

Les défis en matière de calcul des performances

Par Andrea-Reto Müller, Chief Investment Officer, Avalor Investment AG

Il est utile que tout le monde emploie les mêmes règles mathématiques, de telle sorte qu'au final, 1 + 1 fassent toujours 2

En marge des prestations classiques de gestion de patrimoine, l'offre de services des gestionnaires de fortune indépendants englobe souvent aussi le domaine de la consolidation des actifs et du reporting. Ce service convient particulièrement aux familles souhaitant disposer d'analyses globales et de rapports couvrant plusieurs portefeuilles, auprès de différentes banques dépositaires. Pour que ces analyses soient les plus pertinentes possibles, il est indispensable de pouvoir comparer ce qui est comparable. Il importe donc que les transactions identiques de tous les portefeuilles soient comptabilisées uniformément, quel que soit l'établissement bancaire qui en assure l'exécution.

C'est la raison pour laquelle de nombreux gestionnaires de fortune inscrivent les portefeuilles dont ils ont la charge dans un système central de gestion de portefeuille (PMS). A cette fin, les banques dépositaires fournissent des informations relatives aux transactions enregistrées qui englobent achats, ventes, paiements de dividendes, prélèvement de frais, opérations sur titres, dépôts, décaissements, etc. Elles sont ensuite «transférées» dans le système PMS. Ces informations permettent notamment au gestionnaire de générer des rapports détaillés à partir des mêmes principes comptables et de calcul pour chaque portefeuille individuel, ainsi que pour les portefeuilles consolidés détenus auprès de différentes banques. Naturellement, les clients reçoivent également les relevés de portefeuille transmis par les banques dépositaires.

Pour diverses raisons, les rapports générés à partir des données du système PMS ne correspondent que très rarement aux relevés des banques dépositaires, ce qui peut soulever des questions chez les clients. Le gestionnaire de portefeuille s'efforce de rétablir la transparence en analysant avec le plus de précision possible ces écarts et en les expliquant au client de manière proactive.

Une analyse approfondie des écarts

Il peut exister des écarts d'une part lors de l'évaluation et de l'allocation des actifs, et d'autre part dans le cadre du calcul des performances.

Le plus souvent, les anomalies s'expliquent par des différences dans l'évaluation des actifs, en particulier en matière de taux de change ou de titres négociés en-dehors du marché, comme par exemple des obligations. Il peut arriver que le calcul de la valeur liquidative d'un instrument d'investissement prenne du retard parce que cette valeur à la date de référence n'est pas connue au moment de la production du rapport. Dans un portefeuille diversifié, ces écarts se mesurent généralement en quelques points de base ; ils sont assez faciles à expliquer et se compensent souvent les uns les autres au cours de la période suivante.

En principe, les écarts dans l'allocation des actifs résultent de différences de valeur dans les données de référence. D'un côté, tous les établissements n'utilisent pas la même catégorisation des classes d'actifs. La banque A considèrera par exemple l'immobilier comme une classe d'actifs à part entière, alors que la banque B le classera comme un actif alternatif. De l'autre côté, des différences peuvent également survenir au moment de l'affectation des actifs à une classe. Les exemples typiques sont ici les fonds de stratégies d'investissement ou les obligations convertibles.

Il est beaucoup plus difficile de remonter jusqu'à un écart dû au calcul des performances. Cette situation peut avoir les origines suivantes :

- 1) Des méthodes de calcul différentes.
Plus les flux financiers éventuels liés à la valeur des dépôts sont élevés, plus grands sont les écarts dus à des différences dans les méthodes de calcul. Un grand nombre de gestionnaires calculent les performances à partir des rendements pondérés par le temps (TWR), dont la valeur est indépendante des dépôts ou décaissements.
- 2) Des écarts au niveau des valeurs de marché.
Si la différence de valorisation évolue au cours de la période, elle donne forcément lieu à un écart de performance.
Exemple: en début et fin de période, le rapport estime la valeur du dépôt respectivement 0,1% et 0,3% en-dessous de la valeur indiquée dans le relevé bancaire → toutes choses demeurant égales par ailleurs, ce qui aboutit à une performance plus faible que celle qui ressort du relevé bancaire.
- 3) Des différences de flux financiers.
Si la même méthode de calcul est appliquée et qu'aucun écart dans les valeurs de marché ne peut expliquer la différence de performance, le plus probable est que celle-ci soit due à la valeur des flux financiers.

Cette troisième raison explique la plupart des situations non clarifiées et résulte généralement du traitement des retenues à la source et des commissions de gestion.

Le casse-tête de la retenue à la source...

En fonction des conventions de double-imposition en vigueur, les impôts à la source prélevés sur les intérêts versés et les dividendes peuvent souvent faire l'objet d'une récupération au moins partielle. C'est pourquoi il convient de prêter attention aux éléments suivants dans le calcul des performances:

- 1) L'ensemble des impôts à la source sont indiqués comme «récupérables». Dans ce cas, ils sont considérés comme des flux financiers lors du calcul des performances. Si les impôts retenus à la source (et considérés comme des flux financiers) ne sont pas entièrement récupérés, le calcul et la comptabilisation de la performance «surestiment» le rendement effectivement obtenu.
- 2) L'ensemble des impôts à la source sont indiqués comme «non récupérables» et sont considérés comme une charge dans le calcul de la performance (comme, par exemple, les frais de courtage ou autres commissions). Dans ce cas, le rendement effectivement obtenu aura tendance à être «sous-estimé» s'il s'avère qu'au moins une partie de la retenue à la source est ensuite récupérée.
- 3) Les impôts à la source sont considérés comme partiellement «récupérables» et «non récupérables». A condition que la répartition soit correctement reprise, il s'agit de la méthode de calcul la plus fiable et la plus exacte. Toutefois, nul n'est à l'abri d'une erreur...

Si certaines banques dépositaires prévoient, dans leurs outils en ligne, le calcul et la publication de la Variante 1 et de la Variante 2, on constate la plupart du temps que les rapports n'utilisent que la Variante 1. Autrement dit, la performance comptabilisée peut alors légèrement surestimer le résultat réellement obtenu. A l'inverse, la classification des retenues à la source comme «non récupérables» entraîne une sous-estimation systématique et injustifiée de la performance.

Ce qui n'a l'air de rien peut, avec le temps, se transformer en différence de valeur importante. Dans un portefeuille investi à 60% en actions rapportant un dividende de 2,5% avec une retenue à la source de 35%, l'utilisation de la Variante 1 ou 2 crée un écart qui peut atteindre 50 points de base par an. Ce qui est loin d'être négligeable.

... et des commissions de gestion

Outre la comptabilisation des impôts à la source, certains écarts de performance peuvent s'expliquer par des différences de traitement des commissions de gestion. Souvent, les clients autorisent le gestionnaire de fortune à envoyer directement à la banque dépositaire sa facture de commissions. Si la banque paie cette rémunération, le virement est comptabilisé comme un flux financier, tel que l'achat d'une voiture, par exemple, et n'est pas pris en compte dans le calcul de la performance. Généralement, les banques peuvent comptabiliser ce paiement comme «frais» à la demande du client, mais elles ne le font pas toujours dans les faits. Là encore, les écarts de performance qui en résultent peuvent devenir importants. Voici un exemple simplifié dans lequel la commission de gestion (10 000 CHF) est comptabilisée soit comme «frais» (A), soit comme un «paiement sortant» (B):

A: Valeur initiale 1 000 000, valeur finale 1 100 000 -> rendement pondéré par le temps +10%

B: Valeur initiale 1 000 000, valeur finale 1 100 000, flux financier (commission de gestion) -10 000 -> rendement pondéré par le temps +11%

Enfin, des écarts de performance peuvent apparaître suivant le moment où sont enregistrés les flux financiers. La question se pose donc de savoir si le flux est comptabilisé au début ou à la fin d'une période (un jour par exemple), car en effet, cette considération modifie la valeur initiale pour le rendement journalier correspondant. En particulier, en fonction de la variante de calcul choisie, les flux financiers *importants* effectués dans une journée où la valeur du portefeuille a connu des *fluctuations élevées* peuvent donner lieu à de grandes différences dans le rendement pondéré dans le temps.

Les considérations ci-dessus se rapportent aux raisons pouvant expliquer des différences dans les calculs de performance. Il va de soi que la représentation exacte des rendements corrigés des risques crée des exigences supplémentaires en matière de qualité des données. Par exemple, pour le calcul des données de risque, il est impératif que les valorisations soient correctes non seulement le jour de référence, mais également sur l'ensemble de la période considérée.

En résumé, les écarts de performance dus aux différents modes de calcul décrits ci-dessus ne peuvent pas être qualifiés de justes ou d'erronés. Le gestionnaire de fortune doit au contraire s'efforcer d'en informer ses clients de manière proactive, afin d'être en mesure de comparer réellement ce qui est comparable.

Traduit de l'allemand

Biographie

Andrea-Reto Müller, Chief Investment Officer, Avalor Investment

Andrea-Reto Müller est actionnaire-associé d'Avalor Investment où il assume les fonctions de Chief Investment Officer. En tant que responsable de la gestion centrale des portefeuilles, il porte un intérêt tout particulier à la représentation des performances dans le cadre des contrôles de qualité liés à la migration de portefeuilles de clients sur un nouveau système PMS.