

Le post-marché couvre un large champ d'activités et regroupe l'ensemble des activités liées :

- Régulation ;
- Compensation ;
- Règlement-livraison ;
- Conservation ;
- Dépositaires ;
- Adéquation ;
- Services de conseil ;
- Services de gestion ;
- Services de placement ;
- Services de financement ;
- Services de conseil et à une volonté affichée des acteurs de l'industrie financière d'accompagner par des initiatives innovantes le développement réglementaire et la consolidation législative des marchés financiers, a conduit à une évolution profonde des métiers titres.
- La gamme des produits s'est considérablement élargie en conséquence de la diversité et la complexité des instruments financiers ainsi qu'aux professionnels travaillant en France.

Swing Pricing : « la nouvelle arme des gérants français »

Petit-Déjeuner du 10 juin 2015

Sommaire

1

Éditorial

Marcel RONCIN
Président, AFTI

2

Panorama général du Swing Pricing

Adina GURAU AUDIBERT
Responsable Techniques de Gestion, AFG

Les pratiques relevées à l'étranger

Tiberiu TUCSNAK
Senior consultant, Deloitte

4

Charte de bonne conduite pour le Swing Pricing et les droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds

Adina GURAU AUDIBERT

5

Présentation des méthodes

Alain ROCHER
Head of Knowledge Management, Société Générale Securities Services

8

Comment réussir la mise en place d'une méthode de Swing Pricing ?

Table ronde animée par
Pascal KOENIG
Associé, Deloitte

Participants :

Guy LODEWYCKX
Global Head of Investment Risk,
Amundi

Stéphane CARON
Directeur adjoint de la gestion
Crédit, Natixis Asset Management

Alain ROCHER
Head of Knowledge Management,
Société Générale Securities
Services

Sophie BOURGAREL
Responsable Opérations Transfer
Agent France, BNP Paribas
Securities Services

Éditorial

Conformément aux vœux de l'Autorité des marchés financiers (AMF), la publication par l'AFG le 24 juin 2014 de la « Charte de bonne conduite pour le Swing Pricing et les droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds », a entraîné l'autorisation de cette pratique en France. Cette démarche s'inscrit dans le cadre des initiatives menées pour améliorer la compétitivité de la place financière de Paris qui rejoint ainsi d'autres places déjà utilisatrices de ces dispositifs et ce, depuis plusieurs années pour certaines d'entre elles.

L'objectif de la Charte AFG consiste à expliciter les mécanismes des méthodes dites anti-dilutives, mais aussi à fournir aux sociétés de gestion un cadre de règles à respecter. Il vise les coûts de réaménagement de portefeuille liés aux sous-

criptions/rachats d'OPC à savoir les commissions de courtages, le coût de la liquidité et les taxes associées.

La mise en œuvre de ces méthodes se traduit par une répartition de ces coûts de réaménagement de portefeuille entre les porteurs, sans pour autant entraîner de coût supplémentaire pour le fonds. Il s'agit de réduire pour les porteurs qui détiennent des titres et demeurent au sein du fonds, les coûts de réaménagement de portefeuille par l'affectation de tout ou partie de ceux-ci aux porteurs qui entrent ou sortent, renforçant ainsi la protection des porteurs « stables » contre l'effet de dilution qui résulte des opérations engendrées par les investissements ou désinvestissements liés aux entrées ou sorties des autres porteurs.

Ces méthodes ont été de facto introduites dans la pratique française. Elles ne semblent présenter que des avantages : pour les investisseurs qu'elles protègent, pour les gérants dont elles améliorent la performance des fonds et, pour l'industrie française dont elles renforcent la compétitivité.

L'AFTI a apporté son soutien à cette initiative en publiant un Guide technique relatif à l'application des méthodes anti-dilutives présentées dans la Charte AFG. Ce guide est disponible sur notre site Internet (www.afti.asso.fr). ■

Marcel RONCIN
Président de l'AFTI

Panorama général du Swing Pricing

Adina GURAU AUDIBERT

Responsable Techniques de Gestion, AFG

Les mouvements de souscription/rachat engendrent des coûts de réaménagement de portefeuille qui sont répercutés sur la totalité des porteurs y compris ceux présents dans le fond. L'intérêt de la méthode anti-dilutive est de protéger les investisseurs présents dans le fond lors des mouvements de passif, en faisant supporter tout ou partie des coûts de réaménagement de portefeuille aux porteurs entrant et sortant, qui les ont engendrés.

Tiberiu Tucsnak

Le Swing Pricing est une méthode anti-dilutive dont le principe est d'ajuster la valeur liquidative à la hausse, si le solde net des souscriptions/rachats est positif ou à la baisse, si le solde net des souscriptions/rachats est négatif. Dans ce cas, on a une valeur liquidative égale à la valeur de souscription et à la valeur de rachat. On parle ici d'une intériorisation des coûts de réaménagement.

Dans l'autre méthode anti-dilutive dite des droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds, on peut avoir une valeur de souscription différente de la valeur de rachat et même de la valeur liquidative. On parle alors d'une extériorisation des coûts de réaménagement. ■

Les pratiques relevées à l'étranger

Tiberiu TUCSNAK

Senior consultant, Deloitte

État des lieux des pratiques relevées à l'étranger

Plusieurs pays en Europe ont mis en œuvre un mécanisme de Swing Pricing. Ce mécanisme est largement mis en œuvre par les sociétés de gestion depuis quinze ans au Royaume-Uni et en Suisse. Dans d'autres pays européens comme l'Allemagne ou l'Italie, ce mécanisme est prévu dans les prospectus des fonds domiciliés dans ces pays mais il reste marginal puisque les sociétés de gestion le prévoient principalement pour leurs SICAV luxembourgeoises. Enfin, on estime que 80 % des fonds domiciliés au Luxembourg prévoient un mécanisme de Swing Pricing dans leur prospectus.

En France, le Swing Pricing est autorisé depuis la publication de la « Charte de bonne conduite pour le Swing Pricing et les droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds » par l'Association Française de la Gestion financière (AFG), le 24 juin 2014. Depuis, plusieurs sociétés de gestion l'ont mis en œuvre.

Full et Partial Swing Pricing

Il existe deux méthodes de Swing Pricing. La première, Full Swing Pricing, consiste à ajuster la valeur liquidative quelque que soit le montant net des flux de souscriptions/rachats. La seconde, Partial Swing Pricing, consiste à ajuster la valeur liquidative uniquement lorsque le mon-

tant des souscriptions/rachats atteint un seuil prédéfini, appelé le seuil de déclenchement, exprimé en pourcentage de l'actif net. Cette seconde méthode est très largement préférée car l'impact sur la volatilité est plus faible puisque la valeur liquidative n'est pas « swinguée » à la hausse ou à la baisse tous les jours. En outre le seuil de déclenchement exerce un effet réducteur sur le risque opérationnel par rapport à la première méthode.

Selon les résultats de l'enquête réalisée par l'Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI) publiés en 2011, on constate que 85 % des sociétés de gestion utilisent le Partial Swing Pricing ou un mix des deux. Le seuil de déclenchement est généralement inférieur à 5 % ce qui peut sembler faible pour certaines sociétés de gestion. Mais dans la pratique, un seuil de déclenchement plus élevé ne permet pas une application suffisante du Swing Pricing et par conséquent, une dilution suffisante des coûts de réaménagement.

Retour d'expérience du Luxembourg

Nous avons réalisé une étude sur un échantillon non représentatif de sociétés de gestion pour étudier dans quelle proportion le Swing Pricing est réellement appliqué au Luxembourg. En pratique, plusieurs sociétés de gestion n'appliquent pas le Swing Pricing même s'il est prévu de pou-

voir l'appliquer dans le prospectus. Le Full Swing Pricing reste marginal dans l'échantillon.

Pour les fonds actions, il est possible d'appliquer le Swing Pricing d'après le prospectus dans la moitié des cas, mais il n'a été appliqué qu'une seule fois sur douze. Pour les fonds de Dette souveraine, il est moins prévu par les sociétés de gestion et n'a jamais été appliqué. On peut en déduire que le seuil de déclenchement est élevé mais que les sociétés de gestion l'ont prévu pour limiter l'impact de rachats massif en cas de crise. Pour les fonds de Dette Corporate, Dette marchés émergents, *High Yield* et Inflation, on voit que la majorité des sociétés de gestion ont prévu d'appliquer un Swing Pricing et le déclenchent. Il est important de raisonner par classe d'actifs dans la mise en œuvre d'un mécanisme de Swing Pricing.

Une performance améliorée pour les porteurs fidèles

BlackRock a mené une étude sur 44 fonds de sa gamme *BlackRock Global Funds* entre juillet 2010 et juin 2011 pour étudier l'impact du Swing Pricing sur la performance de ces derniers. Cette étude a révélé que la performance de chacun des fonds aurait été inférieure en l'absence d'un mécanisme de Swing Pricing. La mise en place du Swing Pricing a en effet permis de réaliser un gain de performance pouvant atteindre jusqu'à 2,52 % pour l'un d'entre eux.

Les pratiques relevées à l'étranger

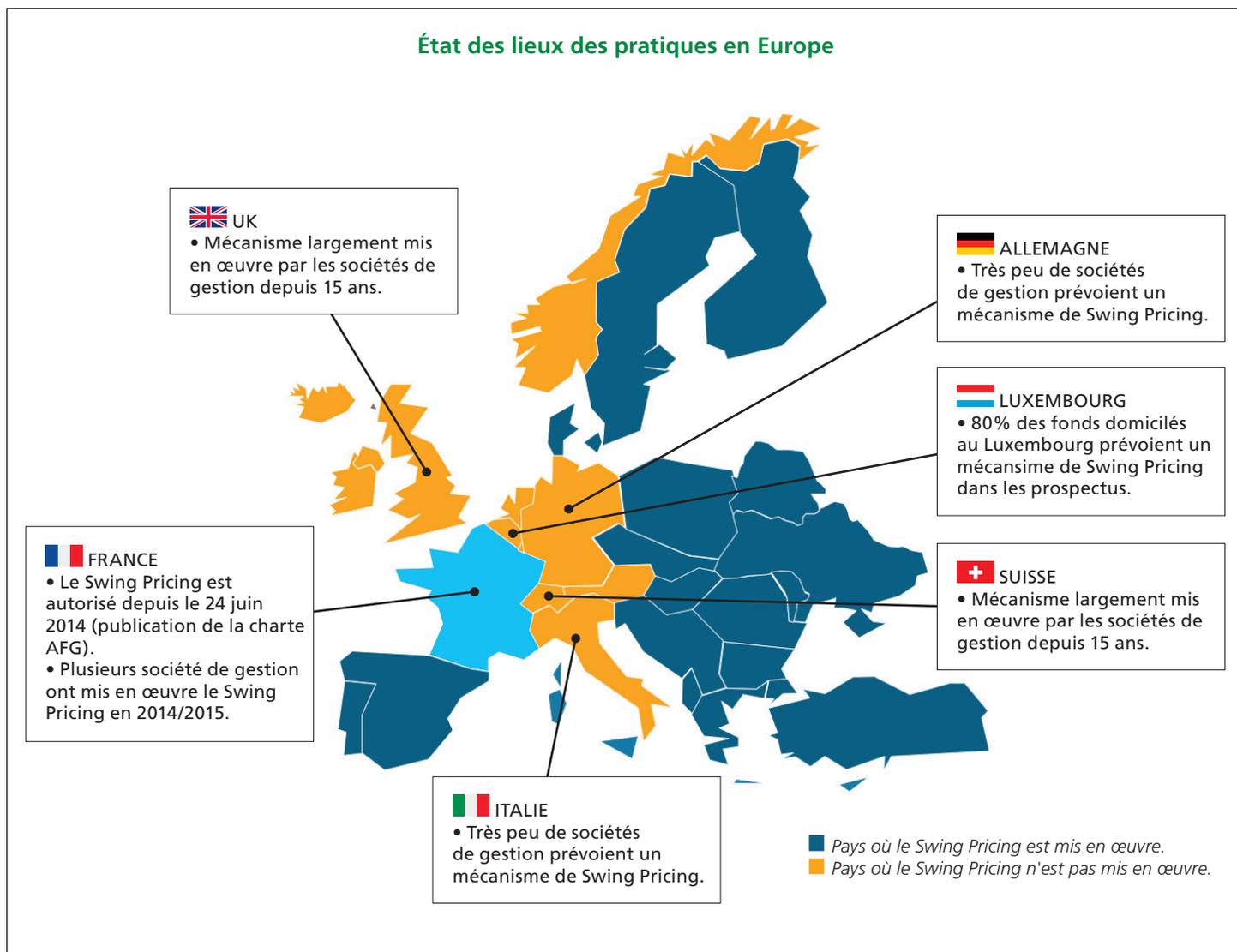
Ce sont les investisseurs qui supportent leur quote-part des coûts de transactions, et le gain de performance ainsi réalisé par le fond, bénéficie aux porteurs restants.

Swing Factor et seuil de déclenchement

L'information sur les niveaux de seuil et les Swing Factor n'est pas communiquée par les *asset managers*. La fréquence de mise à jour de ces paramètres varie considérablement d'un acteur à l'autre.

Sur la base d'une étude réalisée sur un échantillon certes non représentatif, on observe parfois une corrélation positive entre la taille du fonds et les paramètres du Swing Pricing (Swing Factor et seuil de déclenchement).

État des lieux des pratiques en Europe



Charte de bonne conduite pour le Swing Pricing et les droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds

Adina Gurau Audibert

L'Association Française de la Gestion financière (AFG) avait demandé depuis un certain temps à pouvoir bénéficier de ces techniques pour améliorer la compétitivité de la Place de Paris, face aux autres pays où ces techniques existaient déjà depuis plusieurs années. C'est dans le cadre des travaux sur la compétitivité de la Place de Paris que l'Autorité des marchés financiers (AMF) a souhaité autoriser la mise en place de ces techniques et, chargé l'AFG d'en définir les règles de fonctionnement. Pour cela, un groupe de travail a été constitué en 2012 sous la présidence de Guy Lodewyckx (Amundi), pour réunir l'ensemble des parties prenantes. Les travaux de ce groupe ont abouti à la publication de la « Charte de bonne conduite pour le Swing Pricing et les droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds » le 24 juin 2014, autorisant ainsi les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) qui le souhaitent à utiliser ces techniques.

L'objectif de la Charte AFG est de définir des standards quant à l'utilisation de ces mécanismes qui visent à réduire pour les porteurs détenant des titres d'OPC, l'impact des coûts de réaménagement de portefeuille liés aux souscriptions/rachats, en affectant tout ou partie de ces coûts aux porteurs entrants et/ou sortants.

Les principes de la Charte

La société de gestion est responsable de l'établissement des règles liées au calcul du Swing Pricing ou des droits ajustables. La nature des coûts de réaménagement pris en compte est également de la responsabilité de la société de gestion. Il peut s'agir des frais de transaction, des taxes associées ou du coût de liquidité. Tous ces éléments doivent être définis par la société de gestion dans le cadre de sa Politique de Swing Pricing.

Les méthodes de calcul peuvent reposer à la fois sur la structure du portefeuille ou la structure d'un benchmark et sur les transactions théoriques au prorata de l'actif ou les transactions réellement effectuées dans le cadre du réaménagement.

Il appartient à la société de gestion de déterminer ces éléments. Il s'agit là d'un travail de longue haleine qui mobilise l'ensemble des départements : gestion, risques, conformité et contrôle interne, juridique, commercial, etc.

Mise en œuvre de la Charte

Conflits d'intérêts

Il s'agit d'un sujet sensible pour l'Autorité des marchés financiers (AMF). La société de gestion doit mettre en place des procédures qui permettent d'identifier et de prévenir les situations de conflits d'intérêts liées à trois thèmes :

- la connaissance d'un flux de passif important permettant de bénéficier de meilleures conditions de souscription ou de rachat du fait du *netting* ;
- la connaissance d'un niveau de seuil permettant d'éviter le swing ;
- la possibilité d'influer sur la valeur liquidative avec un mouvement de passif.

C'est la raison pour laquelle les paramètres détaillés de Swing Pricing ne sont pas communiqués. Seuls des éléments sur la mise en place et sur les principes méthodologiques sont mentionnés dans la documentation réglementaire.

Gouvernance

La société de gestion doit définir et maintenir une Politique de Swing Pricing qui précise la nature des coûts pris en compte et leur méthodologie d'estimation ainsi que les règles de répartition de ces derniers. Pour cela, la Politique de Swing Pricing doit s'appuyer sur une documentation du processus, une justification et une révision des paramètres avec l'existence d'une piste d'audit interne ou externe complète et d'un dispositif de contrôle adapté.

Documentation réglementaire et information des porteurs

La société de gestion doit prévenir l'Autorité des marchés financiers (AMF) de la mise en place d'une Politique de Swing Pricing. Il s'agit d'une information et non une demande d'autorisation. Les procédures établies par la société de gestion

dans le cadre de la mise place d'une Politique de Swing Pricing doivent être tenues à la disposition de l'AMF mais aussi du commissaire aux comptes de l'OPC.

Le recours au Swing Pricing doit être mentionné dans la documentation commerciale et seuls les principes méthodologiques retenus par la société de gestion sont indiqués.

Pour les fonds existants, la mise en place du Swing Pricing nécessite une information par tout moyen. La Charte AFG recommande de l'indiquer lors du prochain reporting afin de s'assurer d'une diffusion la plus large possible.

La mise en place de Droits ajustables dans un OPC fait l'objet d'une information particulière avec possibilité de sortie sans frais. Ils sont indiqués dans la rubrique « Frais » du DICI.

Utilisation de la valeur liquidative « swinguée »

La Charte AFG édicte un certain nombre de règles qui ne sont pas très éloignées de celles existant dans d'autres pays.

La valeur liquidative « swinguée » est la seule qui soit communiquée aux porteurs. L'indicateur de risque synthétique (SRRRI) est calculé sur cette base.

En revanche, les commissions de surperformance sont quant à elles calculées avant application du Swing Pricing.

Comptabilisation du Swing Pricing

Il s'agit d'un point qui a fait l'objet de nombreuses discussions avec l'Autorité des normes comptables (ANC) pour trouver un consensus avec la Place. La comptabilisation peut se faire soit avec une valorisation ad hoc de chaque ligne concernée, soit avec un passage du montant correspondant sur un compte d'ajustement. ■

Présentation des méthodes

Alain ROCHER

Head of Knowledge Management, Société Générale Securities Services

Nous allons essayer maintenant d'approfondir davantage et de démystifier le mécanisme du Swing Pricing mais avant, il est important de comprendre tout l'intérêt commercial de sa mise en place. Il s'agit d'abord d'une méthode anti-dilutive, c'est-à-dire que le fond ne supporte pas tout ou partie des coûts de réaménagement du portefeuille mais surtout il n'y a pas d'extériorisation de droits d'entrée et de sortie et donc les porteurs entrant et sortant ont l'impression de ne pas payer non plus. Dans ces conditions, il est tout à fait normal que la Place de Paris ait souhaité comprendre et pouvoir finalement bénéficier de ces mécanismes qui existaient déjà dans d'autres places.

Il faut surtout comparer le mécanisme du Swing Pricing aux autres méthodes pour en comprendre les différences, les avantages et peut-être aussi les inconvénients. Toutes ces méthodes s'intéressent aux coûts engendrés par les souscriptions et les rachats. Tout investissement ou désinvestissement génère des coûts de transactions. Lorsqu'un investisseur choisit de souscrire des actifs en direct, il règle les frais liés à la transaction. Lorsqu'il préfère souscrire à un fonds pour bénéficier du savoir-faire d'un professionnel, ces frais de transaction sont à la charge du fonds. C'est dans la façon de répartir ces frais que se situent toutes les subtilités entre les différentes méthodes.

Les critères de choix des méthodes

Le premier critère est la nature des coûts engendrés par les souscriptions et les rachats. Selon la Charte AFG, les coûts pris en compte peuvent être de trois natures : les courtages, les coûts de liquidité et les taxes. Le second critère porte sur la répartition de ces coûts sachant qu'il n'y a que trois catégories de payeurs possibles : les souscripteurs qui entrent, les racheteurs qui sortent et les porteurs présents dans le fonds qui restent.

Les méthodes historiques

Dans le cadre des droits d'entrée et de sortie forfaitaires, les frais générés sont supportés par les entrants et les sortants comme sur le marché.

On ajoute à la valeur liquidative (VL) les droits (D) dans le cadre d'une souscription (VS) et l'on retranche de la valeur liquidative (VL) les droits (D) dans le cadre d'un rachat (VR) ce qui donne :

$$\begin{aligned} VS &= VL (1 + D) \\ VR &= VL (1 - D) \end{aligned}$$

Cette méthode pose un problème aux équipes commerciales qui doivent afficher les droits d'entrée et de sortie en plus des autres frais, comme les frais de gestion, les commissions de mouvements voire le cas échéant, les commissions de surperformance. C'est pourquoi les investisseurs privilégient les fonds sans droit d'entrée ni de sortie.

Mais en l'absence de droit d'entrée et de sortie, les frais générés sont supportés par le fond et viennent diminuer sa performance. Dans ce cas, la valeur de souscription (VS), la valeur de rachat (VR) et la valeur liquidative (VL) sont égales ce qui donne :

$$VS = VR = VL$$

Dans les exemples qui vont suivre, on prend comme hypothèses :

- VL : valeur liquidative = 100
- S : nombre de souscriptions = 10
- R : nombre de rachats = 6
- Tx : estimation des coûts = 5 %

Le nombre de souscriptions étant supérieur au nombre de rachats, il s'agit d'un investissement qui génère pour le fonds des coûts d'un montant égal à : $VL \times 5 \% \times (S - R) = 20$.

Pour permettre de comparer les différentes méthodes entre elles, nous allons nous intéresser à la valeur de souscription et à la valeur de rachat ainsi qu'au résultat pour le fonds.

Avec droits d'entrée et de sortie

Dans cette première méthode, on obtient une valeur de souscription et une valeur de rachat de :

$$\begin{aligned} VS &= 100 \times (1 + 0,05) = 105 \\ VR &= 100 \times (1 - 0,05) = 95 \end{aligned}$$

L'impact sur le fonds est une augmentation de sa performance de :

$$(10 \times 5) + (6 \times 5) - 20 = + 60$$

L'objectif de cette méthode est de couvrir les coûts de réaménagement du portefeuille mais il se trouve que, compte tenu du fait que cette dernière ne prend pas en compte l'effet compensation, la performance n'est pas diminuée, a fortiori, elle est augmentée.

Sans droit d'entrée et de sortie

Dans cette seconde méthode, on a une valeur de souscription et une valeur de rachat de :

$$VS = VR = 100$$

L'impact sur le fonds est une baisse de sa performance de :

$$(0) + (0) - 20 = - 20$$

Les porteurs entrants et sortants ne paient ni droit d'entrée, ni droit de sortie, ce sont les porteurs fidèles (i. e. restants) qui supportent les coûts de réaménagement à hauteur de leur participation dans le fonds. On comprend alors que si ces derniers restent longtemps dans le fonds, ils risquent de dépasser le montant qu'ils auraient effectivement eu à payer avec la méthode des droits d'entrée.

Les nouvelles méthodes

On parle beaucoup du Swing Pricing parce qu'il s'agit de la seule méthode anti-dilutive qui n'extériorise pas de frais. Mais il existe une autre méthode dite des droits d'entrée et de sortie ajustables acquis au fonds. Dans la première méthode, on raisonne comme si l'investisseur était seul. Cette méthode fonctionne très bien lorsqu'il n'y a que des souscriptions ou que des rachats. Lorsqu'il y a à la fois des souscriptions et des rachats, on prélève trop de cash. Dans la méthode des droits d'entrée et de sortie ajustables, on tient compte de l'effet compensation des souscriptions et des rachats.

$$VS = VL (1 + \alpha D)$$

Présentation des méthodes

$$VR = VL (1 - \alpha D)$$

$$(0 < \alpha < 1)$$

avec α = solde net de parts / nombre total de parts concernées.

Dans cette variante, on voit que la valeur de souscription est inférieure puisque le montant des frais est réparti entre un nombre de parts plus important – somme des souscriptions et des rachats – que celui qui justifie l’investissement – différence entre les souscriptions et les rachats – et ce, avec un effet dilutif très intéressant.

La méthode du Swing Factor repose sur le postulat de base selon lequel la valeur de souscription est égale à la valeur de rachat. Il s’agit là d’une condition nécessaire mais non suffisante pour ne pas avoir à extérioriser de droits d’entrée et de sortie. Pour cela, il convient de procéder à un ajustement de la valeur liquidative par l’application d’un coefficient, le Swing Factor (SF), qui représente le coût de réaménagement tel que défini dans la Charte AFG, à savoir ce qu’il va falloir investir ou désinvestir pour intégrer les entrées et les sorties du fonds. Il s’agit donc en quelque sorte d’une intériorisation des droits d’entrée ou de sortie.

$$VS = VR = V \text{ Intrinsèque } (1 +/- SF)$$

$$\text{avec } SF = D$$

Pour comparer l’ensemble des méthodes, on prend les mêmes hypothèses :

- VL : valeur liquidative = 100
- S : nombre de souscriptions = 10
- R : nombre de rachats = 6
- Tx : estimation des coûts = 5 %

Avec droits d’entrée et de sorties ajustables

Dans cette méthode, l’ensemble des porteurs entrants et sortants vont contribuer. Ainsi, la quote-part de chacun est égale à :

$$\text{Quote-part} = 20 / 16 = 1,25$$

On obtient alors une valeur de souscription et une valeur de rachat de :

$$VS = 100 + 1,25 = 101,25$$

$$VR = 100 - 1,25 = 98,75$$

avec comme on le voulait, aucun impact sur le fonds :

$$(10 \times 1,25) + (6 \times 1,25) - 20 = 0$$

Il existe une variante de cette méthode qui consiste à ne faire supporter les coûts de réaménagement qu’aux seuls porteurs à l’origine de ces coûts. Dans notre exemple, seuls les souscripteurs vont donc contribuer à hauteur de :

$$\text{Quote-part} = 20 / 10 = 2$$

Dans ce cas, on obtient alors une valeur de souscription et une valeur de rachat de :

$$VS = 100 + 2 = 102$$

$$VR = 100$$

avec là encore, aucun impact sur le fonds :

$$(10 \times 2) + (6 \times 0) - 20 = 0$$

On s’aperçoit que l’écart entre la valeur de souscription et la valeur de rachat est supérieur dans la première variante, 2,5 au lieu de 2. Ceci est intéressant à souligner parce que c’est à partir de cet écart qu’on est censé mesurer la performance du fonds, vue du côté de l’investisseur.

Swing Pricing (avec Swing Factor)

Première hypothèse : le nombre de souscriptions suffisant pour déclencher le seuil est supérieur au nombre de rachats, on va afficher une valeur de rachat égale à la valeur de souscription de :

$$VS = VR = 100 + 5 = 105 (= VL')$$

On s’aperçoit que la valeur de souscription est calculée comme s’il n’avait pas de racheteur en face – donc selon le même principe que pour la méthode basée sur des droits fixes. Les porteurs sortants bénéficient d’une valeur de rachat supérieure, soit un manque à gagner pour le fonds ($6 \times 5 = 30$) sachant que celui-ci supporte toujours les coûts de réaménagement (20). Bien que la valeur de rachat ait été alignée sur la valeur de souscription, là encore, il n’y a aucun impact pour le fonds :

$$(10 \times 5) - (6 \times 5) - 20 = 0$$

Deuxième hypothèse : on va supposer que le

nombre de rachats est supérieur au nombre de souscriptions, soit dans notre exemple, six souscriptions et dix rachats. On a alors une valeur de souscription égale à la valeur de rachat de :

$$VS = VR = 100 - 5 = 95 (= VL')$$

On constate alors que ce sont maintenant les porteurs sortants qui supportent l’intégralité des coûts puisque, comme précédemment, leur contribution sera maximale, c’est-à-dire sans prendre en compte la compensation liée aux porteurs entrants. Pour le fonds, le trop-perçu bénéficie cette fois-ci aux porteurs entrants et là encore le résultat sera nul pour le fonds :

$$(- 6 \times 5) + (10 \times 5) - 20 = 0$$

Dans cette méthode, on constate que l’amplitude d’ajustement de la VL, autrement dit le Swing Factor ne dépend pas des nombres exacts de souscriptions et de rachats, contrairement donc à la méthode des droits ajustables. En revanche, le sens de l’ajustement (augmentation ou diminution de la VL) dépend du signe du solde net des souscriptions/rachats. C’est d’ailleurs pour cela qu’on parle de Swing.

Dans l’éventualité d’une absence de souscription et de rachat ou plus généralement d’une égalité entre les nombres de souscriptions et de rachats, on aura :

$$VS = VR = 100 (= VL)$$

Synthèse des résultats

Afin de comparer les différentes méthodes anti-dilutives, on va s’intéresser aux trois résultats que sont la valeur de souscription, la valeur de rachat et l’impact sur le fonds.

Dans la méthode historique avec droits, on a une valeur de souscription (105) et une valeur de rachat (95) avec un gain non voulu pour le fonds (+ 60).

Dans la méthode historique sans droits, on a une valeur de souscription et une valeur de rachat (100) égale à la valeur liquidative. En revanche, on a une dilution pour le fonds (- 20).

Dans la méthode des droits ajustables, on a une valeur de souscription (101,25) et une valeur de

Présentation des méthodes

rachat (98,75) sans aucun impact sur le fonds.

Dans ces trois premières méthodes, la valeur liquidative (100) du fonds n'est pas remise en cause.

Dans la méthode du Swing Pricing, on note que la valeur de souscription est identique à celle de la méthode historique avec droits (105). En revanche, la valeur de rachat est différente. Néanmoins, on s'aperçoit que si l'on divise les coûts supportés par le fonds (60) par le nombre de rachats (6) pour les ajouter à la valeur de rachat (95), on obtient la valeur de rachat (105) de la méthode du Swing Pricing. C'est bien ce transfert qui a permis d'avoir une valeur de rachat égale à la valeur de souscription et donc, de pouvoir afficher aucun frais, à la condition bien évidemment d'aligner la valeur liquidative. Certains pays ont choisi de ne pas aligner la valeur liquidative.

Le Swing Pricing est la seule méthode anti-dilutive qui n'extériorise pas de droit. Elle apparaît de très loin comme la méthode la plus souple compte tenu du cadre mis en place en France.

Son principal inconvénient théorique est la volatilité de la valeur liquidative provoquée par le Swing. Cette volatilité peut être cependant atténuée par deux paramètres : le seuil de déclenchement et l'ajustement du Swing Factor. On a vu que la valeur du Swing Factor n'était pas liée au nombre de souscriptions/rachats mais la Charte AFG prévoit la possibilité de moduler ce dernier en permettant de ne prendre en compte qu'une partie des coûts.

Pourquoi passer en Swing Pricing ?

Pour les fonds existants sans droit d'entrée et de sortie, on améliore la performance du fonds sans introduire de frais en passant au Swing Pricing.

Pour les fonds existants avec droits d'entrée et de sortie, l'intérêt est de ne plus afficher de droits sans pour autant diminuer la performance du fonds.

Et enfin pour tous les fonds, c'est la prise en compte possible des coûts de liquidité des actifs détenus, c'est aussi la possibilité de raisonner en coûts réels même si cela s'avère plus compliqué, c'est enfin la possibilité d'anticiper les liquidity fees liés à des situations de marché « difficiles », des rachats massifs, sans autres formalités administratives importantes, sous réserve de l'avoir prévu dans la Politique de Swing Pricing. ■

Questions de la salle

Question : Pourquoi a-t-on si peu de sociétés de gestion qui utilisent aujourd'hui la méthode du Swing Pricing ?

Alain Rocher : Sans doute par manque de compréhension mais aussi par manque d'information. On trouve en effet de la documentation, notamment au Luxembourg, mais qui reste très littéraire d'où la difficulté de compréhension de ce mécanisme. On doit comprendre que le Swing Pricing présente souvent plus d'avantages que d'inconvénients et que chacun doit se poser la question de sa pertinence aujourd'hui.

Question : Une combinaison des deux méthodes, droits d'entrée et de sortie ajustables et Swing Pricing, est-elle possible ?

Alain Rocher : Sur le plan réglementaire, l'Autorité des marchés financiers (AMF) précise que ces deux méthodes sont exclusives l'une de l'autre. En revanche, sur le plan technique, on devrait savoir le faire. C'est une possibilité qui a du sens. En effet, on pourrait envisager d'appréhender la problématique liée aux courtages par la méthode des droits ajustables et celle des coûts de liquidité par la méthode de Swing Pricing.

Question : On a vu que le netting des souscriptions/rachats pouvait entraîner des conditions plus ou moins avantageuses pour ceux qui entrent ou sortent du fonds. Comment va-t-on contrôler qu'il n'y a pas eu connaissance d'un flux de passif important ?

Alain Rocher : En cas de conflit d'intérêts, on peut aider les gérants en leur fournissant les données à notre disposition nécessaires au contrôle. Il conviendra d'identifier toutes les personnes qui ont « bénéficié » du Swing. Devront donc être mises en place les pistes d'audit qui peuvent permettre aux sociétés de gestion, aux responsables de la conformité et du contrôle interne (RCCI) d'enquêter.

Question : Comment la valeur liquidative dans la méthode du Swing Pricing reste-t-elle à 105 dans l'exemple ?

Alain Rocher : On a vu que le Swing Pricing a été bâti sur le principe selon lequel la valeur de souscription est égale à la valeur de rachat. Ensuite on avait le choix, soit de laisser la valeur liquidative (100 dans l'exemple) comme le font d'ailleurs certains pays, soit d'aligner la valeur liquidative sur les valeurs de souscription et de

rachat (105 dans l'exemple), c'est ce choix qui a été retenu et ce, pour éviter de faire face à des difficultés de communication vis-à-vis des porteurs parce que sinon on allait extérioriser des droits positifs et négatifs.

Question : Elle ne correspond donc pas à la valeur globale de l'actif net de l'OPC divisé par le nombre de parts ?

Alain Rocher : Tout à fait. On va passer par une écriture comptable pour refléter la valeur de souscription/rachat. C'est l'origine de cette écriture qui a soulevé de nombreuses discussions au sein du groupe de travail.

Question : Il ne s'agit donc pas de ce qu'on peut appeler la valeur liquidative du fonds ?

Alain Rocher : On peut considérer que la valeur de souscription est une performance externe pour l'investisseur c'est pourquoi on a retenu ce choix. Il s'agit là d'une démarche certes perturbante au départ mais logique, et surtout techniquement faisable.

Question : Quelle valeur liquidative va être contrôlée par le contrôle dépositaire ?

Présentation des méthodes

Alain Rocher : La seule valeur liquidative officielle diffusée est la valeur liquidative « swinguée ». Le contrôleur dépositaire va donc contrôler cette valeur liquidative en sachant que la valeur liquidative « swinguée » n'est autre que la valeur liquidative « ancienne », qui sera contrôlée comme auparavant, à laquelle on ajoute le Swing Factor qui est donné par la société de gestion et prévu dans sa Politique de Swing Pricing.

Question : On a parlé du calcul des commissions de surperformance avant application du Swing Pricing, à quel moment doit-on calculer les frais de gestion classiques ?

Alain Rocher : La Charte AFG est très explicite sur les commissions de surperformance parce qu'il était évident qu'on avait un souci. En revanche, on n'a pas évoqué les frais de ges-

tion. Les deux scénarios (calcul avant ou après l'application du Swing) ont potentiellement du sens et sur un plan purement technique, on sait les traiter. Il appartient aux sociétés de gestion de vérifier ce qu'elles ont le droit de faire. ■

Comment réussir la mise en place d'une méthode de Swing Pricing ?

Table ronde animée par

Pascal KOENIG

Associé, Deloitte

Participants :

Guy LODEWYCKX

Global Head of Investment Risk, Amundi

Stéphane CARON

Directeur adjoint de la gestion Crédit, Natixis Asset Management

Alain ROCHER

Head of Knowledge Management, Société Générale Securities Services

Sophie BOURGAREL

Responsable Opérations Transfer Agent France, BNP Paribas Securities Services

Pascal Koenig : Le Swing Pricing est avant tout une nouvelle arme pour l'industrie française puisque les gérants français utilisent déjà cette méthode depuis longtemps au Luxembourg. Compte tenu du contexte, il était temps de pouvoir bénéficier de cette novation et de sortir d'un principe d'égalité pour passer à un principe d'équité des porteurs de parts. Les sociétés de gestion sont mobilisées. Beaucoup d'entre elles devraient prochainement mettre en place ce mécanisme. Pourquoi ? Parce qu'il s'agit d'une technique qui va permettre d'une part d'avoir des performances égales à celles des fonds luxembourgeois, et d'autre part d'être plus équitable vis-à-vis des porteurs. Avec une première question qui s'adresse aux gérants, je voudrais qu'on revienne sur les avantages du Swing Pricing et surtout, pourquoi des sociétés de gestion regardent avec attention ce mécanisme et sur quels types de fonds elles peuvent l'appliquer ?

Stéphane Caron : On constate, notamment sur les classes d'actifs obligataires, une forte baisse de la liquidité proposée par les contreparties bancaires depuis plusieurs trimestres voire plusieurs années. On voit tous les jours des banques se retirer de certaines activités. Beaucoup d'entre elles ont réduit leur activité de teneur de marché, *market-maker*, et aujourd'hui, lorsqu'on gère un portefeuille de manière active, on a naturellement plus de difficultés à trouver des titres à l'achat ou à la vente – c'est un problème qu'on rencontre dans les deux cas. Alors clairement, on a dû s'adapter. Lorsque l'on regarde le taux de rotation des portefeuilles, il est en baisse. Il est également plus difficile de générer de la performance pour les porteurs en l'absence de souscription et de rachat, mais surtout lors de mouvements importants où l'on est amené à supporter des coûts de transaction élevés, notamment sur des classes d'actifs obligataires. Le Swing Pricing est une technique qu'on utilise déjà pour certains fonds luxembourgeois, notamment sur les classes d'actifs *High Yield*

ou *Credit*. C'est une chose qui paraissait importante vis-à-vis des porteurs puisqu'il s'agit d'une répartition différente des coûts de transaction entre ceux qui souscrivent ou rachètent des parts et ceux qui sont présents dans le fonds. Sa mise en place ne change rien pour les sociétés de gestion mais elle est très importante notamment par rapport aux conditions de liquidité qu'on rencontre aujourd'hui. Il ne faut pas attendre un krach obligataire ou au contraire, des périodes où la Banque centrale européenne (BCE) décide de racheter massivement de la dette.

Pascal Koenig : On a évoqué le *High Yield* mais on comprend bien qu'il y a d'autres classes d'actifs concernées par le Swing Pricing ?

Guy Lodewyckx : Le Swing Pricing peut potentiellement s'appliquer à beaucoup de catégories de fonds mais certaines viennent en particulier à l'esprit parce qu'aujourd'hui, on peut craindre une dégradation des conditions de liquidité. La plupart des gérants qui mettent en place ce

Comment réussir la mise en place d'une méthode de Swing Pricing ?

dispositif pensent essentiellement à des classes d'actifs comme le High Yield en priorité, mais aussi l'*Investment grade* ou *Emerging market debt*, etc.

À côté de ces classes d'actifs, il y a d'autres classes d'actifs où l'on a des coûts importants : les actions, *Euro large cap equities*, pour lesquelles on a des marchés où les frais sont élevés – environ 50 centimes lorsqu'on achète des actions anglaises par exemple. Ces coûts sont supportés par l'ensemble des porteurs du fonds et pas seulement par ceux qui sont à l'origine de la transaction. Il ne fait aucun doute qu'il y a là aussi des problématiques que les sociétés de gestion devront traiter dans un deuxième temps. Il y a deux choses importantes à garder en tête pour les sociétés de gestion.

La première est le risque d'avoir des problèmes d'égalité de traitement des porteurs en particulier, si les conditions se dégradent encore, entraînent des rachats massifs. Il s'agit là d'une situation extrêmement désagréable, non seulement vis-à-vis des porteurs mais aussi des régulateurs.

La seconde est la diminution de la performance du fonds liée aux frais de transaction si on a quotidiennement des petits mouvements de souscription et de rachat.

Il s'agit bien d'une part, de protéger les porteurs en cas de mouvements massifs et d'autre part, d'augmenter également la performance du fonds ce qui est aussi une manière de protéger les porteurs, en particulier ceux investissant sur le long terme.

Pascal Koenig : Pour compléter, le Swing Pricing évite « la double peine » pour les porteurs stables qui supportent d'une part les coûts de transactions liés aux entrées et sorties et qui se retrouvent avec les titres les moins liquides. On va maintenant essayer de répondre à la question sur la volatilité de la valeur liquidative provoquée par le Swing Pricing.

Stéphane Caron : Il s'agit là d'une question qui est très rapidement soulevée dès lors qu'on aborde la problématique du Swing Factor. Tout d'abord, il faut reconnaître que sur le long terme, cela ne change rien. En effet, on a une augmentation de la valeur liquidative en cas de souscriptions importantes. On peut aussi avoir une diminution de la valeur liquidative le lendemain en cas de rachats massifs. Au jour le jour, et tous les investisseurs observent la valeur

liquidative au jour le jour, on constate une volatilité de cette dernière. Et c'est là que les choses se compliquent car on n'a pas forcément une augmentation de cette volatilité. Si on a une forte chute des marchés, la valeur liquidative va naturellement s'ajuster à la baisse. Si le même jour, on a une importante souscription, le Swing Factor va compenser cette chute de la valeur liquidative. Est-ce que les mouvements de la valeur liquidative vont refléter les mouvements du marché ou les mouvements du portefeuille du fonds ? Non. Est-ce qu'on a une augmentation de la volatilité ? Pas toujours.

En revanche, il est certain que pour les fonds qui sont benchmarkés, on a une augmentation de la *tracking error*, c'est-à-dire que le fonds va avoir un comportement très différent de celui de son marché de référence. On a réalisé des simulations et dans certains cas, on peut avoir une augmentation de la *tracking error* de 100 à 150 % pour certains fonds qu'il faut pouvoir expliquer parce qu'il y a naturellement là un impact important.

Guy Lodewyckx : L'impact sur la volatilité est généralement faible lorsqu'on réalise des simulations. La *tracking error*, c'est-à-dire l'écart type entre la performance du fonds et celle de son benchmark, est d'environ 2 % sur un fonds Credit géré activement. Cela signifie que chaque jour, les variations entre la performance du fonds et celle de son indice de référence sont de l'ordre de 12 centimes. Avec une fourchette achat/vente de 50 centimes, on va faire un Swing Factor d'une demi-fourchette (25 centimes) ce qui correspond à environ deux écarts types – une situation que l'on rencontre déjà une fois sur vingt sans Swing Pricing. Avec un seuil qui déclenche un Swing Pricing environ une fois par mois, on ne verra pas forcément à l'œil nu qu'il y a eu un Swing si on regarde l'historique de la performance du fonds. En revanche, si on a un fonds géré de façon moins dynamique, plus proche de son indice de référence c'est-à-dire avec une *tracking error* plus faible, on verra s'il y a eu ou pas un Swing. Toujours selon les estimations qui ont été faites, on constate un gain annuel de performance de 20 à 30 centimes pour les porteurs fidèles. On est vraiment sur une augmentation du profil risque/rendement des portefeuilles.

Pascal Koenig : On voit donc que vous avez réalisé des simulations pour identifier les avantages de ces méthodes. Vous avez recours aux services

des *asset servicers*, qu'attendez-vous d'eux et en quoi ces derniers peuvent-ils vous aider ?

Guy Lodewyckx : Cela va dépendre du mode de fonctionnement des uns et des autres. On sera probablement nombreux à mettre en place des mécanismes de Swing Pricing où l'on revoit régulièrement le Swing Factor en fonction des conditions de liquidité. On peut même imaginer revoir le seuil de déclenchement. Si la société de gestion change les paramètres de façon systématique ou discrétionnaire, nous aurons besoin de circuits de communication du gérant vers le valorisateur pour que l'information soit répercutée rapidement. Il s'agit là d'une première attente. La seconde concerne la communication du valorisateur. Nous devons savoir si la valeur liquidative a été « swinguée ». Pour cela, il serait souhaitable que cette information remonte vers le gérant de manière visible sur son écran au moment où celui-ci valide sa valeur liquidative. On a également besoin de conserver une trace lorsque la valeur liquidative a été « swinguée » et pour quelle ampleur. Une remontée de ces informations du valorisateur vers le gérant est extrêmement importante pour que les processus soient fiables et puissent parfaitement être audités.

Pascal Koenig : Alors, qu'avez-vous prévu pour aider les sociétés de gestion et quelles sont les prestations que vous allez pouvoir offrir ?

Alain Rocher : Les attentes sont très claires. Nous devons être capables d'intégrer le Swing Factor dans le processus de validation de la valeur liquidative. Au moment de la validation, on continuera de communiquer la valeur liquidative « non swinguée ». En revanche, on ajoutera le Swing Factor et l'on communiquera la valeur liquidative « swinguée » en tenant compte de celui-ci. On ajoutera donc un élément d'information supplémentaire sans remettre en cause les traitements déjà existants à ce jour. Ensuite, il s'agira d'aider autant que faire se peut les gérants. Cela consistera notamment à prendre en charge le pilotage du seuil de déclenchement. Pour cela, les gérants devront communiquer les paramètres pour qu'on puisse appliquer le Swing Factor en cas de dépassement du seuil et ils recevront en retour toutes les informations nécessaires et suffisantes pour contrôler la valeur liquidative « swinguée ».

Comment réussir la mise en place d'une méthode de Swing Pricing ?

Pascal Koenig : Je vois également un rôle important en matière de pédagogie pour aider les sociétés de gestion qui n'ont pas les ressources nécessaires pour travailler sur des simulations. Il faut certes expliquer les différentes méthodes mais comment le faire ?

Alain Rocher : On va bien évidemment présenter les avantages et les inconvénients des différentes méthodes et dire ce qu'il est possible de faire notamment sur le plan technique, en fonction du contexte. On n'attend toutefois pas de nous de prendre position en faveur d'une méthode ou d'une autre. Il est clair que les gérants ont besoin d'informations mais ils ne souhaitent généralement pas que l'on prenne les décisions à leur place.

Pascal Koenig : Je voudrais revenir sur la problématique des droits d'entrée et de sorties ajustables puisqu'on sait que les chaînes de traitement du côté des agents de transfert (TA) sont plus sensibles et présentent davantage de risques.

Sophie Bourgarel : Les droits acquis au fonds, qu'il s'agisse de droits d'entrée ou de sortie, existent sous forme forfaitaire, c'est-à-dire d'un pourcentage indiqué dans le prospectus. Il est important de comprendre que dans les chaînes de traitement des fonds français et des agents de transfert, il n'y a pas de tenue de registre puisque nous sommes sur des marchés avec des fonds chez le dépositaire central Euroclear. L'agent de transfert est ainsi en relation avec différents intermédiaires et cela fonctionne aujourd'hui parce que le taux est connu d'un bout à l'autre de la chaîne, du porteur jusqu'à l'agent de transfert qui va l'appliquer. Dans le contexte de droits ajustables, le porteur via son distributeur, sa banque ou son adhérent Euroclear le cas échéant, ne connaîtra pas le taux qui va lui être appliqué. Techniquement ce n'est pas irréalisable mais cela va complexifier les chaînes de règlement/livraison pour aller jusqu'au porteur final. Il est vrai que des mécanismes permettent des dénouements dès connaissance de la valeur liquidative. C'est immédiat pour le fonds pour connaître les flux de souscriptions et de rachats valorisés, comptabilisés et communiqués à la comptabilité, et pour les investisseurs pour pouvoir ensuite dénouer les clients finaux.

Il faudra toutefois que cela soit appliqué de manière globale à toutes les souscriptions et tous

les rachats. Le *netting* pose un problème s'il est au niveau de l'agent de transfert, puisque le porteur final aura peut-être été netté lui-même dans sa chaîne. Au final, cela ne va pas être très juste parce que si l'agent de transfert ne l'applique qu'aux souscripteurs (ou qu'aux racheteurs), c'est aux souscripteurs vus de la chaîne de l'agent de transfert. Le client final peut être lui racheteur et dans ce cas, la banque, l'intermédiaire ou le distributeur ne saura pas quels frais lui appliquer. Cela reste cependant faisable.

Pour appliquer de manière efficace ces frais ajustables, il faudrait revenir à un mode de tenue de registre comme dans le système luxembourgeois avec toutes les conséquences et les coûts associés. Ceci permettrait néanmoins à l'agent de transfert d'être totalement légitime et en tout cas, d'en maîtriser l'impact.

Pascal Koenig : Est-ce que vous êtes prêts à apporter les solutions techniques pour que les sociétés de gestion puissent mettre en œuvre ces dispositifs ? Est-ce que les délais de publication de la valeur liquidative ne vont pas être rallongés ? Enfin, quels sont les risques dans le calcul du Swing Factor et comment ceux-ci vont-ils être couverts ?

Alain Rocher : Parmi les méthodes de Swing Pricing, nous n'avons évoqué que le Swing Factor. Sur le plan technique, c'est relativement simple puisque cela revient à « forcer » la valeur liquidative à partir du Swing Factor qui est fourni. Nous avons seulement besoin de connaître le Swing Factor pour communiquer la valeur liquidative en temps et en heure, ce qui ne devrait pas entraîner de risque particulier ni de retard dans les cas « normaux ».

Cela n'a rien de comparable avec l'autre variante du Swing Pricing, dite du *repricing*, qui consiste à modifier tous les cours du portefeuille – à savoir de basculer tout en cours acheteur ou tout en cours vendeur – et qui pour le coup, présente un véritable risque opérationnel et de plus, sans offrir en contrepartie de réel avantage par rapport à la version du Swing Factor.

Pascal Koenig : Donc, les gérants vont pouvoir disposer très rapidement de la valeur liquidative « non swinguée » et de la valeur liquidative « swinguée » et auront effectivement une vision complète à leur disposition. Je voudrais revenir maintenant sur la gouvernance. La gouvernance est un élément-clé dans la mise en œuvre du

Swing Pricing en ce qui concerne non seulement le mode de calcul du Swing Factor mais aussi la valeur du seuil de déclenchement. Comment allez-vous anticiper ce point et comment souhaitez-vous le traiter ?

Stéphane Caron : Comme souvent, on va le traiter de manière assez collégiale en associant l'ensemble des parties prenantes au sein de la société de gestion. L'estimation des coûts est le premier élément. Il est important de bien comprendre les coûts associés, qu'il s'agisse des courtages, des taxes forfaitaires et des coûts de liquidité importants sur les classes d'actifs obligataires. Pour ces derniers qui sont parfois assez difficiles à estimer, nous disposons d'outils appropriés, et notamment des fourchettes *bid/ask* proposées par les teneurs de marché ou les contreparties. Tout ceci doit être tracé. Il faut ensuite disposer d'une piste d'audit en interne pour vérifier le bon archivage de ces données. Il faut enfin mettre en place des instances de gouvernance avec une certaine périodicité puisqu'on sait que les conditions de marché peuvent évoluer parfois assez rapidement. On a de plus en plus des séquences de marché où l'euphorie succède au pessimisme avec des impacts importants sur la liquidité qui est proposée. Les sociétés de gestion proposent aujourd'hui une liquidité quasi gratuite. On peut en effet souscrire dans un fonds, sans souci de taille ni de délai, lorsqu'on veut investir. En revanche, il faut être sûr que les conditions de marché qu'on rencontre au niveau du fonds n'impliquent pas de surcoût notamment pour les porteurs stables. La gouvernance va donc être très importante dans ces calculs.

Pascal Koenig : Peut-on préciser comment les équipes Risk pourraient être associées à ce principe de gouvernance avant d'aborder la documentation et la traçabilité qui sont deux autres sujets importants ?

Guy Lodewyckx : Il y a deux sujets importants quand on parle de contrôle : les risques et la conformité.

Sur les risques : lorsqu'on regarde ce qui se passe sur les marchés anglais ou luxembourgeois, on a essentiellement des forfaits décidés de manière autoritaire par les instances de direction de la Sicav ou du fonds, ceci étant couramment admis par les régulateurs. En France, la problématique est un peu différente pour des raisons culturelles puisqu'on demande de tout justifier, de

Comment réussir la mise en place d'une méthode de Swing Pricing ?

tout expliquer. En pratique, le problème se pose en grande partie pour la liquidité difficilement mesurable. Il n'existe pas de norme ni de données de marché universellement reconnues et donc, nous nous trouvons dans une zone d'inconfort lorsqu'il s'agit d'expliquer pourquoi on est arrivé à un tel résultat. Cela veut dire que l'intervention humaine est nécessaire dans la détermination du Swing Factor, mais qui repose sur des données de marché provenant de différentes sources. Sur la base de ces données tracées, on estime une fourchette pour un portefeuille donné. Ensuite, un comité ad hoc réunissant des représentants des risques, de la négociation, de la gestion, etc. valide la pertinence des données calculées et fixe le niveau du Swing Factor. On n'imagine pas aujourd'hui faire varier le Swing Factor tous les jours, mais plutôt de le déterminer pour une période d'un ou trois mois et ensuite, d'avoir la possibilité d'intervenir sur son niveau à la demande des risques, de la gestion ou d'un tiers en cas de changement notable dans la liquidité des marchés. En résumé, la détermination du Swing Factor relève de la pricing policy mise en place, avec un comité ad hoc qui valide le niveau du Swing Factor fixé pour une durée déterminée

et ensuite, on s'assure qu'il n'y a pas de dérive dans le temps. En revanche, en ce qui concerne la détermination du seuil de déclenchement, c'est un peu plus compliqué. En pratique, la plupart des sociétés de gestion vont mettre en place des mécanismes de « Swing Pricing partiel ». Ce qui n'est pas forcément logique. En effet, lorsqu'on a des petits mouvements de souscription et de rachat, le gérant n'intervient pas sur le marché et accepte une dérive de quelques dixièmes en pourcentage de son actif et, par conséquent, il n'y a pas de raison de mettre en place un mécanisme anti-dilutif. Le seuil de déclenchement va influencer sur le profil rendement/risque du portefeuille et donc, il doit être fixé par une instance différente de celle du Swing Factor qui peut être un comité « Produits », réunissant des représentants des services commerciaux, du marketing, de la compliance et des risques. Sur la conformité : il faut tout d'abord éviter de diffuser des informations qui ne sont pas pertinentes pour tout le monde afin d'éviter de créer des situations où quelqu'un détient une information « privilégiée ». Les informations sur les souscriptions et les rachats ne doivent pas être divulguées avant la clôture à l'except-

tion du gérant du fonds pour avoir un aperçu des souscriptions et des rachats auxquels il doit s'attendre. Il ne semble pas pertinent de diffuser cette information de manière trop large, notamment à des gérants de fonds de fonds qui pourraient être tentés d'entrer ou de sortir dans de meilleures conditions lors d'un Swing Pricing. Il faut ensuite contrôler par la mise en place d'enquêtes, soit par sondages soit de manière systématique, lorsqu'il y a eu un mouvement de Swing Pricing, qu'il n'y a pas un fonds maison, le compte propre, voire un membre du personnel, qui a souscrit dans le fonds « swingué ».

Pascal Koenig : Les gérants français vont bénéficier de deux innovations par rapport à leurs collègues luxembourgeois, d'une part la possibilité de réviser le Swing Factor et le seuil de déclenchement en fonction des conditions de marché et, d'autre part, la mise en place d'une gouvernance avec des procédures de contrôle. Le contrôle est un point très intéressant. Nous aurons une *Swing Pricing policy* documentée sur laquelle les contrôleurs internes et externes vont pouvoir s'appuyer. ■

Questions de la salle

Question : Est-ce que les sociétés de gestion sont prêtes à dire à leurs commerciaux qu'ils n'auront plus aucune information sur les chiffres de collecte sur les mouvements de leurs clients avant la clôture ?

Guy Lodewyckx : Cela fait partie des sujets sur lesquels nous réfléchissons toujours. La prévention des conflits d'intérêts nécessite toujours un réglage de curseur. Je n'ai pas de réponse définitive à apporter aujourd'hui.

Stéphane Caron : Naturellement, il ne faut pas que les équipes commerciales connaissent les niveaux du Swing Factor et les seuils de déclenchement. Faut-il différer l'information dans certains cas ? Oui, parce qu'il n'y a aucune raison pour qu'un commercial sache que la valeur liquidative risque d'être swinguée et que son client

sache que c'est peut-être le bon moment de procéder à un rachat s'il souhaite sortir du fonds. *Question : Le Swing Factor et le seuil de déclenchement n'étant pas indiqués dans le prospectus, l'investisseur a connaissance de la mise en place d'un mécanisme de Swing Pricing mais pas d'aucune limite à la hausse ?*

Guy Lodewyckx : Ce point a fait l'objet de nombreuses discussions avec l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui souhaitait que l'on mette en place un maximum et qu'on l'affiche dans le prospectus. On s'y est opposé parce que si l'on veut que le Swing Pricing soit un outil de protection efficace contre une crise de liquidité, il ne peut pas être plafonné.

Question : Par rapport à des fonds luxembourgeois ou irlandais qui seraient plafonnés, est-ce

qu'on ne va pas se retrouver dans un environnement certes plus juste techniquement mais qui finalement risque de ne pas favoriser l'industrie française ?

Stéphane Caron : Lorsqu'on parle de seuil de déclenchement, il ne faut pas oublier que, lors des tests que l'on effectue, il n'est pas atteint si souvent que ça.

Cela peut même présenter une vertu pédagogique en permettant à un investisseur d'étaler ses ordres lorsqu'il souhaite investir ou racheter un montant important, ce qui, en réduisant les impacts sur le marché, est positif pour la performance du fonds et finalement pour les autres porteurs. ■