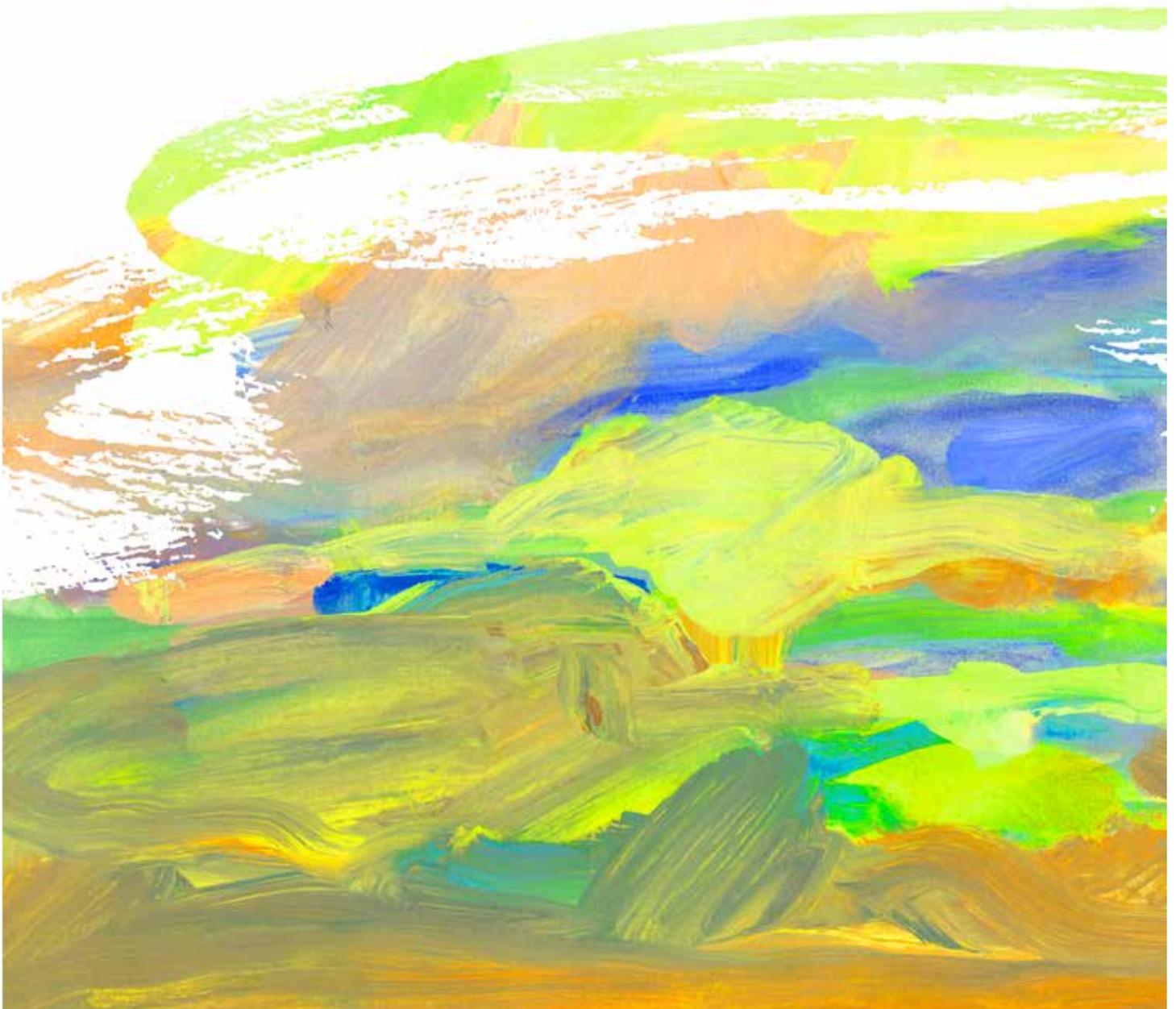


# Guide technique relatif à l'application de méthodes anti-dilutives



<b>Section I : Préambule</b> .....	<b>3</b>
1. Contexte du guide technique de l'Association Française des Professionnels des Titres (AFTI).....	3
2. Présentation des méthodes historiques .....	3
3. Présentation des méthodes exposées dans la charte AFG .....	4
<b>Section II : Principes clés</b> .....	<b>6</b>
1. Comparaison entre les méthodes historiques et les méthodes anti-dilutives.....	6
2. Illustration .....	8
3. Swing pricing et gestion de seuil(s) de déclenchement.....	10
<b>Section III : Les forces et faiblesses des différentes méthodes</b> .....	<b>11</b>
<b>Section IV : Modalités opérationnelles d'application des méthodes anti-dilutives</b> .....	<b>13</b>
1. Processus opérationnel.....	13
2. Informations de gestion à obtenir .....	14
3. Application des méthodes anti-dilutives lors d'événements spéciaux .....	14
4. Application des méthodes anti-dilutives aux différentes structures de fonds ....	15
<b>Section V : Comptabilisation des méthodes anti-dilutives</b> .....	<b>16</b>
1. Swing pricing .....	16
2. Droits ajustables acquis .....	16
3. Traitement des ratios .....	16
4. Reporting comptable .....	16
<b>Section VI : Impact des méthodes anti-dilutives sur la performance des fonds</b>	<b>17</b>
1. L'évaluation du risque du fonds sur la base de la <i>tracking error</i> .....	17
2. L'analyse concurrentielle des performances des fonds .....	17
3. Commissions de surperformance et frais de gestion variables .....	17
<b>Section VII : Recommandations de l'AFTI</b> .....	<b>18</b>
<b>Glossaire: Définition des termes clés</b> .....	<b>19</b>
1. Méthodes anti-dilutives .....	19
2. Swing pricing .....	19
3. Droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds.....	19
4. Solde net des flux reçus .....	19
5. Full swing pricing .....	19
6. Partial swing pricing .....	19
7. Seuil de déclenchement du swing.....	19
8. Swing factor.....	19
<b>Annexe : Justification théorique des deux types de méthodes anti-dilutives</b> ..	<b>20</b>

---

## Section I : Préambule

---

### 1. Contexte du guide technique de l'Association Française des Professionnels des Titres (AFTI)

Tout investissement/désinvestissement lié aux souscriptions/rachats induit des coûts.

En France, il n'y avait jusqu'à présent que deux façons d'affecter ces coûts d'investissement ou de désinvestissement :

- soit il était prélevé des droits d'entrée/sortie forfaitaires, donc à la charge des entrants/sortants ;
- soit ces coûts restaient à la charge du fonds, donc à la charge des porteurs présents.

A l'étranger, notamment au Luxembourg et en Irlande, il existe des méthodes, appelées méthodes anti-dilutives, qui visent à répartir au mieux ces coûts de réaménagement de portefeuille en cherchant notamment à ne pas faire supporter aux porteurs présents la quote-part de coûts imputables aux seuls porteurs entrants ou sortants. Ces méthodes ont retenu l'attention des gestionnaires français.

A cet effet, l'Association Française de la Gestion Financière (AFG) a rédigé une **charte de bonne conduite**, charte qui explicite non seulement les mécanismes des méthodes envisagées mais aussi et surtout les règles que les gérants s'engageront à respecter, notamment en termes de prévention et de gestion des conflits d'intérêts.

C'est dans ce cadre que l'AFTI a souhaité compléter la charte de l'Association française de la gestion financière (AFG) en précisant les problématiques techniques soulevées par les différentes méthodes anti-dilutives évoquées dans la charte de l'AFG.

Ce guide technique a vocation à expliciter les méthodes anti-dilutives supplémentaires présentées dans la charte AFG.

### 2. Présentation des méthodes historiques

Comme exposé précédemment, la pratique du marché français consistait jusqu'à présent à :

- soit prélever systématiquement des droits d'entrée/de sortie forfaitaires sur les souscriptions/rachats indépendamment des compensations possibles entre souscriptions et rachats ;
- soit ne pas prélever du tout de droits d'entrée/de sortie, ce qui revenait de fait à faire supporter les coûts d'investissement/de désinvestissement aux parts conservées et donc à diluer la performance du fonds.

#### **La méthode consistant à prélever systématiquement des droits fixes d'entrée/de sortie :**

L'avantage de cette méthode est que le coût de réaménagement n'est pas répercuté sur la performance du fonds. En cas de souscriptions et rachats simultanés, les droits acquis aux fonds peuvent se révéler en effet nettement supérieurs aux coûts réels de réaménagement, dans la mesure où ces derniers ne sont censés résulter que de la différence et non de la somme des montants souscrits et des montants rachetés.

Si cette méthode ne pose bien évidemment pas de problème au gestionnaire du fonds (la performance n'étant pas diluée mais au contraire dopée par l'excédent éventuel des droits d'entrée/de sortie), elle est en revanche très mal perçue par les investisseurs qui préfèrent bien évidemment les méthodes n'affichant pas de tels droits.

### **La méthode consistant à ne pas prélever de droits d'entrée/de sortie :**

L'avantage de cette méthode est tout d'abord sa simplicité de mise en place, compte tenu de cette absence de droits d'entrée ou de sortie. De plus, il s'agit d'une méthode qui est - contrairement à la précédente - très bien perçue par les investisseurs qui ont le sentiment de ne pas supporter de frais d'entrée/de sortie.

De fait, le coût de réaménagement du portefeuille provoqué par l'investissement ou le désinvestissement du solde net des souscriptions/rachats est supporté par l'ensemble des porteurs déjà présents dans le fonds. En conséquence, si l'investisseur ne paie pas directement de droits d'entrée et de sortie, il contribue au financement du coût de réaménagement des autres porteurs entrants et sortants, et ceci tant qu'il reste présent dans le fonds.

Signalons toutefois que la contribution des porteurs restants varie selon que les parts rachetées et les parts souscrites sont présentes ou non au moment où sera prélevé le coût de réaménagement du portefeuille. En cas de souscription nette, il convient que la valeur liquidative n'intègre pas encore le coût de réaménagement de façon à ce que les parts souscrites financent aussi en partie les investissements qu'elles ont provoqués. A contrario, en cas de rachat net, il convient que la VL ait déjà pris en compte le coût de réaménagement de façon à ce que les parts rachetées supportent également en partie le coût des désinvestissements qu'elles ont provoqués.

Dans la pratique, le scénario standard constaté est celui où le calcul de la VL est effectué avant la comptabilisation du coût de réaménagement lié aux souscriptions/rachats (scénario cohérent avec des souscriptions nettes). En cas de rachat net et notamment si celui-ci est massif, ce scénario peut provoquer une chute brutale de la valeur des parts restantes. C'est pourquoi certaines sociétés de gestion décalent le calcul de la valeur liquidative de façon à ce que la VL de rachat ait bien été préalablement diminuée du coût de désinvestissement lié à ces rachats massifs.

Dans tous les cas, le décalage ou non du calcul de valeur liquidative permet au mieux aux parts souscrites ou rachetées de contribuer partiellement au financement du coût qu'elles ont généré. Il n'en demeure pas moins que les parts restantes contribuent également au prorata de leur masse à ce financement dont elles ne sont aucunement responsables.

### **Conclusion**

Aucune de ces deux méthodes existantes ne pouvait donc être considérée comme pleinement satisfaisante dans la mesure où, à chaque fois, certains types de parts pouvaient s'estimer avoir été lésés (cas des parts restées dans le fonds dans la première méthode et des parts entrées ou sorties dans la deuxième méthode).

C'est la raison d'être des différentes méthodes dites anti-dilutives dont l'objectif commun est que les opérations de souscription/rachat soient réellement neutres pour les parts conservées dans le fonds.

### **3. Présentation des méthodes exposées dans la charte AFG**

La charte élaborée par l'AFG s'intitule « Charte de bonne conduite pour le swing pricing et les droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds ».

Elle présente les deux grandes méthodes anti-dilutives pouvant être utilisées par les gérants d'OPC, à savoir :

« 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. »

« 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 »

Par ailleurs et pour chacune de ces deux méthodes anti-dilutives, la charte de l'AFG envisage deux variantes possibles.

Concernant la méthode du **swing pricing** :

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

**Variante 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.

Concernant la méthode des **droits d'entrée et de sortie ajustables** :

**Variante n°3** : coût de réaménagement porté intégralement par les porteurs sortants (en cas de rachats nets) ou intégralement par les porteurs entrants (en cas de souscriptions nettes).

**Variante n°4** : coût de réaménagement impacté au prorata sur les porteurs entrants et sur les porteurs sortants.

## Section II : Principes clés

### 1. Comparaison entre les méthodes historiques et les méthodes anti-dilutives

Le tableau ci-dessous récapitule les caractéristiques des méthodes évoquées précédemment : les deux méthodes historiques (avec ou sans droits d'entrée/de sortie), les deux méthodes anti-dilutives « swing pricing » (SP) et « droits ajustables » (DA) avec pour chacune leurs deux variantes.

*Légende :*

Anti-dilutive : **Oui, si les souscriptions rachats n'ont pas d'impact sur la performance du fonds. Non dans le cas contraire.**

VL ajustée : **Oui, si la valeur liquidative est ajustée pour prendre en compte le sens du solde net des souscriptions/rachats. Non dans le cas contraire.**

Droits E/S : **Oui, si la méthode extériorise des droits d'entrée ou de sortie acquis au fonds pour les souscriptions rachats. Non dans le cas contraire.**

Egalité E/S : **Oui, si les souscriptions et les rachats sont traités de façon réellement symétrique. Non dans le cas contraire.**

	Méth Histo sans DE/DS	Meéh Histo avec DE/DS	SP n°1 (avec SF)	SP n°2 (sans SF)	ADL n°3	ADL n°4
<b>Anti-dilutive</b>	Non	Non	Oui	Oui	Oui	Oui
<b>VL ajustée</b>	Non	Non	Oui (1)	Oui (2)	Non	Non
<b>Droits E/S</b>	Non	Oui (fixe)	Non	Non	Oui (ajust)	Oui (ajust)
<b>Egalité E/S</b>	Oui	Oui	Non	Non	Non	Oui

Notation : SF = swing factor ; DE = droits d'entrée ; DS = droits de sortie

(1) Ajustement réalisé au travers d'un compte de classe 4 dédié

(2) Ajustement réalisé sur les cours de valorisation sans modification de schémas comptables

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 exactement 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 exactement 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 et ajustement des droits d'entrée/sortie dans la méthode du même nom). L'ajustement étant dans le deux cas motivé 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).

D'après la charte de l'AFG, ce coût de réaménagement pourra être appréhendé soit de façon réelle, par ex. sur la base des transactions effectivement réalisées (le coût étant réputé exprimé en montant), soit de façon théorique sur la base de données telles que les frais standard de transaction, les fourchettes achat-vente ou les barèmes des taxes sur transactions (le coût étant alors réputé exprimé en %).

## 2. Illustration

Notations : VL = valeur liquidative / VS = valeur de souscription / VR = valeur de rachat

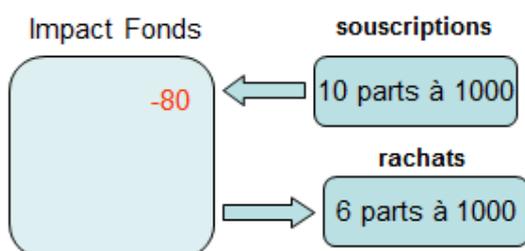
En supposant par exemple que le taux des frais d'investissement ou de désinvestissement soit égal à 2%, les frais liés à l'investissement/au désinvestissement du solde net des souscriptions/rachats se calculeront en multipliant ce taux par le solde net de parts issues des souscriptions et rachats, et par la valeur liquidative d'origine.

Ils représenteront donc dans l'exemple qui suit : **- 80 €** ( $= - 2\% \times (10-6) \times 1000\text{€}$ )

### a. Cas des méthodes historiques

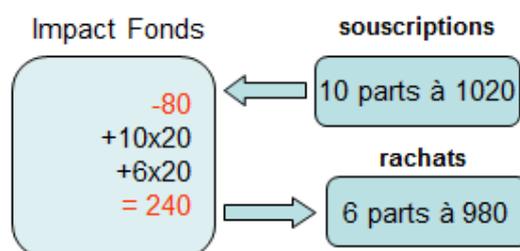
#### Méthode historique sans DE/DS

$$VL=VS=VR=1000$$



#### Méthode historique avec DE/DS fixes

$$VL=1000 \quad VS=1020 \quad VR=980$$



#### Méthode historique sans DE/DS

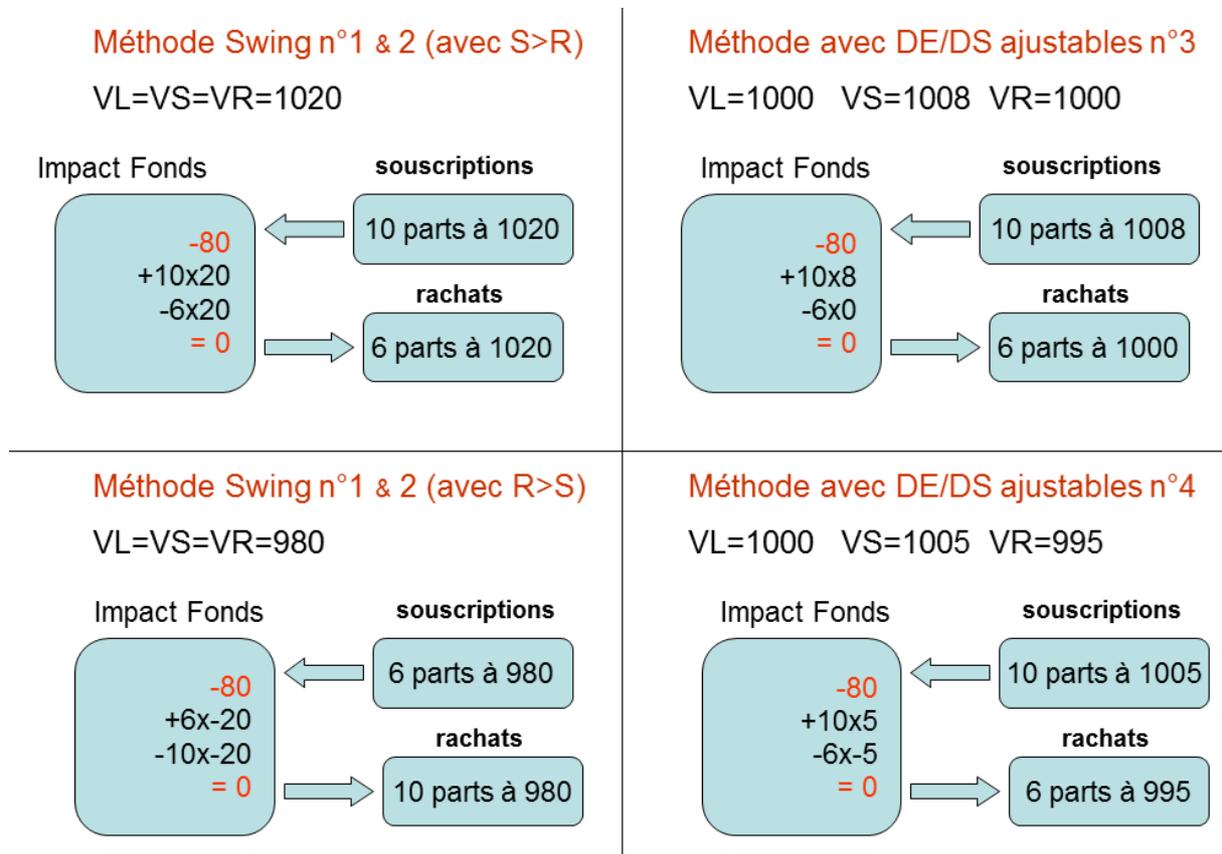
En l'absence de droit d'entrée et de sortie, le coût de réaménagement (-80) est supporté par les parts conservées dans le fonds entraînant de facto une dilution de la performance du fonds.

#### Méthode historique avec DE/DS fixes

Dans cette méthode, les souscripteurs et les racheteurs payent le prix fort, c'est-à-dire sans prendre en compte le *netting* entre les parts souscrites et les parts rachetées ; autrement dit, les frais payés au total (320) par les souscripteurs et les racheteurs correspondent à la somme théorique et non à la différence des frais d'investissement et des frais de désinvestissement.

Le trop-payé par les souscripteurs et les racheteurs (240) bénéficie au fonds et dope sa performance.

**b. Cas des méthodes anti-dilutives**



**Méthode Swing n°1 & 2**

Lorsque S>R : le coût supporté par les souscripteurs (200€ = 10x20) est supérieur au coût réel de réaménagement (80€ = (10-6) x 20). Comme dans la méthode historique avec DE/DS fixes, le coût répercuté aux souscripteurs de 20€ par part ne tient pas compte des parts rachetées. En revanche, le différentiel entre ces deux coûts ne profite pas ici aux parts conservées mais aux parts rachetées puisqu'elles sont rachetées sur la base du prix ayant servi aux souscriptions.

Lorsque R>S : le scénario est parfaitement symétrique au précédent, à savoir que ce sont maintenant les racheteurs qui vont payer le prix fort (par ex. comme s'il n'y avait pas eu de souscriptions en face). Le différentiel entre le coût supporté par les racheteurs et le coût réel de réaménagement bénéficie maintenant exclusivement aux parts souscrites puisqu'elles sont souscrites au même prix que celui ayant servi aux rachats.

**Méthode avec DE/DS ajustables n°3**

Dans cette méthode, le coût de réaménagement (8€ par part) est supporté exclusivement par les parts majoritaires c'est-à-dire seulement par les parts souscrites lorsque S>R et inversement seulement par les part rachetées lorsque R>S.

## Méthode avec DE/DS ajustables n°4

Dans cette méthode, le coût de réaménagement est réparti équitablement entre toutes les parts souscrites et toutes les parts rachetées (5 € par part) et ceci quel que soit le sens du solde net des souscriptions rachats.

### 3. Swing pricing et gestion de seuil(s) 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.

### Section III : Les forces et faiblesses des différentes méthodes

	Méth Histo sans DE/DS	Méth Histo avec DE/DS	SP n°1 (avec SF)	SP n°2 (sans SF)	ADL n°3	ADL n°4
<b>Perception commerciale</b>	****	*	****	****	**	**
<b>Efficacité de l'anti-dilution</b>	*	**	**	**	***	****
<b>Process opérationnel</b>	****	****	***	*	*	*
<b>Puissance du modèle</b>	*	**	****	***	***	***

#### Perception commerciale :

De manière générale, les méthodes n'extériorisant pas de droits d'entrée/de sortie sont les mieux perçues par les clients. C'est le cas de la méthode historique sans DE/DS et des deux variantes de la méthode swing pricing.

Concernant les autres méthodes (affichant des droits d'entrée/de sortie), les méthodes ADL dont les droits ajustables sont réputés inférieurs ou égaux aux droits fixes devraient être mieux perçues que la méthode historique aux droits fixes.

#### Efficacité de l'anti-dilution :

Les meilleures méthodes en matière d'anti-dilution sont les méthodes ADL, car non seulement elles sont neutres pour les parts présentes dans le fonds mais ce sont celles qui répartissent le mieux le coût de réaménagement entre les parts souscrites et les parts rachetées, notamment celle qui répartit équitablement le coût indépendamment du sens du solde net des souscriptions/rachats (ADL n°4).

La moins efficace est la méthode historique sans DE/DS, car les porteurs présents dans le fonds sont les plus mis à contribution dans le financement du coût de réaménagement (même s'il est possible de limiter l'impact en positionnant judicieusement la comptabilisation du coût de réaménagement par rapport au calcul de la valeur liquidative).

Entre ces deux extrêmes se situe la méthode historique avec des DE/DS fixes qui ne lèse pas les parts présentes dans le fonds et perçoit de façon symétrique et simultanée des frais sur les souscriptions comme sur les rachats. Le seul bémol est que le montant des frais perçus est généralement supérieur au coût réel de réaménagement du portefeuille, l'excédent perçu bénéficiant alors et exclusivement aux parts présentes.

Concernant les deux variantes de la méthode swing pricing, elles préservent - comme les méthodes ADL - les parts présentes dans le fonds et font donc supporter le coût de réaménagement aux seules parts souscrites et rachetées. La répartition de ce coût sur ces parts peut paraître toutefois un peu moins pertinente que dans les méthodes ADL puisque la nécessité d'avoir à tout moment des valeurs

de souscription et de rachat identiques va nécessairement impliquer d'augmenter la contribution de l'une de ces parts (par ex. les plus nombreuses entre les souscriptions et les rachats) pour en faire bénéficier l'autre partie (par ex. les parts les moins nombreuses).

### **Process opérationnel :**

De manière générale, les méthodes anti-dilutives sont plus sophistiquées et donc plus difficiles à implémenter que les méthodes historiques.

La méthode qui pose le moins de difficultés est la méthode du swing pricing avec application d'un swing factor. L'autre variante de swing pricing qui est basée sur un *repricing* total du portefeuille nécessite de monitorer davantage de données et ne permet pas de retrouver facilement la valeur intrinsèque qui est susceptible de servir au calcul de certaines commissions. Quant aux deux variantes de la méthode ADL, elles posent un problème essentiellement au niveau du Transfert Agent pour la communication des droits ajustables aux teneurs de comptes externes, ainsi que pour la conservation dans les référentiels des agents de transfert et teneurs de comptes externes de cette donnée potentiellement modifiable à chaque collecte, et non plus des droits fixes.

### **Puissance du modèle :**

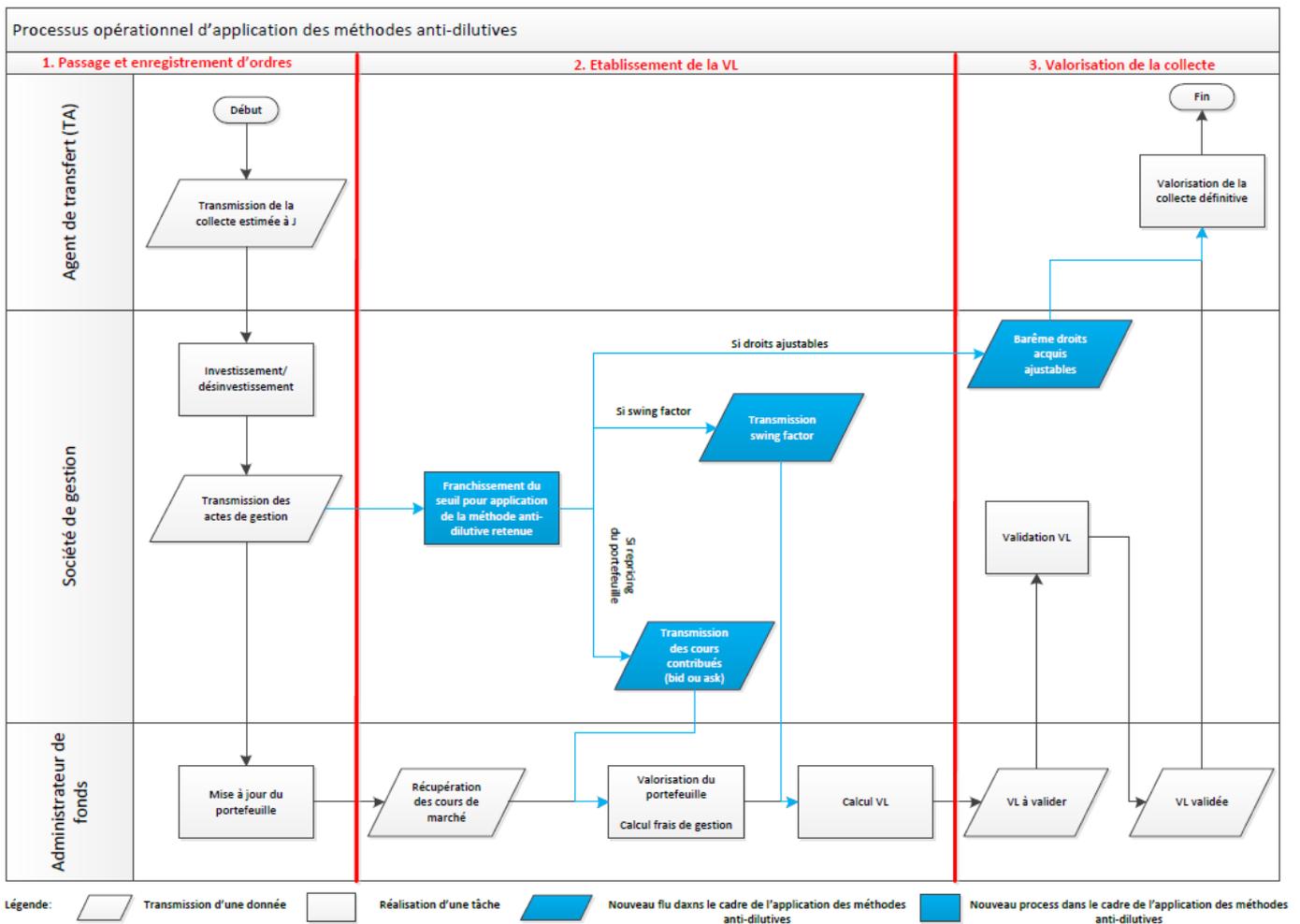
Les modèles anti-dilutifs sont de manière générale réputés plus puissants que les modèles historiques pour affiner le calcul des VL ou celui des droits d'entrée et de sortie. La méthode du swing pricing avec swing factor obtient la note maximale car, d'une part, elle permet de prendre plus facilement en compte les éventuelles problématiques fiscales à l'intérieur du swing factor et d'autre part, elle est aussi bien adaptée pour la prise en compte d'une approche forfaitaire pour l'estimation du coût théorique de réaménagement (à l'instar des autres méthodes anti-dilutives), mais elle est certainement aussi la plus adaptée pour la prise en compte des coûts réels de réaménagement.

## Section IV : 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 :

- Application ou non d'une méthode anti-dilutive :
  - 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)
- Signe du solde net des souscriptions/rachats
- Swing factor correspondant au signe du solde net des souscriptions/rachats
- Seuils de déclenchement

Les seuils de déclenchement du swing sont transmis par le gérant et doivent être exprimés en % de l'actif net du jour. Ils sont de la responsabilité du gérant.

### b. Swing pricing avec repricing de portefeuille

Nous rappelons que cette méthode n'est 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 (variantes n°3 et n°4)

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

## 3. Application des méthodes anti-dilutives lors d'événements spéciaux

### a. Fusion de fonds

Lors d'une fusion de fonds, les méthodes anti-dilutives n'ont pas à être appliquées. En effet, la fusion est un apport d'actifs ne générant pas de frais d'investissement impactant la valeur liquidative.

### b. Lancement d'un nouveau fonds

Lors du lancement d'un fonds, les méthodes anti-dilutives n'ont pas à être appliquées car les investisseurs initiaux supportent tous les mêmes coûts.

### **c. Lancement d'une nouvelle classe de part**

La création d'une nouvelle classe de part doit se faire en prenant en compte les modalités d'application des méthodes anti-dilutives préalablement définies.

### **d. Liquidation de fonds**

Etant donné que tous les actifs auront été liquidés préalablement au remboursement des investisseurs, les méthodes anti-dilutives n'ont pas à être appliquées à la date de liquidation.

## **4. Application des méthodes anti-dilutives aux différentes structures de fonds**

### **a. Fonds à compartiments**

Les modalités d'application du swing pricing et des droits ajustables s'appliquent à l'actif de chaque compartiment du fonds.

### **b. Fonds mono-part**

Les méthodes anti-dilutives sont appliquées à l'actif commun selon le sens du solde net résultant des ordres de souscriptions/rachats.

### **c. Fonds à parts multiples**

S'agissant d'OPC à parts multiples, les méthodes anti-dilutives doivent être appliquées au niveau du fonds et non au niveau de chaque catégorie de parts. Ceci se traduira par la prise en compte des montants de l'intégralité des souscriptions/rachats exprimés dans la devise du fonds, tous types de parts confondus.

### **Cas particulier des parts « hedgées » :**

Les frais applicables à la couverture de ces parts spécifiques sont généralement considérés comme non significatifs et ne nécessitent pas de traitement particulier. Si l'impact devenait significatif, il conviendrait que la société de gestion donne des instructions spécifiques à l'administrateur de fonds pour le traitement de cette opération.

### **d. Structure maître/nourricier**

Les méthodes anti-dilutives doivent être appliquées uniquement au fonds maître.

---

## **Section V : Comptabilisation des méthodes anti-dilutives**

---

La comptabilisation des méthodes anti-dilutives diffère selon la méthode appliquée.

### **1. Swing pricing**

#### **a. Swing pricing avec repricing de portefeuille**

Le schéma comptable n'est pas modifié dans ce cas. La comptabilisation est basée uniquement sur la communication des cours « bid-ask ». Ces données sont réputées transmises sous la responsabilité de la société de gestion.

L'administrateur de fonds utilisera donc les comptes de différences d'estimation. Le détail des impacts sera présenté dans les règles et méthodes comptables.

#### **b. Swing pricing avec swing factor**

La valeur liquidative est calculée après extourne du swing de la veille afin d'arriver à un actif net hors swing, valeur liquidative sur laquelle sera appliquée le swing factor du jour. L'ajustement sera enregistré comptablement sur le compte d'ajustement de classe 4 dédié :

- Si  $S > R$ , débit classe 4/Crédit classe 1
- Si  $R > S$ , crédit classe 4/Débit classe 1

Le résultat du swing factor est à prendre en compte dans la partie autres éléments du rapport annuel.

### **2. Droits ajustables acquis**

- Application du schéma existant des droits d'entrée/de sortie acquis

### **3. Traitement des ratios**

Le calcul des ratios règlementaires et statutaires n'est pas modifié par la mise en place d'une méthode anti-dilutive, qu'il s'agisse de swing pricing ou de droits ajustables.

### **4. Reporting comptable**

Les documents ci-dessous seront impactés par l'application des méthodes anti-dilutives :

- Les règles et méthodes comptables (extrait du prospectus) pour l'explication de la méthode utilisée
- Le bilan (actif ou passif) : suivant le sens du swing
- Créances et dettes puisque utilisation d'un compte de la classe 4
- L'évolution de l'actif net dans la partie « autres valeurs » pour assurer davantage de transparence
- Rapport de gestion le cas échéant

---

## **Section VI : Impact des méthodes anti-dilutives sur la performance des fonds**

---

Bien que toutes les méthodes anti-dilutives visent par construction à ne pas diluer la performance des fonds, la mise en place du swing pricing est susceptible d'augmenter la volatilité de la valeur liquidative du fonds. Ceci a un impact sur l'évaluation du risque du fonds sur la base de la *tracking error* et sur l'analyse concurrentielle des performances des fonds à cause d'une volatilité accrue.

### **1. L'évaluation du risque du fonds sur la base de la *tracking error***

Une attention particulière doit être apportée lorsque l'on souhaite évaluer le risque du portefeuille à partir de la *tracking error*. En effet, la performance est mesurée en utilisant la VL « swinguée » dont les performances sont plus volatiles que celles de la valeur intrinsèque.

### **2. L'analyse concurrentielle des performances des fonds**

De par sa construction, l'application du swing factor impacte la performance extériorisée par le fonds. Qu'elle soit « swinguée » ou non, il convient d'utiliser la VL diffusée aux porteurs pour le calcul des performances du fonds.

### **3. Commissions de surperformance et frais de gestion variables**

Les commissions de surperformance sont calculées avant application du swing pricing afin de ne pas percevoir ou de ne pas perdre de rémunération sur une surperformance qui ne serait pas liée à la gestion mise en place dans le fonds.

Lors du calcul des commissions de surperformance, il convient d'utiliser la valeur intrinsèque.

Il est à noter que dans le cas de la méthode du swing pricing repricing du portefeuille, il semble difficile d'utiliser la valeur intrinsèque pour le calcul des commissions de surperformance, puisque contrairement à l'autre méthode utilisant un swing factor, cette donnée n'est pas extériorisée lors du calcul de la valeur liquidative.

---

## **Section VII : Recommandations de l'AFTI**

---

**Remarque** : le recours aux méthodes anti-dilutives ne devrait pas être systématique mais résulter d'une étude préalable pour s'assurer de leur pertinence pour les portefeuilles envisagés (les méthodes actuelles n'ayant pas vocation à disparaître).

- **Recommandation n°1** : le choix de la méthode anti-dilutive devra notamment prendre en compte les spécificités et les contraintes liées à la nature des investissements du fonds ainsi qu'au type de circuit de distribution des parts ou actions de ce fonds.
- **Recommandation n°2** : il apparaît également important de tenir compte dans le choix final de la méthode anti-dilutive des problématiques techniques posées par les diverses méthodes envisagées et du risque opérationnel associé. A cet égard, la méthode dite du swing factor apparaît clairement comme celle présentant le moins de difficultés de mise en place et de risque opérationnel sur le plan technique.
- **Recommandation n°3** : l'application d'une méthode anti-dilutive doit être pérenne et les facteurs déclenchant l'application d'une méthode anti-dilutive doivent être revus à périodicité raisonnable (méthodologie, seuils de déclenchement...).

---

## **Glossaire: Définition des termes clés**

---

L'objectif de cette section est de définir les termes clés qui seront utilisés dans ce guide technique.

### **1. Méthodes anti-dilutives**

Les méthodes anti-dilutives sont des mécanismes visant à protéger les investisseurs présents dans l'OPC lors des mouvements de passif, en faisant supporter aux porteurs entrants et sortants tout ou partie des frais de transactions et de liquidité qui leur sont imputables.

Il existe plusieurs méthodes dites anti-dilutives qui visent à réduire cette dilution de performance : le « swing pricing » et les « droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds » (*Anti Dilution Levy*).

### **2. Swing pricing**

Le swing pricing est un mécanisme par lequel la VL est ajustée à la hausse (respectivement à la baisse) si le solde net des flux reçus est positif (respectivement négatif). La VL ajustée est dite « swinguée » et est utilisée à la fois comme valeur de souscription et valeur de rachat.

Les modalités de calcul et d'application du swing pricing sont précisées dans le prospectus.

### **3. Droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds**

Le principe est d'ajuster les droits d'entrées et/ou de sorties acquis à l'OPC selon le montant du solde net des flux reçus.

### **4. Solde net des flux reçus**

Il s'agit du solde net de l'ensemble des souscriptions/rachats reçu par le gestionnaire de passif et/ou centralisateur du fonds applicable à la VL calculée.

### **5. Full swing pricing**

La VL est systématiquement ajustée à la hausse ou à la baisse en fonction du sens du solde net des souscriptions/rachats.

### **6. Partial swing pricing**

La VL est ajustée à chaque fois que le solde net des flux de souscriptions/rachats dépasse un seuil de souscription et/ou de rachat prédéfinis (seuil de déclenchement du swing).

### **7. Seuil de déclenchement du swing**

Le seuil de déclenchement du swing est le montant du solde net des flux de souscriptions/rachats (exprimé en % de l'actif net du fonds, en nombre de parts ou en montant) nécessaire au déclenchement du procédé de partial swing Pricing.

Les seuils d'ajustement de la Net Asset Value à la hausse ou à la baisse peuvent différer.

### **8. Swing factor**

Le swing factor est un coefficient multiplicateur correspondant au rapport entre la VL « swinguée » et la VL intrinsèque.

## **Annexe : Justification théorique des deux types de méthodes anti-dilutives**

L'objectif est ici de rechercher toutes les solutions possibles en matière de méthodes anti-dilutives. Pour cela, nous allons recenser les données initiales (hypothèses), les données finales (inconnues) ainsi que les équations qui lient les hypothèses et les inconnues afin de déterminer ces dernières. Les notations proposées sont les suivantes :

### **Données initiales :**

- N** : Nombre de parts à la date initiale (avant rachats et souscriptions)
- VL** : Valeur liquidative de référence du portefeuille à la date initiale, appelée aussi VL brute
- S** : Nombre de parts souscrites
- R** : Nombre de parts rachetées
- C** : Coût de réaménagement du portefeuille exprimé en pourcentage, le coût exprimé en montant est alors égal à  $|S-R|*VL*F$   
dans la pratique, C devra être décliné selon le sens investissement ou désinvestissement (Ci, Cd), lesquels peuvent eux-mêmes varier selon les conditions de marché et la composition du portefeuille.

### **Données finales** (qui caractériseront la méthode utilisée) :

- VS** : Valeur de souscription
- VR** : Valeur de rachat
- VLf** : Valeur liquidative après impact technique des souscriptions/rachats (SORA)

La question est alors de déterminer les parts qui vont supporter ces frais de marché, sachant qu'il conviendra de distinguer à chaque VL 3 types de parts, à savoir :

- les parts conservées dans le fonds (N-R)
- les parts rachetées (R)
- les parts souscrites (S)

Type parts	Conservées	Rachetées	Souscrites
Quantité	N-R	R	S
Val. avant SORA	VL	VL	VS
Val. après SORA	VLf	VR	VLf

Pour toutes les méthodes, nous pouvons appliquer le principe de conservation des flux entrants et sortants dans le portefeuille.

$$|S-R|*VL*C = (N-R)*(VL-VLf) + R*(VL-VR) + S*(VS-VLf)$$

Les méthodes dites « anti-dilutives » sont par définition caractérisées par

$$VLf = VL$$

Ce qui rapporté dans l'équation précédente montre bien que la contribution aux frais des parts conservées (N-R) est nulle. L'équation initiale devient alors :

$$|S-R|*VL*C = R*(VL-VR) + S*(VS-VL)$$

Soit un système de 1 équation à 2 inconnues (VS, VR)

D'où la nécessité d'une équation supplémentaire (qui caractérisera la méthode utilisée) pour déterminer une solution unique.

**Nb** : s'agissant d'**OPC à parts multiples**, l'équation doit s'appliquer au niveau de l'actif commun et non au niveau de chaque catégorie de parts (ce qui se traduira par une prise en compte des souscriptions et des rachats de chaque part pondérés par leurs propres valeurs de parts). La donnée C ou (Ci,Cd) restant définies au niveau du portefeuille représentatif de l'actif commun aux parts.

### Méthode affichant une seule valeur pour les SORA

L'équation supplémentaire est par définition **VS = VR**

L'expression commune de VS et VR dépendra alors du signe mais pas de la valeur de S-R.

$\begin{aligned} S > R & \quad VS = VR = VL*(1+Ci) \\ S = R & \quad VS = VR = VL \\ S < R & \quad VS = VR = VL*(1-Cd) \end{aligned}$
--

Les valeurs de souscription et de rachat sont identiques entre elles mais différentes de la VL brute d'origine

### Interprétation :

Lorsque  $S > R$  (souscriptions majoritaires), les coûts de réaménagement qui sont répercutés sur les seuls souscripteurs sont des coûts maximaux (comme s'il n'y avait pas eu de racheteurs en face) ; le trop-payé par les souscripteurs ne pouvant, dans une méthode anti-dilutive, être reversé aux porteurs, il ne peut de facto n'être attribué qu'aux racheteurs. C'est d'ailleurs ce qui permet d'aligner la valeur de rachat sur la valeur de souscription.

D'après ces calculs, la valeur liquidative n'est pas censée être de prime abord affectée par l'ajustement à la hausse de la valeur de rachat, laquelle devenant égale à la valeur de souscription devient également supérieure à la valeur liquidative d'origine, matérialisant alors des droits de sortie négatifs.

Le raisonnement serait bien entendu complètement symétrique lorsque  $R > S$  (rachats majoritaires), à savoir que c'est alors la valeur de souscription qui devrait dans ce cas être alignée sur la valeur de rachat.

Compte tenu toutefois des nombreux problèmes que poseraient des droits d'entrée ou de sortie négatifs, il est convenu dans la méthode du swing pricing d'aligner également la valeur liquidative sur la valeur de souscription lorsque  $S > R$  et sur la valeur de rachat lorsque  $R > S$ .

Avec cette logique, le coût de réaménagement n'est plus alors interprété en termes de droit d'entrée et/ou de sortie mais se traduit par un ajustement tantôt à la hausse ou tantôt à la baisse de la VL selon qu'il y a davantage de parts souscrites ou davantage de parts rachetées, d'où le terme de VL « swinguée ».

En désignant par **VLs** la Valeur Liquidative « swinguée », on peut écrire :

$\begin{aligned} S > R & \quad VLs = VL*(1+Ci) \\ S < R & \quad VLs = VL*(1-Cd) \end{aligned}$
--

L'avantage de la méthode du swing pricing est de n'afficher qu'une seule valeur, soit une VL à l'achat, soit une VL à la vente mais toujours applicable à la fois aux souscriptions et aux rachats ( $VL_s=VS=VR$ ).

« **Swinguer** » la valeur liquidative permet de ne pas avoir à extérioriser de droits d'entrée et de sortie tout en ne faisant pas supporter aux parts restantes le coût de réaménagement du portefeuille.

S'il n'y a qu'une valeur possible concernant la valeur de la VL « swinguée », la charte de l'AFG permet de traduire comptablement l'ajustement nécessaire au calcul de la VL « swinguée » de deux façons possibles :

- soit par le débit ou le crédit d'un seul compte d'ajustement (variante SPG n°1) ;
- soit par le « repricing » de toutes les lignes du portefeuille à partir des prix de vente en cas de rachat net ou des prix d'achat en cas de souscription nette (variante SPG n°2).

## 2.2 - Les méthodes affichant des valeurs distinctes de souscription/rachat ( $VR < VS$ ) :

Il y a en théorie une infinité de solutions mathématiques possibles selon la méthode de répartition choisie pour répartir le coût de réaménagement du portefeuille entre les parts souscrites et les parts rachetées. La charte de l'AFG n'envisage que deux méthodes, à savoir :

### 2.2.1- 1<sup>re</sup> méthode

Répartition du coût de réaménagement de façon équitable sur la totalité des parts souscrites et rachetées, et donc indépendamment du signe du solde net des SORA. Avec cette hypothèse, on a :

Droit entrée = Droit sortie, ce qui revient à dire que la VL est exactement au milieu de l'intervalle ]VR,VS[

Hypothèse complémentaire :  $VR + VS = 2VL$  (centrage de VS et VR sur la VL de référence)

Résultat : en posant  $\alpha = |S-R| / (S+R)$  ( $0 < \alpha < 1$ )

$$VS = (1+\alpha F_i)*VL \text{ et } VR = (1-\alpha F_d)*VL$$

### 2.2.1- 2<sup>e</sup> méthode

Dans cette méthode, on aura encore une VL de souscription différente de la VL de rachat, mais seuls les porteurs de même sens que le solde net seront réputés maintenant supporter l'intégralité des frais d'investissement ou de désinvestissement (donc frais supportés uniquement par les souscripteurs en cas de souscription nette et par les racheteurs en cas de rachat net)

Hypothèse complémentaire si  $S > R$  alors  $VR = VL$  sinon  $VS = VL$

Résultat : en posant  $\beta = |S-R| / \text{Max}(S, R)$  ( $0 < \beta < 1$ )

$$\begin{aligned} S > R & \quad VS = (1+\beta F_i)*VL \text{ et } VR = VL \\ S = R & \quad VS = VR = VL \\ S < R & \quad VS = VL \text{ et } VR = (1-\beta F_d)*VL \end{aligned}$$

*Remarque : dans ces deux méthodes extériorisant des droits d'entrée et de sortie positifs ou nuls, l'appel de fonds est toujours limité au montant strictement nécessaire  $= (S-R)$ , même si les payeurs ne sont pas les mêmes.*

**Membres AFTI du Groupe Administration de fonds :**

- BNP Paribas Securities Services
- CACEIS
- Crédit Mutuel CIC Asset Management
- Deloitte Conseil
- European Fund Administration France
- RBC Investor France
- Société Générale Securities Services
- State Street Banque

**Avertissement :**

Cette publication a pour objectif d'informer ses lecteurs de manière générale. Elle ne peut en aucun cas se substituer à un conseil donné par un professionnel en fonction d'une situation particulière. Un soin particulier est apporté à la rédaction de cette publication, néanmoins, le groupe de travail décline toute responsabilité relative aux éventuelles erreurs ou omissions qu'elle pourrait contenir.



**Association Française  
des Professionnels des Titres**  
Association loi 1901

Siège social :  
36, rue Taitbout - 75009 Paris  
Téléphone : 01 48 00 52 01  
Télécopie : 01 48 00 50 48  
E-mail : secretariat.afti@fbf.fr

[www.afti.asso.fr](http://www.afti.asso.fr)

