



Mars 2024



PRÉSENTATION DES OUTILS DE GESTION DES RISQUES DE LIQUIDITÉ



SOMMAIRE

A) Contexte historique

B) Différents outils de gestion des risques de liquidité

C) Méthodes anti-dilutives

C.1) La méthode ADL

C.2) La méthode de Swing Pricing avec facteurs

C.3) La méthode de Swing Pricing avec repricing

D) Comparatif des méthodes Swing Pricing et ADL

D.1) Au quotidien

D.2) Les différences

E) Les Gates

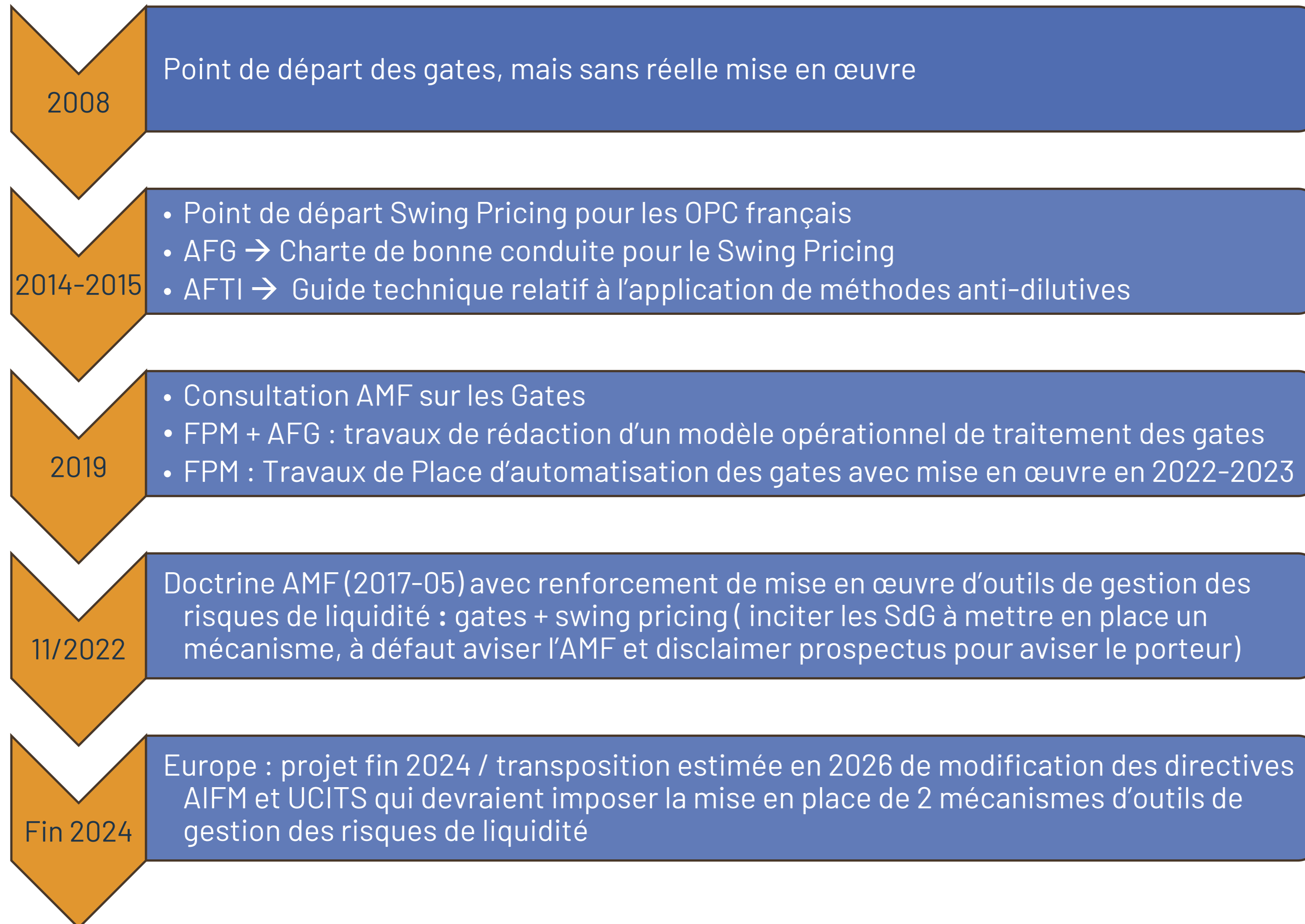
F) Évolution de marché

G) Conclusion

H) Documentation

I) Glossaire

A) Contexte historique



B) Différents outils de gestion des risques de liquidité

Existence de différents outils qui peuvent être utilisés ou pas selon les conditions de marché :

Outils standardisés utilisables au quotidien

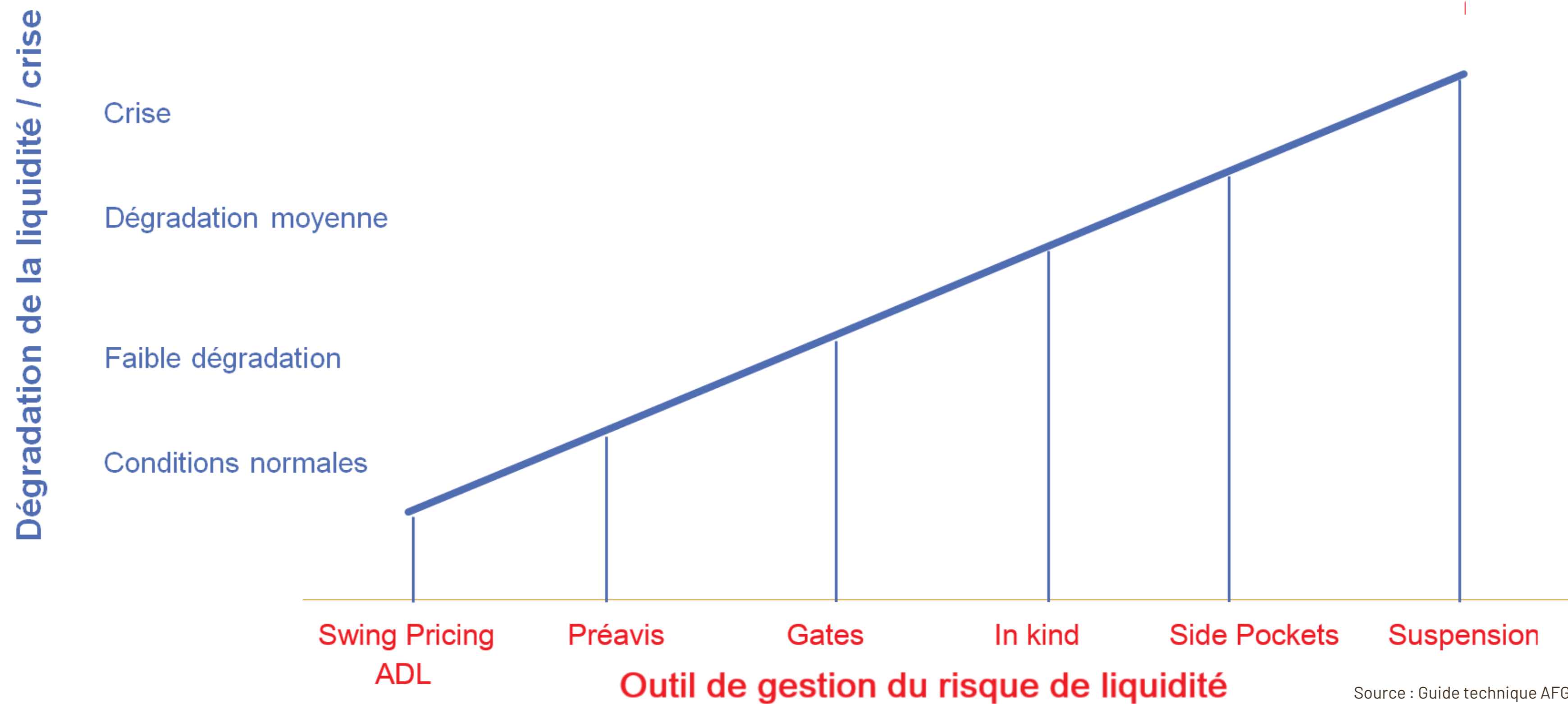
- ❖ Gates (étalement des ordres de rachats sur plusieurs VL)
- ❖ Swing pricing (intégration dans la VL du coût de liquidité)
- ❖ ADL (frais acquis exceptionnels pour prise en compte du coût de la liquidité)

Outils à déclenchements exceptionnels

- ❖ Préavis – décalage temporel des Souscriptions /Rachats
- ❖ Rachat en nature – paiement des rachats en titres
- ❖ Side pocket – OST de scission du fonds pour isoler les titres illiquides
- ❖ Suspension (soft close – hard close) – blocage partiel ou total de la collecte des Souscriptions /Rachats
- ❖ **Nouveaux outils** dans la directive AIFMD2 (fin 2024 avec transposition en Q1 2026) :
 - Extension des préavis
 - « dual pricing » : VL de souscription et VL de rachats

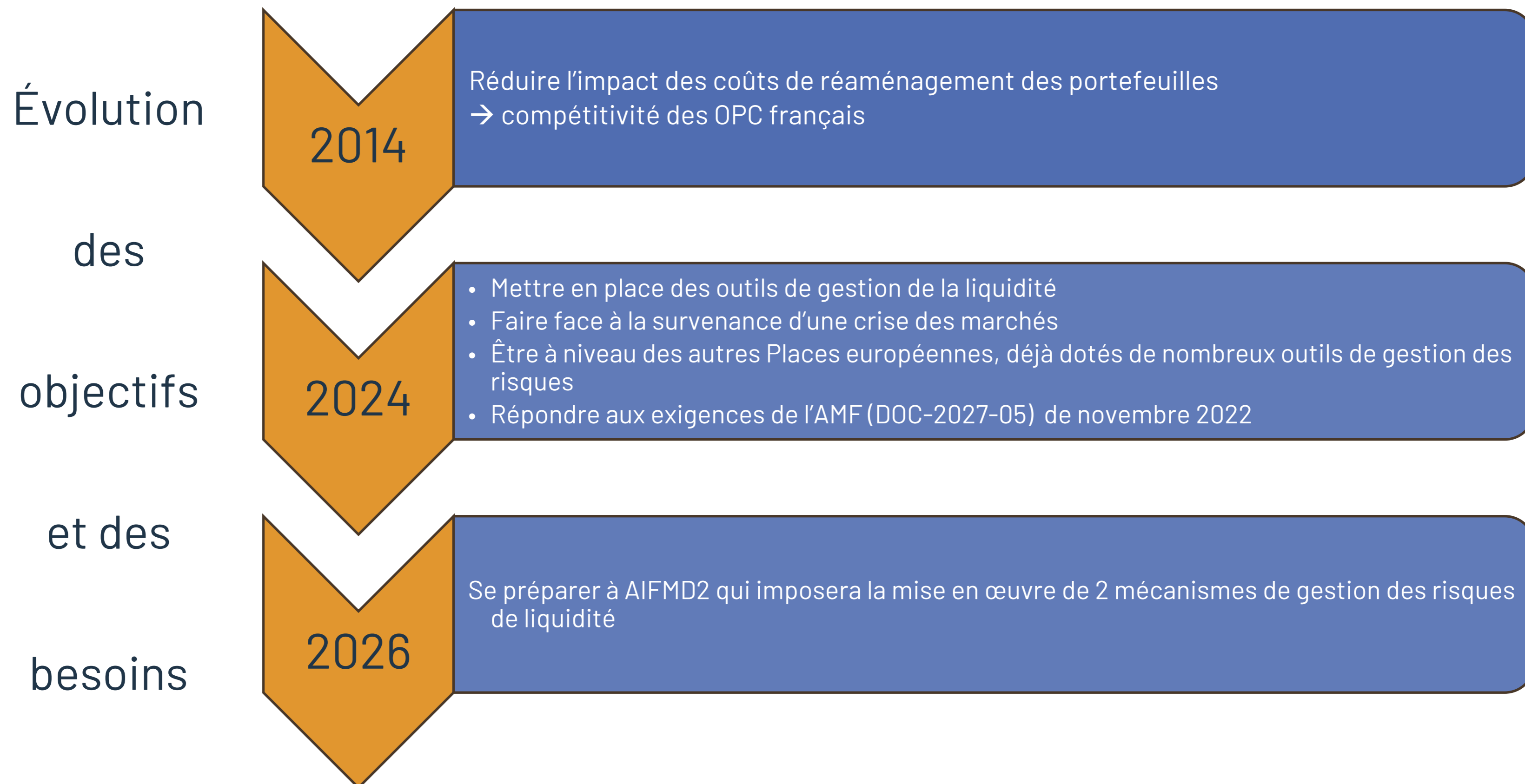
B) Différents outils de gestion des risques de liquidité

Palette des outils disponibles en fonction du degré de dégradation de la liquidité

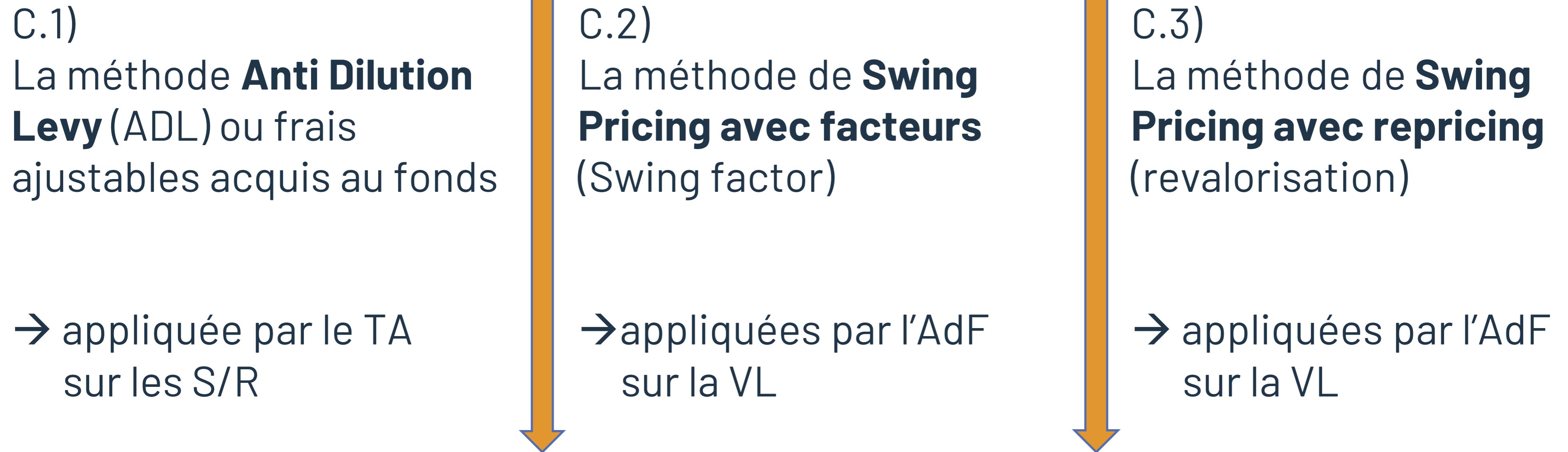


Source : Guide technique AFG

B) Outils de gestion des risques de liquidité – nouveaux besoins



C) Méthodes anti-dilutives – Les méthodes

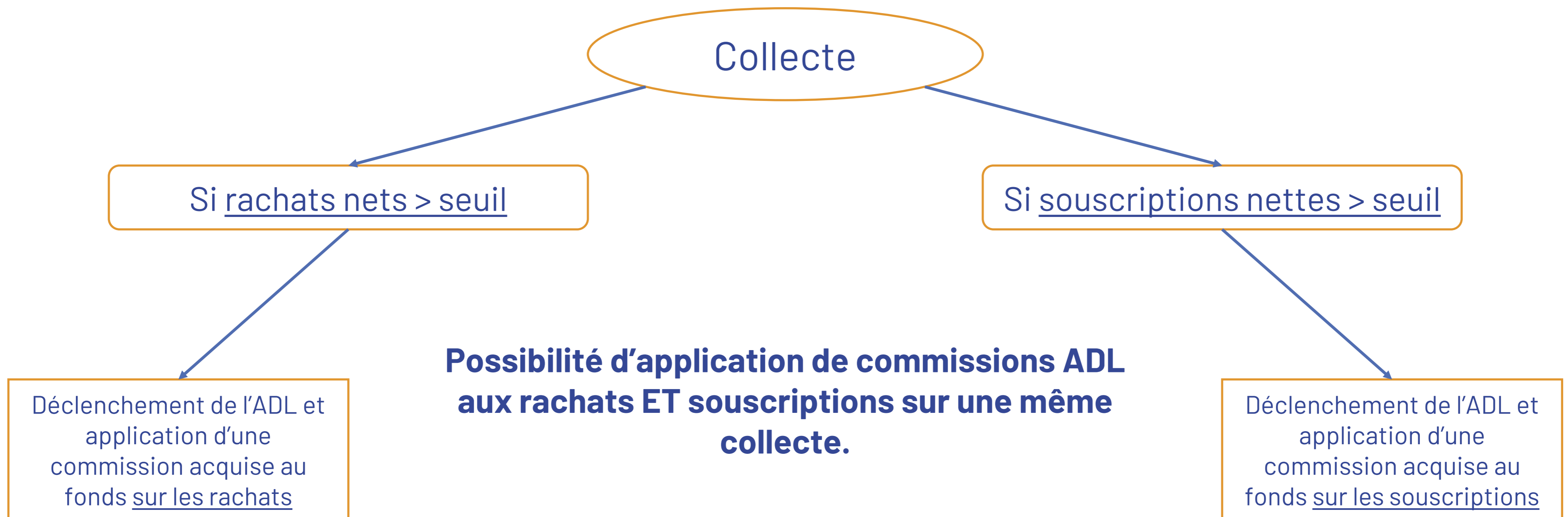


Points communs à ces méthodes :

- Elles sont basées sur le solde net des S/R (estimé lors de la collecte).
- Elles nécessitent une estimation des coûts de réaménagement du portefeuille.
- Elles nécessitent la définition de seuils de déclenchement.

C.1) Outils de gestion des risques de liquidité - La méthode ADL

« 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, à condition de l'avoir prévu dans les documents constitutifs ».



C.1) Outils de gestion des risques de liquidité - La méthode ADL

Avantages

Traitement à terme automatisé de l'ADL entre centralisateurs et teneurs de comptes conservateurs.
Pas de charge de travail supplémentaire pour l'administrateur de fonds pour lesquels le processus est transparent.
Pour la SDG, à contrario du Swing Pricing, l'ADL limite la volatilité de la VL publiée, et a pour avantage de faire subir l'ensemble des coûts de réaménagement du portefeuille uniquement aux porteurs sortants et/ou entrants.

Inconvénients

Si la décision du taux d'ADL à appliquer est communiquée tardivement, risque potentiel de règlement-livraison erroné, ou valorisation tardive, avec risque de retard du règlement-livraison.

La méthode ADL

Au préalable, prévoir le paramétrage au niveau du centralisateur pour informer le dépositaire et l'administrateur de fonds des états de collecte estimés avec ADL.
La SDG devra mettre en place, dans un délai contraint, un process de détermination fiable du taux d'ADL à appliquer.

**Cette méthode a la préférence des administrateurs de fonds peu impactés par la mise en œuvre.
Méthode qui risque de fortement se déployer du fait de la mise en œuvre automatique entre centralisateurs et TCC.**

Limites et restrictions

Conclusion

C.2) Outils de gestion des risques de liquidité – La méthode de Swing Pricing avec facteurs

Utilisation d'un taux pour calculer et comptabiliser un ajustement de la VL.

Peut s'appliquer à partir d'un seuil de déclenchement (partial swing pricing) ou à partir du 1^{er} € (full swing pricing).

Avantages

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

Inconvénients

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

La méthode de Swing Pricing avec facteurs

La SdG doit être capable de fournir le swing factor, les thresholds
et de mettre en place une politique claire et stable en la matière.
La mise à jour des facteurs reste peu automatisée,
une mise à jour "massive" des swings factors par de nombreux clients
et de façon simultanée (ex en cas de forte perturbation de marché)
est porteuse de risques (erreurs)
et d'allongement des délais de traitement des VL.
Point d'attention 1 : méthode qui induit une volatilité dans la VL.
Point d'attention 2 : en cas de fonds multi share classes, la reprise de la
provision peut s'effectuer sur des coefficients différents
par rapport à la dotation.

Limites et restrictions

Solution alternative privilégiée car elle est déjà implémentée chez tous les administrateurs de fonds, et est sans impact chez le centralisateur qui reçoit et applique une VL swinguée à la collecte.

Conclusion

C.3) Outils de gestion des risques de liquidité - La méthode de Swing Pricing avec repricing

Prise en compte dans le calcul de la VL des prix de liquidation ou d'investissement par ajustement des prix de valorisation des lignes de portefeuille.

Peut s'appliquer à partir d'un seuil de déclenchement (partial swing pricing) ou à partir du 1^{er} € (full swing pricing).

Avantages

Avantage pour le gestionnaire uniquement avec une affectation ligne à ligne.

Inconvénients

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

La méthode de Swing Pricing avec repricing

Limites fortes en matière d'outil comptable, qui doit être capable de revaloriser un portefeuille au bid, mid et ask le même jour.
Limites de capacité d'exécution des équipes.
Point d'attention : méthode qui induit une volatilité dans la VL.

Limites et restrictions

Pour l'administrateur de fonds, cette méthode reste une possibilité mais reste à l'heure actuelle celle qui est la moins privilégiée. Elle est en revanche sans impact pour le centralisateur qui reçoit et applique une VL swinguée à la collecte.

Conclusion

D.1) Comparatif des méthode Swing Pricing et ADL – Au quotidien

	ADL	Swing Pricing
Centralisateur - T/A	Collecte estimée	Collecte estimée
Administrateur de fonds	VL « normale »	Application du swing → VL swinguée
SdG	→ Détermination du taux de droits ADL Validation VL	Validation VL swinguée
Centralisateur - T/A	Dépouillement des S/R avec application du taux ADL fourni par la SdG	Dépouillement « normal » des S/R

D.2 Comparatif des méthode Swing Pricing et ADL – Les différences

	ADL	Swing Pricing
Calcul VL	Process standard	Process spécifique
Dépouillement des S/R	VL publiée + droits	VL publiée
Coûts de réaménagement du portefeuille	Extériorisés	Dans la VL
Impact sur volatilité de VL	Non	Oui

E) Outils de gestion des risques de liquidité – Les Gates

« Le mécanisme de plafonnement des rachats (**Gates**) permet d'étaler temporairement les demandes de rachats sur plusieurs valeurs liquidatives, dès lors qu'elles excèdent un certain niveau préalablement déterminé. Ce mécanisme est un des outils à disposition pour gérer le risque de liquidité dans l'intérêt exclusif des porteurs, à condition de l'avoir prévu dans les documents constitutifs. » Mise en œuvre sur les FCPE et fonds maîtres-nourriciers reportée à fin 2024.

Avantages

Le mécanisme permet à la SdG d'honorer l'ensemble des rachats des investisseurs sur plusieurs valeurs liquidatives, et éviter la suspension du fonds.
Meilleure gestion de la liquidité du fonds sur plusieurs VL.

Inconvénients

Mécanisme semi-automatisé nécessitant une communication des parties prenantes dans des délais contraints (décision de la SdG d'appliquer les Gates), traitement des ordres proratés et reportés et suivi sur le règlement/livraison des ordres proratés.
Pour les porteurs sortants, étalement de la réception de la trésorerie.

La méthode Gates

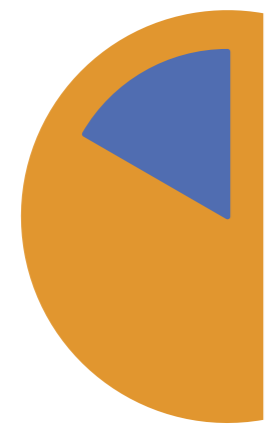
La SdG doit être capable de prendre sa décision de déclencher les gates dans un délai contraint (en général 2h maximum après réception de l'état de collecte estimé).
Le traitement des gates est semi-automatisé entre les parties prenantes (SdG/centralisateur/TCC) :
volume maximum de 100 gates par jour pour toute la Place.
Certains acteurs traitent encore leurs ordres de S/R manuellement.

Solution déclenchée par les SdG en situation de crise.
Activations rares
(par exemple, crise immobilière en 2023 :
50 gates activés sur la Place).

Limites et restrictions

Conclusion

F) Évolution du marché



Mise en œuvre :
très peu

ADL

Mise en œuvre technique et opérationnelle en cours auprès du CSD, des centralisateurs et teneurs de comptes conservateurs de la Place, ne permettant pas le déploiement de ce mécanisme à ce jour.



Mise en œuvre :
19% **de fonds (*)**

SWING PRICING

Volume d'activations régulier au quotidien – en conditions de marché normal



Mise en œuvre :
54,3% **de codes isin (*)**

GATES

Volume d'activations depuis juillet 2023 : 82 activations réalisées uniquement sur fonds OPCI centralisés par Caceis, BNP Paribas, SGSS et ODDO.

(*) : exclus du périmètre : les MMF, les FCPE, les fonds de Private Equity et Real Estate

G) Conclusion

Renforcement de la mise en œuvre des outils de gestion des risques de liquidité à prévoir à horizon Q1 2026 avec obligation de mettre de place à minima 2 mécanismes d'outils de gestion de risques de liquidité dans la liste ci-dessous :

- ① **Gate (étalement des ordres de rachats sur plusieurs VL)**
- ② **Swing pricing (intégration dans la VL du coût de liquidité)**
- ③ **ADL (frais acquis exceptionnels pour prise en compte du coût de la liquidité)**
- ④ **Rachat en nature – paiement des rachats en titres (clients professionnels uniquement)**
- ⑤ **Commission de rachat acquise au fonds**
- ⑥ **Préavis : extension du mécanisme existant ***
- ⑦ **« Dual pricing » : VL de souscriptions et VL de rachats ***

Par rapport à cette directive, sont également attendus des RTS et des Guidelines qui préciseront les modalités d'application et choix des États membres d'aménager cette liste de mécanismes.

* Outils nécessitant étude de faisabilité pour mise en œuvre.

H) Documentation

- ❖ AFG Guide professionnel Swing pricing – Charte de bonne conduite

<https://www.afg.asso.fr/afg-document/swing-pricing-charte-de-bonne-conduite/>

- ❖ AMF Doctrine 2017– 05

[DOC-2017-05_VF3_LMT2_0.pdf \(amf-france.org\)](https://www.amf-france.org/fr/actualites/2017/05/05/DOC-2017-05_VF3_LMT2_0.pdf)

- ❖ Projet de directive

<https://www.consilium.europa.eu/media/67845/st14932-en23.pdf>

I) Glossaire

ADL :	Anti-Dilution Levy
AdF :	Administrateur de Fonds
AFG :	Association Française de la Gestion financière
AIFMD2 :	Alternative Investment Fund Manager Directive Amendée
AMF :	Autorités des Marchés Financiers
CSD :	Central Securities Depository
FPM :	France Post-Marché (anciennement AFTI)
OPC :	Organisme de Placement Collectif
OST :	Opérations sur Titres
SDG :	Société de Gestion
S/R :	Souscriptions/Rachats
TA :	Transfer Agent
TCC :	Teneur de Compte Conservateur
VL :	Valeur Liquidative