indices de référence prescrits dans le cadre de la stratégie de placement et de la structure du portefeuille.

### Frais des divers niveaux de placement

L'étude de l'OFAS sur les frais fournit des informations intéressantes sur les frais encourus aux divers niveaux du processus de placement. L'étude distingue entre le Total Expense Ratio (TER) des produits de gestion de fortune utilisés, les frais de transaction et impôts (TTC) ainsi que les autres frais de gestion de fortune au sens large (SC). Selon l'étude sur les frais, le TER occasionne 73,4% du total des frais de gestion de la fortune, les TTC contribuent aux frais à raison de 22,2% supplémentaires. Ces deux blocs de frais peuvent être affectés au niveau « gestion du portefeuille ». Bien que ce niveau, vu de façon empirique, exerce la plus faible influence sur le succès de placement, il génère actuellement 95,6% des frais de gestion de la fortune. Les frais de gestion de la fortune au sens large ne contribuent qu'à 4,4% au total des frais. Les dépenses consacrées à la stratégie de placement (regroupées sous « conseils et ALM ») s'élèvent à 0,4% du total des frais de gestion de la fortune. (Source: OFAS, Les frais de gestion de la fortune dans le 2<sup>e</sup> pilier, page 29).

### Illustration 1 : Niveaux du processus de placement



### Composantes de frais

Il n'est malheureusement pas facile de comparer les produits de gestion de fortune, car à l'intérieur des produits, les composantes de frais encourues sont différentes. Souvent, pour simplifier, on distingue entre les composantes suivantes :

- Les commissions de gestion (management fee) servent à indemniser directement le gestionnaire de fortune. Ces frais sont généralement présentés de façon transparente.
- A l'intérieur du produit (en particulier les placements collectifs), il est possible d'encourir d'autres frais tels que par exemple frais administratifs, frais de gestion de dépôt, etc. Le total du management fee et des autres frais est le plus souvent regroupé sous la notion de « Total Expense Ratio » (TER).
- Les transactions courantes sur les titres occasionnent des frais de transaction qui représentent un autre bloc de frais.

Le tableau présente à titre d'exemple trois gestionnaires de fortune avec une structure de frais différente. L'exemple vise à faire ressortir le défi que pose le choix des gestionnaires de fortune.

**Tableau : Exemples de composantes de frais**

Gestionnaire de fortune	Management fee	Autres frais (p. ex. frais administratifs, frais de dépôt, etc.)	TER	Frais de transaction	Total: TER et frais de transaction	Surperformance nette
A	10 PB	20 PB	30 PB	10 PB	40 PB	0 PB
B	15 PB	5 PB	20 PB	10 PB	30 PB	5 PB
C	15 PB	5 PB	20 PB	30 PB	50 PB	10 PB

Sur la base des différents blocs de frais cités dans l'exemple, le danger existe de commettre des erreurs de décision dans la sélection des gestionnaires de fortune :

- Si l'on ne regarde que le management fee, le gestionnaire de fortune A semble être le prestataire le plus avantageux. Cependant, celui-ci présente la part la plus élevée d'autres frais cachés. Vu sur le plan du TER, le gestionnaire A est même le prestataire le plus cher !
- Si l'on compare les gestionnaires B et C uniquement dans l'optique du management fee ou du TER, il n'existe pas de différence entre les deux prestataires.
- Si l'on tient compte des frais de transaction en tant qu'autre bloc de frais, on voit que le gestionnaire C présente des frais de transaction nettement plus élevés. Le TER additionné aux frais de transaction donne pour le gestionnaire B une valeur de 30 PB et de 50 PB pour le gestionnaire C. Dans le cadre d'une telle réflexion exclusivement axée sur les frais, le gestionnaire B devrait même être clairement avantageux.
- A elle seule, la faiblesse des frais de transaction ne suffit pas à traduire la qualité d'un gestionnaire de fortune actif. Il faut en particulier tenir compte de la structure et du style de placement. Ainsi, par exemple, les frais de transaction pour les small caps ou les marchés émergents sont nettement plus élevés que ceux des titres liquides à forte capitalisation. Or, c'est souvent une sélection de titres réussie dans les segments de marchés cités qui est décisive pour réaliser une éventuelle surperformance. Dans l'exemple indiqué, le gestionnaire de fortune C présente les frais de transaction les plus élevés. Mais manifestement, ceux-ci n'ont pas généré une plus-value se traduisant par une surperformance nette plus élevée (surperformance après frais) du gestionnaire C par rapport au gestionnaire B.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Il est déconseillé de choisir le gestionnaire C uniquement en raison de sa surperformance nette plus élevée, car il faudrait tout d'abord vérifier si sa performance reste appropriée dans une optique apurée des risques (en examinant la question de savoir s'il est possible que la surperformance nette ait été obtenue uniquement par la prise de risques systématiquement élevés).

Sur la base de l'exemple, il est possible de tirer les conclusions suivantes :

1. L'examen exclusif des frais peut pousser à prendre des décisions erronées lors de la sélection des gestionnaires de fortune. En particulier, le management fee ne révèle pas toute la vérité des frais. Selon notre estimation, cependant, il est heureusement possible de constater que les prestataires de produits respectent de plus en plus la transparence requise en matière de frais. En particulier, par exemple, ils proposent davantage de tranches de fonds qui ne font encourir aucun frais caché à l'intérieur du produit et dont tous les frais sont couverts par le management fee.
2. Il est recommandé d'évaluer les frais de transaction en liaison avec la surperformance réalisée et compte tenu du style de placement. Là aussi, on observe une tendance à la transparence des frais. Chez la plupart des gestionnaires de fortune, le management fee (dans le sens d'une commission « tout compris ») inclut les frais de transaction propres. Cela évite ainsi tout conflit d'intérêt, puisque le gestionnaire de fortune ne gagne rien en plus sur les transactions effectuées. S'agissant des frais de transaction étrangers restants (p. ex. courtage externe) et des impôts, les intérêts du gestionnaire de fortune et ceux de l'investisseur concordent.

### **Lien entre frais et performance**

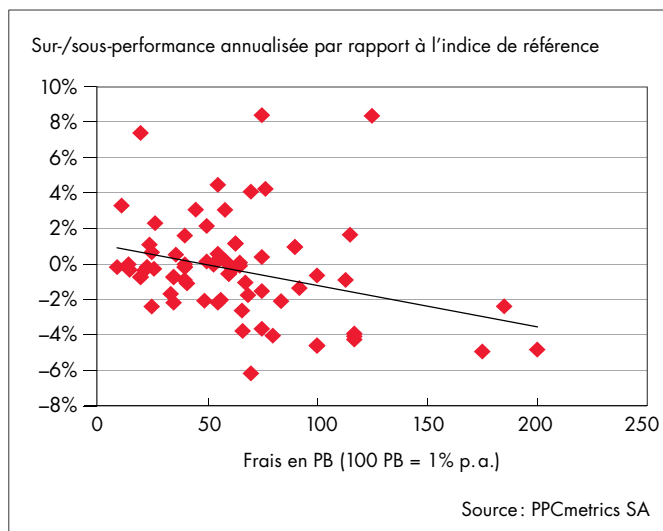
A long terme, le but de la gestion de portefeuille active est de réaliser une surperformance après déduction des frais. Si la prestation de placement est bonne, des frais correspondants peuvent être justifiés, et vice versa. En conséquence, on pose souvent la question de savoir s'il existe un rapport entre les frais et la performance.

L'étude de l'OFAS sur les frais constate un rapport négatif entre le rendement de placement net absolu et les frais de gestion de la fortune sur la période 2005–2009. Ce calcul a été critiqué à juste titre, car le rendement net absolu est influencé surtout par le rendement des diverses catégories de placement sur le marché dans la période considérée. Lorsque des catégories de placement « avantageusement » réalisables (p. ex. les obligations suisses) présentent une performance élevée sur une période donnée, il en découle un rapport négatif entre frais et performance absolue, et vice versa.

Il est plus révélateur de comparer la surperformance et la sous-performance avec les frais de gestion de la fortune. Dans la gestion de portefeuille active, le gestionnaire de fortune est rémunéré pour le fait de réaliser une performance supérieure à celle de l'indice de référence prescrit. La surperformance peut être qualifiée de prestation des gestionnaires de fortune actifs proprement dite. Elle dépend des compétences des gestionnaires de fortune et est donc moins influencée par la période considérée. L'illustration 2 fait ressortir le rapport entre la surperformance (ou la sous-performance) de 76 mandats d'actions actifs sur les trois dernières années. Nos calculs donnent un rapport significativement négatif entre la surperformance et les frais des mandats d'actions actifs.

Il est donc opportun d'accorder une valeur appropriée aux frais lors de la sélection des mandats d'actions actifs.

### Illustration 2: Lien entre les frais et la sur-performance de mandats d'actions actifs dans les trois dernières années



### Conclusions

Les principales conclusions de la réponse aux questions ci-dessus peuvent se résumer comme suit :

Les divers niveaux du processus de placement (stratégie de placement, structure du portefeuille et gestion du portefeuille) provoquent des coûts variables. De façon empirique, c'est la stratégie de placement qui a la plus grande influence sur le succès futur de placement. Mais le moteur principal des coûts n'est pas, est de loin, la fixation de la stratégie de placement, mais la gestion du portefeuille, avec une part de plus de 90% au total des frais de gestion de la fortune.

L'existence de composantes de frais différentes rend plus difficile les comparaisons équitables entre gestionnaires de fortune. Une observation axée exclusivement sur les coûts peut entraîner des décisions erronées. Les frais de transaction, en particulier, doivent être examinés compte tenu de la performance réalisée. Heureusement, la tendance est à une transparence accrue en matière de frais pour les investisseurs institutionnels, à des produits qui renoncent à des frais cachés ainsi qu'à des modèles de frais qui évitent les conflits d'intérêts.

Une enquête réalisée auprès de 76 mandats d'actions actifs a fait apparaître une corrélation négative significative entre les frais et la surperformance. Dans les grandes lignes, les prestataires chers n'ont pas réussi à réaliser une surperformance systématiquement plus élevée. Il vaut donc la peine, lors du choix des gestionnaires de fortune, de donner une grande importance non seulement aux aspects qualitatifs (p. ex. personnes et processus) ainsi qu'à la performance, mais aussi aux frais.