

GUIDE

Guide technique relatif à l'application de méthodes anti-dilutives chez les administrateurs de fonds

VERSION MISE A JOUR

SEPTEMBRE 2021

AFTI
La dynamique du post-marché

Table des matières

I.	Introduction et Contexte	3
II.	Présentation des méthodes anti-dilutives	3
1.	La méthode Anti Dilution Levy (ADL) ou frais ajustables	3
2.	Les méthodes de Swing Pricing	3
3.	Comparaison des méthodes.....	4
4.	Les seuils de déclenchement.....	5
III.	Modalités opérationnelles d’application des méthodes anti-dilutives.....	6
IV.	Analyse des avantages et inconvénients à la mise en œuvre et au suivi opérationnel des différentes méthodes anti-dilutives.....	8
V.	Impacts opérationnels des différentes méthodes de gestion de la liquidité.....	10

I. Introduction et Contexte

Les souscriptions et/ou les rachats peuvent avoir un impact négatif sur la valeur nette d'inventaire (VNI) des fonds. L'impact est dû aux coûts de rééquilibrage facturés au fonds pour acheter les actifs sous-jacents en cas de souscription (ou vendre les actifs sous-jacents en cas de rachat). Ces coûts (frais de transaction, taxes et droits de timbre...) affectent tous les actionnaires et pas seulement ceux qui viennent de souscrire ou de racheter les actions.

Depuis 2013, l'AMF autorise les fonds d'investissement, conformément aux directives AIFMD puis UCITS, à se doter de mécanismes permettant de se prémunir des variations de VNI liées aux mouvements de capital grâce aux mécanismes dits de Swing Pricing (VNI ajustée) et d'Anti-Dilution Levy (droits ajustables).

Les événements sanitaires de mars 2020 ont fait naître une période de forte volatilité sur les marchés accompagnée de volumes importants de mouvements de capitaux au sein des fonds. Les mécanismes de compensation des VNI ont ainsi pu jouer tout leur rôle mais non sans frais au sein des différents établissements.

Ce document vise à présenter les différents mécanismes qui ont cours sur la place ainsi que les principaux avantages et inconvénients qui y sont liés.

II. Présentation des méthodes anti-dilutives

1. La méthode Anti Dilution Levy (ADL) ou frais ajustables

« Les **droits d'entrée et de sortie ajustables** acquis aux fonds permettent l'ajustement des droits d'entrée et de sortie à la hausse (respectivement à la baisse) si la variation de passif est positive (respectivement négative) de manière à réduire pour les porteurs présents dans le fonds le coût de réaménagement de portefeuille lié aux mouvements de passif ».

2. Les méthodes de Swing Pricing

« Le **swing pricing** est le mécanisme par lequel la valeur liquidative est ajustée à la hausse (respectivement à la baisse) si la variation de passif est positive (respectivement négative) de manière à réduire pour les porteurs présents dans le fonds le coût de réaménagement de portefeuille lié aux mouvements de passif. »

Concernant la méthode du **swing pricing**, il existe deux principales méthodes d'application, la première reposant sur des « swing factors » et la seconde qui consiste à contrevaloriser le portefeuille, méthode dite du « repricing »

Méthode n°1 : la valeur liquidative est ajustée « par le passage du montant correspondant sur un compte d'ajustement » (méthode dite du swing factor).

Méthode n°2 : elle consiste à déterminer des prix de vente (en cas de rachats nets) ou d'achat (en cas de souscriptions nettes) pour chaque titre du portefeuille, la VL « swinguée » pouvant alors être obtenue par application de ces prix à la valorisation de chaque ligne concernée.

3. Comparaison des méthodes

Bien que présentées toutes deux comme des méthodes anti-dilutives, il existe toutefois une grosse différence entre ces deux approches :

En effet dans le **swing pricing**, l'objectif est de conserver à tout moment une valeur unique pour l'application des ordres de souscription/rachat, tout en s'assurant néanmoins que le coût de réaménagement du passif ne soit en aucune façon supporté par les parts conservées dans le fonds. De fait, il convient que la valeur liquidative soit toujours parfaitement alignée avec la valeur commune utilisée pour la valorisation des ordres de souscriptions et de rachats. Dans cette méthode, les coûts de réaménagement du portefeuille ne seront pas extériorisés sous la forme de droits d'entrée ou de sortie mais pris en compte directement au travers d'un ajustement des données de marché utilisées pour valoriser le portefeuille et calculer la valeur liquidative. Ces données de marché et donc la valeur liquidative seront ainsi ajustées :

- soit à la hausse afin de refléter les cours et conditions d'acquisition des investissements résultant d'une souscription nette ;
- soit à la baisse afin de refléter les cours et conditions de cession des désinvestissements provoqués par un rachat net ;
- soit pas du tout lorsque les souscriptions compensent les rachats (donc en particulier en l'absence de souscriptions/rachats). Cette valeur liquidative non ajustée sera par la suite également désignée sous le terme de « valeur intrinsèque ».

A contrario, dans la méthode dite des droits d'entrée et de sortie ajustables, les coûts de réaménagement du portefeuille restent répercutés aux parts souscrites et rachetées par le biais de droits d'entrée et de sortie. Ces derniers ne sont à présent plus fixes mais ajustés de façon à ne prélever que le coût de réaménagement effectif, c'est-à-dire basé sur le solde net des souscriptions rachats devant être investi ou désinvesti. Plus ce solde net sera faible en valeur absolue, plus le coût de réaménagement et donc les droits d'entrée/sortie seront faibles. A l'extrême, ces droits seraient nuls dans l'éventualité où il y aurait approximativement autant de souscriptions que de rachats. L'ajustement portant ici uniquement sur les droits d'entrée et de sortie, il n'y a donc pas pour cette méthode de remise en cause par rapport aux méthodes historiques du calcul de la valeur liquidative.

Pour les deux méthodes anti-dilutives, il conviendra toujours de procéder à un ajustement, mais de nature différente selon la méthode retenue (ajustement des données de marché utilisées dans le calcul de la valeur liquidative dans la méthode du swing pricing avec repricing, ajustement de l'actif net par enregistrement d'une provision dans la méthode du swing pricing avec swing factor et ajustement des droits d'entrée/sortie dans la méthode du même nom). L'ajustement étant dans le deux cas motivés par l'affectation du coût de réaménagement du portefeuille aux seules parts souscrites et/ou

rachetées (à l'exclusion donc des parts présentes dans le fonds, conformément au principe d'anti-dilution).

4. Les seuils de déclenchement

Dans la méthode des droits d'entrée et de sortie ajustables, l'amplitude de l'ajustement est directement proportionnelle au solde net des souscriptions rachats. A contrario, dans la méthode dite du « full swing pricing », le rapport entre la valeur liquidative et la valeur intrinsèque est le même quel que soit le montant en valeur absolue du solde net de ces souscriptions/rachats. Une souscription nette d'une part ou d'un million de parts conduira donc au même résultat pour la valeur liquidative. Seul le sens de cet ajustement, à la hausse ou à la baisse, dépendra du signe positif ou négatif de ce solde net.

Il en résultera bien évidemment un accroissement notable de la volatilité pour les valeurs liquidatives « swinguées », contrairement aux autres méthodes. C'est pourquoi il est souvent d'usage de mettre en place des seuils de déclenchement de façon à ne recourir au swing pricing que lorsque le préjudice subi par les parts présentes est réellement significatif, ce qui permet de limiter quelque peu les cas de volatilité. Il est par ailleurs tout à fait possible, voire conseillé de prévoir deux seuils potentiellement distincts : un pour les souscriptions et un autre pour les rachats, compte tenu des contextes différents en termes d'impacts pour les porteurs.

La méthode de swing pricing avec utilisation de seuils est aussi appelée « partial swing pricing ».

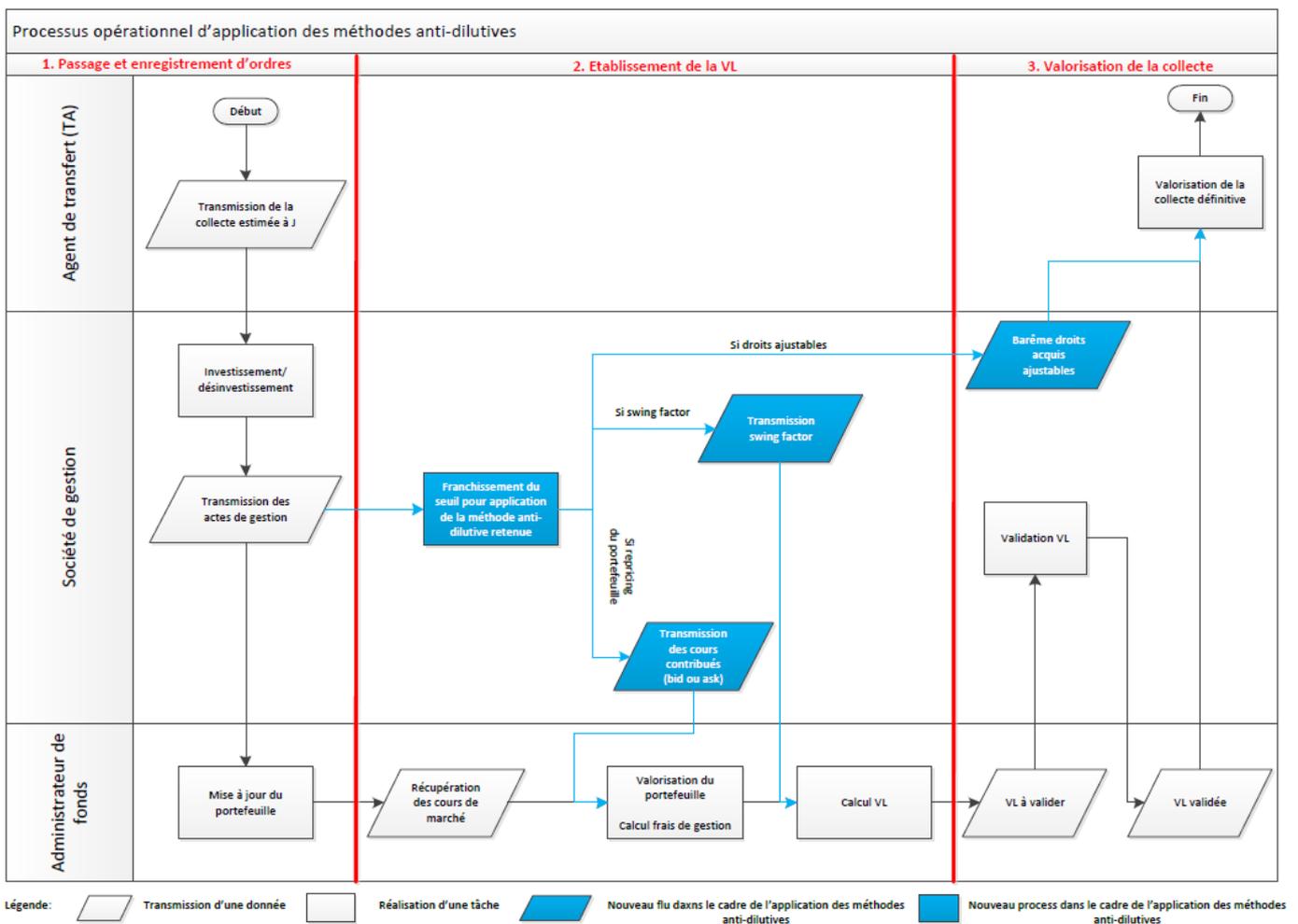
Notons toutefois que le « full swing pricing » peut tout à fait être considéré comme un cas particulier du « partial swing pricing » puisqu'il suffit en effet de positionner les seuils de déclenchement dès lors que le solde net des souscriptions et rachats est différent de zéro (par exemple, égal à plus ou moins 0,01 ct). C'est pourquoi dans la suite de ce document, nous ne ferons plus de différence entre ces deux dénominations que nous continuerons de désigner sous le terme générique de swing pricing.

III. Modalités opérationnelles d'application des méthodes anti-dilutives

1. Processus opérationnel

Avant de choisir l'une des méthodes anti-dilutives, il convient de prendre en compte le processus opérationnel d'application des méthodes anti-dilutives décrit ci-dessous. Nous avons distingué trois acteurs selon leurs fonctions :

- Agent de transfert (TA) pour la centralisation des souscriptions/rachats
- Société de gestion pour la gestion financière
- Administrateur de fonds pour le calcul de valeur liquidative



Quelle que soit la méthode anti-dilutive retenue par la société de gestion, il lui appartient de communiquer aux différents intervenants les données nécessaires à l'élaboration de la valeur liquidative :

- Transmission du swing factor **ou**
- Transmission des cours acheteurs ou vendeurs **ou**
- Transmission des droits acquis ajustables

2. Informations de gestion à obtenir

Le calcul de la VL « swinguée » ou des droits d'entrée/de sortie ajustables nécessite d'abord d'avoir la connaissance de l'ensemble des mouvements de passif (état de collectes). Ces informations sont obtenues par le gestionnaire du passif et/ou la société de gestion.

Les règles et délais relatifs au processus de validation de ce couple sont définis contractuellement.

a. Swing pricing avec swing factor

Les données nécessaires sont les suivantes :

- Valeur liquidative du portefeuille (calculée de façon classique)
- solde net signé des souscriptions/rachats
- Swing factor correspondant au solde net signé des souscriptions/rachats
- Seuils de déclenchement

Les seuils de déclenchement du swing et les swing factors sont transmis par le gérant et sous sa responsabilité.

b. Swing pricing avec repricing de portefeuille

Nous rappelons que cette méthode ne semble pertinente que pour les produits obligataires.

Les données nécessaires sont les suivantes :

- Inventaire titres et cash du portefeuille
- Sens du solde net des souscriptions rachats
- Cours unitaires de valorisation à l'achat ou à la vente selon le signe du solde net des souscriptions/rachats
- Seuils de déclenchement

c. Droits ajustables

Les données nécessaires sont les suivantes :

- Valeur liquidative du portefeuille (calculée de façon classique)
- Taux maximum de frais d'investissement Taux maximum de frais de désinvestissement
- Nombre de parts souscrites
- Nombre de parts rachetées
- Seuils de déclenchement le cas échéant

IV. Analyse des avantages et inconvénients à la mise en œuvre et au suivi opérationnel des différentes méthodes anti-dilutives

Méthode des droits ajustables



Avantages

- Le paramétrage système est réalisé chez le Centralisateur qui calcule les montants de frais à appliquer et informe ensuite les valorisateurs et dépositaires
- Pas de charge de travail supplémentaire chez les administrateurs de fonds pour lesquels le processus est transparent

Inconvénients

- Risque d'allongement du traitement des collectes les centralisateurs et donc de recevoir hors délai les collectes à comptabiliser
- Paramétrage conséquent chez les centralisateurs
- La mention des frais dans le prospectus peut être un frein commercial

Limites et restrictions

- Point de vigilance en cas de plateforme type izness et blockchain

Conclusion

- Cette méthode a la préférence des administrateurs de fonds car elle est entièrement gérée par le centralisateur. Dans la pratique cette méthode n'est que partiellement répandue sur le marché de par sa complexité de mise en œuvre chez les Centralisateurs.

Méthode du Swing Pricing avec facteurs



Avantages

- Processus intégré dans le calcul des VL
- Méthode de calcul ajustable si besoin
- La VL swinguée est la VL publiée

Limites et restrictions

- La SDG doit être capable fournir le swing factor, les thresholds et de mettre en place une politique claire et stable en la matière
- La mise à jour des facteurs reste peu automatisée, une mise à jour "massive" des swings factors par de nombreux clients et de façon simultanée (ex en cas de forte perturbation de marché) est porteuse de risques (erreurs) et d'allongement des délais de traitement des VL
- Point d'attention : en cas de fonds multi share classes, la reprise de la provision peut s'effectuer sur des coefficients différents par rapport à la dotation.

Inconvénients

- Paramétrages conséquents pour la mise en œuvre
- Risques opérationnels (de manualité) en cas de changements de facteurs ou de seuils de déclenchements
- Nécessité de calculer plusieurs VL (normale et swinguée)
- Flux à mettre en place avec le centralisateur pour intégrer la collecte estimée
- Les changements de thresholds et facteurs peuvent être un process lourd en cas de forte volatilité des marchés
- Piste d'audit : manque de transparence sur le calcul de la provision lorsqu'elle est réalisée par la société de gestion
- Pas d'historisation de la VL nette avant swing
- Complexité du traitement des frais de gestion

Conclusion

- **Solution alternative privilégiée car elle déjà implémentée chez tous les administrateurs de fonds et simplifie les processus chez les Centralisateurs.**

Méthode du Swing Pricing avec repricing du portefeuille



Avantages

- Avantages pour le gestionnaire uniquement avec une affectation ligne à ligne.

Inconvénients

- Process très lourd à mettre en œuvre avec l'importants développements IT à prévoir
- Nécessité de valoriser plusieurs fois le portefeuille qui induit des charges de travail supplémentaires avec des risques de dépassement de cut-off
- Problématique de gestion et de stockage de la donnée
- Les contrôles sur les performances de classes de parts deviennent difficiles à mettre en œuvre (ex: pricing bid en J-1 Vs pricing ask en J)

Limites et restrictions

- Limites fortes en matière d'outil comptable, qui doit être capable de revaloriser un portefeuille au bid, mid et ask le même jour
- Limites de capacité d'exécution des équipes

Conclusion

- Cette méthode reste une possibilité mais reste à l'heure actuelle celle qui est la moins privilégiée.

V. Impacts opérationnels des différentes méthodes de gestion de la liquidité

Après une analyse conjointe du groupe Administration de fonds et Flux & Stock de l'AFTI, le tableau permet d'identifier les différentes méthodes de gestion de la liquidité ainsi que leurs impacts opérationnels pour le Valorisateur, le Centralisateur et le Teneur de Compte Conservateur.

N°	Outils	Dans le prospectus	FA	Commentaire FA	TA	Commentaire TA	TCC	Commentaire TCC
Dispositifs permettant de ralentir les ventes d'actifs								
1	Espacement des valeurs liquidatives	Oui	Moyen à élevé	La diminution de la fréquence des VL exige une information particulière et une sortie sans frais à proposer aux porteurs	Très faible	pré-condition : mise à jour du référentiel TA périodicité de VL, sur base d'un nouveau prospectus Prévoir une lettre aux porteurs	Très faible	pré-condition : modification à compter d'une date de centralisation future sur laquelle il ne peut pas y avoir d'ordres en cours. Pré-condition : mise à jour du référentiel TA périodicité de VL, sur base d'un nouveau prospectus
2	Préavis de rachats (impératif)	Oui	Moyen	Information particulière et sortie sans frais à proposer aux porteurs	Très faible	N/A	Très faible	N/A
3	Préavis de rachats (incitatif)	Oui	Moyen	Information particulière et sortie sans frais à proposer aux porteurs	Faible	2 cut-off à gérer dans les chaînes du TA, y compris dans les chaînes des TCC investisseurs LAP si modification du prospectus prévoyant la mise en place d'un préavis incitatif	Faible	2 cut-off à gérer dans les chaînes des TCC investisseurs
4	Préavis de souscriptions (impératif)	Oui	Très faible	Une simple information par tout moyen; ex. sur le site internet de la SGP	Très faible	N/A	Très faible	N/A
5	Préavis de souscriptions (incitatif)	Oui	Très faible	Une simple information par tout moyen; ex. sur le site internet de la SGP	Faible	2 cut-off à gérer dans les chaînes du TA, y compris dans les chaînes des TCC investisseurs LAP si modification du prospectus prévoyant la mise en place d'un préavis incitatif	faible	2 cut-off à gérer dans les chaînes des TCC investisseurs
6	Délai de règlement des ordres	Oui	Moyen	L'augmentation du nombre de jours entre la centralisation et la date de règlement nécessite une information particulière et une sortie sans frais	Très faible	pré-condition : modification à compter d'une date de centralisation future sur laquelle il ne peut pas y avoir d'ordres en cours.	Très faible	pré-condition : modification à compter d'une date de centralisation future sur laquelle il ne peut pas y avoir d'ordres en cours.
7	Possibilité de suspension des rachats	Oui	Faible	Information par tout moyen A prévoir dans le règlement/statuts Cas objectivement décrits ou circonstances exceptionnelles	Faible	Disposer de l'information 24h/48h avant la date souhaitée selon le nombre de fonds	Faible	Disposer de l'information avant la date d'ouverture du carnet d'ordre sur la prochaine date de centralisation sur ce fonds : éviter toute impact sur une collecte en cours.
Dispositifs permettant de refléter l'impact de la liquidité des prix								
8	Commissions de S/R acquises aux fonds (modification one-shot)	Oui	Faible	Information particulière et sortie sans frais à proposer aux porteurs	Très faible	pré-condition : modification à compter d'une date de centralisation future sur laquelle il ne peut pas y avoir d'ordres en cours. Modification "one-shot"	Très faible	pré-condition : modification à compter d'une date de centralisation future sur laquelle il ne peut pas y avoir d'ordres en cours. Modification "one-shot"
9	Droits ajustables acquis aux fonds	Oui	Faible	Information particulière et sortie sans frais à proposer aux porteurs.	Très élevé	Mécanisme lourd (délai, communication vers les donneurs d'ordres ; complexité du fait de devoir d'annuler et ressaisir / recalculer des ordres déjà centralisés tant côté TA que par les TTC). Difficulté sur le Règlement-livraison : augmentation du nombre d'écarts de dénouement	Très élevé	Mécanisme lourd (délai, communication vers les donneurs d'ordres ; complexité du fait de devoir d'annuler et ressaisir / recalculer des ordres déjà centralisés tant côté TA que par les TTC). Difficulté sur le Règlement-livraison : augmentation du nombre d'écarts de dénouement
10	Swing Pricing - swing factors	Oui	Moyen	Information par tout moyen, à prévoir dans le prospectus.	Très faible	N/A	Très faible	N/A
11	Swing Pricing - repricing	Oui	Moyen	Information par tout moyen, à prévoir dans le prospectus.	Très faible	N/A	Très faible	N/A
Dispositifs permettant de refléter l'impact de la liquidité des prix								
12	Limiter la taille de l'encours maximum (Soft close)	Non	Non applicable		Non réalisable	Pas de connaissance des porteurs présents dans le fonds non applicable sur les fonds au porteur, mais possible sur les fonds au nominatif pur.	Non réalisable	Pas de connaissance de la position globale d'un investisseur pouvant être multi-bancarisé
13	Limiter la taille de l'encours maximum (Hard close)	Non	Non applicable		Faible	Disposer de l'information 24h/48h avant la date souhaitée selon le nombre de fonds	Faible	Disposer de l'information 24h/48h avant la date souhaitée selon le nombre de fonds
14	Plafonnement systématique ou temporaire des rachats (Gates)	Oui	Très faible	Agrément avec information particulière et sortie sans frais à proposer aux porteurs	Très élevé	Mécanisme lourd (délai, communication vers les donneurs d'ordres et annulation/ressaisie des rachats par les TTC) Difficulté liée au retraitement des ordres proratés et gestion du reliquat Difficulté sur le Règlement-livraison : augmentation du nombre d'écarts de dénouement	Très élevé	Mécanisme lourd (délai, communication vers les donneurs d'ordres et annulation/ressaisie des rachats par les TTC) Difficulté liée au retraitement des ordres proratés et gestion du reliquat Difficulté sur le Règlement-livraison : augmentation du nombre d'écarts de dénouement
15	Fonds associé à un mécanisme de cantonnement (Side pocket)	Oui	Très élevé	Création d'une nouvelle entité juridique avec agrément AMF A prévoir dans le prospectus/ Règlement- Statuts	Très élevé	OST complexe	Moyen	OST gérée techniquement, mais process long et lourd à appliquer
16	Possibilité de rachats en nature (In kind)	Oui	Elevé		Elevé	déjà géré techniquement, mais process manuel spécifique.	Elevé	déjà géré techniquement, mais process manuel spécifique.



afti
La dynamique du post-marché

36, rue Taitbout - 75009 Paris
Tél. 01 48 00 52 01 – secretariat.afti@fbf.fr

www.afti.asso.fr