

SWING PRICING CHARTE DE BONNE CONDUITE

2016 mise à jour novembre 2020

Novembre 2020



SOMMAIRE

1. OBJECTIFS DE LA CHARTE	2
2. PRINCIPES GÉNÉRAUX	2
3. DISPOSITIONS COMMUNES	3
3.1 Méthodologie de calcul	3
3.2 Gouvernance	4
3.3 Prévention et gestion des conflits d'intérêts	4
3.4 Documentation réglementaire, information des porteurs et transition pour les fonds existants	5
4. DISPOSITIONS PARTICULIÈRES CONCERNANT LE SWING PRICING	5
4.1. Utilisation de la valeur liquidative, communication	5
4.2. Comptabilisation du Swing Pricing	5
ANNEXES	6
Annexe 1. Glossaire	6
Annexe 2. Exemples de calcul	6

1. OBJECTIFS DE LA CHARTE

Cette Charte a pour objectif de définir et de promouvoir des standards quant à l'utilisation du *Swing Pricing* et des Droits d'Entrée et Sortie Ajustables Acquis aux OPC.

- 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.

Ces deux mécanismes permettent de conforter l'égalité des porteurs.

Elle s'applique à tout Organisme de Placement Collectif, c'est à dire OPCVM ou FIA, pour lequel la Société de Gestion adhérente aura décidé de mettre en place ces mécanismes.

2. PRINCIPES GÉNÉRAUX

Le *Swing Pricing* et les Droits d'Entrée et Sortie Ajustables Acquis aux OPC (ci-après "Droits Ajustables") sont des mécanismes visant à réduire pour les porteurs détenant les titres de l'OPC les coûts de réaménagement de portefeuille liés aux souscriptions ou aux rachats, en affectant tout ou partie de ces coûts aux porteurs entrant et/ou sortant.

Ils sont destinés à être utilisés en situation normale de marché.

Ces mécanismes peuvent n'être appliqués que pour des mouvements de passif significatifs.

Les coûts pris en compte peuvent inclure les frais de transactions, les taxes associées et le coût de la liquidité.

- L'utilisation de ces mécanismes n'exonère pas la société de gestion de ses obligations en termes de meilleure exécution, de gestion de la liquidité, d'éligibilité des actifs et de valorisation des OPC. Leur mise en place ne doit pas modifier la politique d'investissement et de sélection de titres, notamment en matière de liquidité et de valorisation.

Hormis certains coûts administratifs mineurs pouvant être engendrés par la mise en place du dispositif, l'utilisation des Droits Ajustables ou du *Swing Pricing* ne génère pas de coûts supplémentaires pour l'OPC : ces mécanismes se traduisent uniquement par une répartition des coûts différente entre les porteurs.

- Il est de la responsabilité de la société de gestion de définir les porteurs concernés par ce type de dispositif, de définir la typologie des OPC pour lesquels elle est susceptible d'appliquer ces mécanismes, de définir la méthode, de la mettre en œuvre et de la contrôler selon les principes édictés dans la présente Charte. Ces éléments sont décrits dans une Politique de *Swing Pricing* et de Droits Ajustables que la société de gestion tient à jour.

La société de gestion doit également identifier et gérer les conflits d'intérêt potentiels liés à l'utilisation de ces mécanismes.

3. DISPOSITIONS COMMUNES

3.1 Méthodologie de calcul

L'établissement de la valeur liquidative "swinguée" ou des Droits Ajustables peut se décomposer en deux étapes : l'estimation du coût total pour l'OPC lié aux souscriptions / rachats, puis la répartition de ce coût total entre les porteurs présents, entrant et sortant. La phase de détermination des coûts est identique pour le *Swing Pricing* et pour les Droits Ajustables.

La nature des coûts pris en compte et la méthodologie retenue pour leur estimation et leur répartition sont de la responsabilité de la société de gestion qui les documente dans le cadre de sa politique de *Swing Pricing* et de Droits Ajustables.

Par la suite, on utilise les notations suivantes :

N : nombre de parts avec souscriptions et rachats

S : nombre de parts souscrites

R : nombre de parts rachetées ($R > 0$)

VL_{brute} : valeur de part "brute", calculée avant application du *Swing Pricing*

VL_{swing} : valeur liquidative par part après application du *Swing Pricing*

$DA_{souscription}$: droits ajustables par part applicables aux souscriptions

DA_{rachat} : droits ajustables par part applicables aux rachats

C : coût de réaménagement estimé du portefeuille (exprimé en montant)

À titre d'illustration, des exemples cohérents avec ces principes sont donnés en annexe 2.

3.1.1 Estimation du coût total lié aux souscriptions et rachats

Le coût de réaménagement estimé du portefeuille est établi sur la base du solde net des souscriptions et rachats.

Ce coût de réaménagement peut refléter :

- les transactions effectivement réalisées dans le cadre du mouvement de souscription ou de rachat ;
- un investissement ou un désinvestissement théorique au prorata des actifs présents en portefeuille ;
- un investissement ou un désinvestissement théorique au prorata de l'indicateur de référence de l'OPC.

Pour estimer ce coût de réaménagement du portefeuille, la société de gestion peut se baser sur des coûts (frais de transaction, fourchette achat-vente, taxe, frais de règlement-livraison) par classe d'actifs, par segment de marché (pays, secteur, maturité), par nature d'instruments ou par titre. Elle établit ces paramètres de calculs soit quotidiennement, soit périodiquement, cette période ne pouvant excéder 6 mois.

L'estimation des coûts doit être effectuée de manière documentée et sur des données justifiables.

Par ailleurs, l'estimation du coût de liquidité prend en compte la politique de valorisation de l'OPC (valorisation en "mid", en "bid").

3.1.2 Répartition du coût : cas du *Swing Pricing*

Dans le cas du *Swing Pricing*, le coût de réaménagement précédemment estimé est intégré à la valeur liquidative au prorata de l'encours de l'OPC, soit un impact total de $C*N/|S-R|$.

Il impacte la valeur liquidative à la hausse si les souscriptions nettes sont positives, à la baisse dans le cas contraire. La valeur liquidative par part est donc :

■ si $S > R$: $VL_{swing} = VL_{brute} + C / (S - R)$

■ si $S = R$: $VL_{swing} = VL_{brute}$

■ si $S < R$: $VL_{swing} = VL_{brute} - C / (R - S)$

3.1.3 Répartition du coût : cas du *Swing Pricing* avec Seuil de Déclenchement

Dans le mécanisme de *Swing Pricing* avec Seuil de Déclenchement, le *Swing Pricing* n'est appliqué qu'au-delà d'un certain seuil, mais s'applique bien sur la totalité de l'actif :

■ si $S - R > SEUIL_{souscription}$: $VL_{swing} = VL_{brute} + C / (S - R)$

■ si $SEUIL_{souscription} \geq S - R \geq SEUIL_{rachat}$: $VL_{swing} = VL_{brute}$

■ si $SEUIL_{rachat} > S - R$: $VL_{swing} = VL_{brute} - C / (R - S)$

La politique de *Swing Pricing* précise les règles quant à la définition des seuils. Ces règles peuvent prévoir des seuils variables (notamment en fonction des conditions de liquidité) afin d'ajuster le mécanisme aux conditions de marché et de limiter les possibilités pour un porteur d'optimiser ses mouvements grâce à sa connaissance du mécanisme.

Par ailleurs, la politique de *Swing Pricing* peut prévoir de ne pas appliquer le *Swing Pricing* sur la valeur liquidative de clôture.

3.1.4 Répartition des coûts : cas des Droits Ajustables

Les deux règles de répartition suivantes sont notamment acceptées :

- Coût porté intégralement par les porteurs entrant ou intégralement par les porteurs sortant :
 - si $S > R$, $DA_{\text{souscription}} = C/S$ et $DA_{\text{rachat}} = 0$
 - si $S < R$, $DA_{\text{souscription}} = 0$ et $DA_{\text{rachat}} = C/R$
- Coût porté au prorata par les porteurs entrant et les porteurs sortant :
 - $DA_{\text{souscription}} = C / (R + S)$ et $DA_{\text{rachat}} = C / (R + S)$

De même que pour le *Swing Pricing* avec Seuil de Déclenchement, la société de gestion peut prévoir des seuils, définis dans la politique de Droits Ajustables, en-deçà desquels l'OPC ne prélève pas les Droits Ajustables.

La méthodologie pourra être adaptée pour distinguer le coût de réaménagement selon les modes de souscription ou rachat ; elle pourra par exemple distinguer le coût des souscriptions par apport de titres du coût des souscriptions en numéraire afin de les imputer en conséquence aux souscripteurs concernés. La Politique de Droits Ajustables pourra également prévoir la prise en compte d'un solde de souscription et rachat net pour les porteurs effectuant des mouvements en sens opposé sur une même valeur liquidative.

Précision pour les ETF

Par dérogation à ce qui précède, s'agissant des ETF qui traitent en direct avec des participants autorisés, et pour lesquels les coûts sont confirmés alors que les ordres sont encore révocables, les coûts sont déterminés en considérant chaque ordre indépendamment. Dans ce cadre, pour estimer le coût de réaménagement du portefeuille, la société de gestion peut se baser sur des coûts (frais de transaction, fourchette achat-vente, taxe, frais de règlement-livraison) par classe d'actifs, par segment de marché (pays, secteur, maturité), par nature d'instruments ou par titre. Elle établit ces paramètres de calcul soit quotidiennement, soit périodiquement, cette période ne pouvant excéder six mois.

L'estimation des coûts doit être effectuée de manière documentée et sur des données justifiables.

Par ailleurs, l'estimation du coût de liquidité prend en compte la politique de valorisation de l'OPC (valorisation en "mid", en "bid"...).

3.2 Gouvernance

La société de gestion définit sa politique de *Swing Pricing* ou de Droits Ajustables. Dans ce cadre, elle précise notamment la nature des coûts qu'elle prend en compte, leur méthodologie d'estimation, ainsi que les règles quant à la répartition de ces coûts entre les porteurs entrant, sortant ou restant. Elle établit les paramètres nécessaires à cette méthodologie sur la base de critères documentés et justifiables et les révisé sur un rythme *a minima* semestriel. Elle documente l'ensemble des méthodologies et calculs de manière à en permettre la traçabilité et s'assure de leur historisation.

Elle identifie les risques spécifiques au *Swing Pricing* et aux Droits Ajustables et met en place un dispositif de contrôle adapté.

3.3 Prévention et gestion des conflits d'intérêts

La société de gestion met en place les procédures permettant d'identifier et de gérer les conflits d'intérêts liés au *Swing Pricing* ou aux Droits Ajustables, notamment en s'assurant que la connaissance d'un flux de souscription ou de rachat n'est pas mise à profit pour bénéficier de conditions de souscription ou de rachat plus avantageuses. La politique de *Swing Pricing* et de Droits Ajustables ne doit pas altérer le principe de valorisation à cours inconnu.

Les situations de conflits suivantes doivent notamment être prises en compte :

- utilisation au bénéfice d'un OPC, d'un client ou du compte propre de la société de gestion, de la connaissance d'un mouvement de passif pour réaliser une opération de passif en sens opposé dans des conditions avantageuses ;
- utilisation au bénéfice d'un OPC, d'un client ou du compte propre de la société de gestion, de la connaissance détaillée de paramètres de *Swing Pricing* ou de Droits Ajustables pour réaliser des mouvements de passif dans des conditions avantageuses ;
- souscription ou rachat par un OPC ou pour le compte propre de la société de gestion d'un OPC soumis au *Swing Pricing* afin de faire augmenter ou baisser sa valeur liquidative et influencer ainsi sur sa performance, et plus particulièrement sur son classement par rapport à d'autres OPC.

Par ailleurs, les opérations réalisées dans le marché dans le cadre des souscriptions ou rachats dans des OPC soumis au *Swing Pricing* ou aux Droits Ajustables sont soumises à la politique de meilleure exécution de la société de gestion.

3.4 Documentation réglementaire, information des porteurs et transition pour les fonds existants

3.4.1 Documentation réglementaire

La société de gestion informe l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et le commissaire aux comptes de l'OPC de la mise en place du *Swing Pricing* ou des Droits Ajustables et tient à leur disposition les procédures préalablement établies.

3.4.2 Information des porteurs

La société de gestion indique dans ses documentations réglementaires le recours au *Swing Pricing* ou aux Droits Ajustables. Elle indique notamment les principes généraux de la méthodologie choisie. Par ailleurs, elle ne communique pas de paramètres qui soient assez précis et récents pour permettre à un porteur de moduler sa stratégie de souscription ou de rachat afin de bénéficier de conditions plus avantageuses et ainsi réduire l'efficacité de ce dispositif. En particulier, la société de gestion ne communique pas (par écrit ou oralement) les niveaux courants des seuils de déclenchement. Dans cet objectif, elle veille notamment à ce que les circuits d'information internes soient restreints afin de favoriser la préservation du caractère confidentiel de cette information.

Les principes mis en œuvre pour le *Swing Pricing* sont décrits dans le cadre des règles d'évaluation et de comptabilisation du prospectus. L'impact du *Swing Pricing* sur le SRRI peut, le cas échéant, être signalé dans le narratif expliquant le niveau de risque de l'OPC.

Les Droits Ajustables sont mentionnés dans la rubrique "Frais" du DICI.

3.4.3 Transition pour les fonds existants

La mise en place du *Swing Pricing* dans un OPC s'assimilant à une précision des règles d'évaluation et de comptabilisation des actifs, elle fait l'objet d'une information par tout moyen. Cette information sera reprise lors du prochain reporting du fonds.

La mise en place de Droits Ajustables dans un OPC fait l'objet d'une information particulière avec possibilité de sortie sans frais.

4. DISPOSITIONS PARTICULIÈRES CONCERNANT LE SWING PRICING

4.1 Utilisation de la valeur liquidative, communication

La valeur liquidative "swinguée" est la seule valeur liquidative de l'OPC. Elle seule est communiquée aux porteurs.

Ainsi, la société de gestion publie dans ses documentations réglementaires des indicateurs de performance et de risque calculés sur la valeur liquidative "swinguée". En particulier, l'indicateur de risque synthétique (SRRI) est calculé sur cette base.

Toutefois, par exception, les commissions de sur-performance sont calculées avant application du *Swing Pricing* afin de ne pas percevoir de rémunération sur une sur-performance qui ne serait pas liée à la gestion mise en place dans l'OPC (l'application de commissions de sur-performance sur une VL "swinguée" aurait par ailleurs pour impact de réduire l'ampleur du *Swing Pricing* au prorata du taux de partage de performance, réduisant ainsi les bénéfices du *Swing Pricing* en termes d'équité entre porteurs). La performance totale reçue par le porteur inclut donc d'une part les effets du *Swing Pricing*, et d'autre part la rémunération variable éventuelle de la société de gestion. La méthodologie doit être dûment documentée et les calculs auditables.

4.2 Comptabilisation du Swing Pricing

Dans le cas général où la méthodologie employée ne permet pas de déduire un prix pour chaque titre du portefeuille, le *Swing Pricing* est obtenu par le passage du montant correspondant sur un compte d'ajustement.

Dans le cas particulier où la méthodologie employée 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, le *Swing Pricing* peut être obtenu par application de ces prix à la valorisation de chaque ligne concernée.



ANNEXE 1. GLOSSAIRE

- **Swing Pricing** : 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 détenant des titres de l'OPC, le coût de réaménagement de portefeuille lié aux mouvements de passif.
- **Swing Pricing avec Seuil de Déclenchement** : ce terme est préféré à celui, plus ambigu, de "Swing Pricing partiel". Dans le cas du Swing Pricing avec Seuil de Déclenchement, le Swing Pricing n'est appliqué que si la variation de passif nette dépasse un seuil prédéterminé, mais sur la totalité de l'actif.
- **Seuil de Swing** : en cas de Swing Pricing avec Seuil de Déclenchement, le seuil au-delà duquel le Swing Pricing est appliqué. Les seuils à la hausse et la baisse peuvent différer. Le seuil peut être exprimé en montant, en nombre de parts ou en pourcentage de l'actif.
- **Facteur de Swing** : ajustement apporté à la Valeur Liquidative Pricing, exprimé en pourcentage de la Valeur Liquidative avant application du Swing Pricing.
- **Droits d'Entrée et de Sortie Ajustables Acquis aux Fonds** : mécanisme par lequel les droits d'entrée et de sortie sont ajustés 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.
- **Droits d'Entrée et de Sortie Ajustables Acquis aux Fonds avec Seuil de Déclenchement** : dans ce cas, le mécanisme n'est appliqué que si la variation de passif nette dépasse un seuil prédéterminé.
- **Seuil d'application des Droits d'Entrée et de Sortie Ajustables Acquis aux Fonds** : seuil au-delà duquel le mécanisme est appliqué. Les seuils à la hausse et la baisse peuvent différer. Le seuil peut être exprimé en montant, en nombre de parts ou en pourcentage de l'actif.

ANNEXE 2. EXEMPLES DE CALCUL

À titre d'illustration, les exemples suivants sont cohérents avec les principes édictés supra.

On reprend les notations définies précédemment :

N : nombre de parts avant souscriptions et rachats

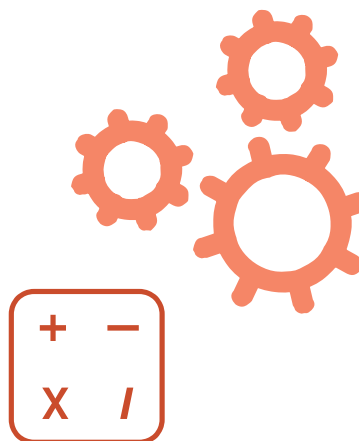
S : nombre de parts souscrites

R : nombre de parts rachetées ($R > 0$)

VL_{brute} : valeur de part "brute", calculée avant application du Swing Pricing ou des droits ajustables

VL_{swing} : valeur liquidative par part après application du Swing Pricing

C : coût de réaménagement estimé du portefeuille (exprimé en montant)



Exemple 1

Hypothèses

OPC : OPC valorisé en *mid* avec un indice de référence obligataire.

Estimation du coût : coût de la liquidité uniquement ; mesurée par les fourchettes *bidask* quotidiennes par titre ; basée sur l'hypothèse d'un investissement / désinvestissement au prorata des positions en portefeuille.

Coût de réaménagement

- si $S > R$: $C = (S - R) * \sum Quantitei * (ASKi - MIDi) / N$
 - si $S < R$: $C = (R - S) * \sum Quantitei * (MIDi - BIDi) / N$
- ou *Quantitei*, *BIDi*, *ASKi* et *MIDi*, désignent les quantités, *bid*, *ask* et *mid* des titres dans l'OPC.

Valeur Liquidative “Swinguée”

- si $S > R$: $VL_{swing} = VL_{brute} + \sum Quantitei * (ASKi - MIDi) / N = \sum Quantitei * ASKi / N$
- si $S < R$: $VL_{swing} = VL_{brute} - \sum Quantitei * (MIDi - BIDi) / N = \sum Quantitei * BIDi / N$

ce qui revient à calculer la valeur liquidative sur des *bid* ou des *ask*.

Exemple 2

Hypothèses

OPC : OPC valorisé en *mid* avec un indice de référence obligataire crédit zone euro.

Estimation du coût : coût de la liquidité uniquement ; la société de gestion estime trimestriellement une fourchette *bidask* moyenne pour le marché crédit de la zone euro ; basée sur l'hypothèse d'un investissement / désinvestissement au prorata de l'indice.

Coût de réaménagement

- si $S > R$: $C = VL_{brute} * (S - R) * FOURCHETTE / 2$
 - si $S < R$: $C = VL_{brute} * (R - S) * FOURCHETTE / 2$
- ou *FOURCHETTE* désigne le *bidask* moyen.

Valeur Liquidative “Swinguée”

- si $S > R$: $VL_{swing} = VL_{brute} * (1 + FOURCHETTE / 2)$
- si $S < R$: $VL_{swing} = VL_{brute} * (1 - FOURCHETTE / 2)$

ce qui revient à appliquer un “facteur de *swing*” d'une demi-fourchette.

Exemple 3

Hypothèses

OPC : OPC action euro flexible.

Estimation du coût : taxe uniquement (applicable à la vente et dans un pays seulement) ; basée sur l'hypothèse d'un investissement / désinvestissement au prorata des positions en portefeuille.

Coût de réaménagement

- si $S > R$: $C = 0$
- si $S < R$: $C = VL_{brute} * (R - S) * TAXE * EXPO_PAYS$

ou *TAXE* est la taxe applicable (en %) et *EXPO_PAYS*, l'exposition courante de l'OPC au pays concerné (en %).

Valeur Liquidative “Swinguée”

- si $S > R$: $VL_{swing} = VL_{brute}$
- si $S < R$: $VL_{swing} = VL_{brute} * (1 + TAXE * EXPO_PAYS)$

ce qui revient à appliquer un “facteur de *swing*” uniquement à la baisse.

Exemple 4

Hypothèses

OPC : OPC obligataire.

Estimation du coût : coût de la liquidité uniquement ; mesurée par l'écart entre les cours de transaction et les cours de valorisation ; basée sur les transactions réelles effectuées pour le réaménagement de l'OPC.

Coût de réaménagement

- si $S > R$: $C = \sum Quantitei * (TRANSACTIONi - VALORISATIONi)$
- si $S < R$: $C = \sum Quantitei * (VALORISATIONi - TRANSACTIONi)$

ou *Quantitei*, *VALORISATIONi* et *TRANSACTIONi* se rapportent aux titres effectivement traités dans le cadre du réaménagement de l'OPC.

L'Association Française de la Gestion financière (AFG) représente et promeut les intérêts des professionnels de la gestion pour compte de tiers. Elle réunit tous les acteurs du métier de la gestion d'actifs, qu'elle soit individualisée (mandats) ou collective. Ces derniers gèrent plus de 4 000 milliards d'euros d'actifs, soit un quart du marché de la gestion d'Europe continentale.

L'AFG remercie l'ensemble des membres du groupe de travail qui ont participé à l'élaboration de ce guide, et en particulier Guy LODEWYCKX, Amundi, qui a dirigé ce groupe rattaché à la Commission Risk Management de l'AFG, présidée par Christophe LEPITRE, Ofi AM. Adina GURAU-AUDIBERT, AFG, a coordonné ces travaux.

Publication réalisée par le pôle Gestion d'Actifs de l'AFG
Adina Gurau Audibert, Directrice du pôle Gestion d'actifs | T : +33 (0) 44 94 94 31 | a.gurau.audibert@afg.asso.fr
