

## **Foire aux questions**

# **Le *Swing Pricing* : la protection des porteurs contre l'effet de dilution des fonds**

**Septembre 2016**

## Préambule : principes fondamentaux adoptés par Mirova

Soucieuse de préserver l'intérêt de ses porteurs sur le long terme, Mirova a choisi de déployer le mécanisme de *swing pricing* selon les modalités préconisées par la charte de l'Association française de la gestion financière (AFG) et par l'Association luxembourgeoise des fonds d'investissement (ALFI).

La mise en œuvre du *swing pricing* concerne uniquement les fonds ayant intérêt à bénéficier de ce mécanisme. Les porteurs peuvent notamment consulter le prospectus pour obtenir cette information.

Cette foire aux questions vise à répondre aux différentes questions des porteurs présents ou potentiels relatives au fonctionnement du mécanisme et de ses impacts. Il s'applique aux clients professionnels et non professionnels au sens de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF).

- Ce document est disponible sur le site internet de Mirova à l'adresse suivante :  
<http://www.mirova.com/fr-FR/Mirova/Engagements/SWING-PRICING>
- Ce document est également disponible sur demande auprès de la Direction des Services à la Distribution en lui adressant un courriel à l'adresse [nam-service-clients@am.natixis.com](mailto:nam-service-clients@am.natixis.com) ou par voie postale à : Mirova – Direction « des Services Clients à la Distribution » - 21 Quai d'Austerlitz – 75634 PARIS CEDEX 13
- Ou auprès de votre contact commercial local NGAM.

## Glossaire <sup>1</sup>

**Fourchette de prix ou 'Bid-Ask'** : le montant par lequel le prix de la demande ('Ask') excède le prix de l'offre ('Bid'). C'est essentiellement la différence entre le prix le plus haut qu'un acheteur est prêt à accepter pour un titre et le prix le plus bas qu'un vendeur est prêt à accepter pour vendre ce même titre.

L'importance de la fourchette dépend principalement de la liquidité disponible sur ce titre.

**Cotation de la demande ou 'Ask'** : c'est le prix qu'un vendeur est prêt à accepter pour son opération sur un titre (appelé aussi prix de la demande). La cotation Ask inclut aussi généralement le nombre de titres disponibles à la vente à ce prix.

**Cotation de l'offre ou 'Bid'** : c'est le prix qu'un acheteur est prêt à accepter pour une opération sur un titre (prix de l'offre). Comme pour la cotation Ask, la cotation Bid inclut également le nombre de titres disponibles à l'achat à ce prix.

**Collecte nette** : correspond à la valeur nette des souscriptions/rachats et transferts reçus par l'Agent Centralisateur sur un fonds à une date donnée.

**Dilution** : la réduction en valeur d'un fonds, et par conséquent de la valeur liquidative des parts, qui se produit à la suite de la collecte nette effectuée à une valeur liquidative qui ne reflète pas complètement l'impact des investissements/désinvestissements associés à l'échange de titres réalisés par le gestionnaire de fonds.

**Swing total** : avec ce modèle, la valeur liquidative est ajustée à chaque fois qu'il y a des mouvements au passif du fonds, sans distinction de la taille des ordres de souscriptions/rachats reçus. Le sens du swing (à la hausse ou à la baisse) est déterminé par le montant de la collecte nette du jour.

**Valeur liquidative (VL)** : la valeur liquidative d'un fonds correspond à l'actif net divisé par le nombre de parts en circulation.

**Swing partiel** : avec ce modèle, la valeur liquidative du fonds est « swinguée » seulement lorsque la collecte nette pour un jour donné dépasse un certain seuil déterminé (le seuil de déclenchement). Comme pour le swing total, le sens du swing est déterminé par le montant de la collecte nette du jour.

**Coefficient d'ajustement « swing factor »** : le coefficient d'ajustement (qui s'exprime normalement en pourcentage) est le montant par lequel la valeur liquidative est ajustée en vue de protéger les porteurs existants du fonds de l'effet de dilution causé par les mouvements au passif du fonds. Le swing factor est appliqué dès lors que le seuil de déclenchement est atteint (pour le swing partiel) ou pour tout mouvement au passif (pour le swing total).

Le swing factor peut aussi être considéré comme un outil d'ajustement.

**Seuil de déclenchement** : c'est le niveau de la collecte nette exprimé en pourcentage de la valeur liquidative ou en montant absolu du fonds (parfois les deux). C'est à partir de ce seuil que le mécanisme de swing pricing partiel s'appliquera.

Les éléments qui influencent la détermination de ce seuil sont décrits ci-après dans ce document.

**Valeur liquidative non « swinguée »** : c'est la valeur liquidative sur laquelle il n'y a pas eu d'ajustement.

<sup>1</sup> source Mirova et lignes directrices de l'ALFI sur le swing pricing

## Qu'est-ce que la dilution<sup>2</sup>?

Au sein d'un fonds (ou d'un portefeuille), l'achat et la vente de titres entraînent des frais de transaction tels que les frais d'intermédiation, des taxes et impôts, ainsi que des effets d'écart (liquidité) en lien avec la politique de valorisation du fonds.

Des effets d'écart se produisent lorsque la valeur liquidative (VL) du fonds est calculée à partir du prix négocié à la clôture. Quand le gérant du portefeuille achète des titres, il le fait sur la base de la cotation Ask, et lorsqu'il vend des titres de son portefeuille, il le fait sur la base de la cotation Bid.

Les clients qui investissent dans un fonds sont exposés à un effet de dilution du fait des activités de négociation du gérant en vue d'atteindre les objectifs d'investissement définis dans le prospectus du fonds. Les porteurs présents sont exposés à cet effet de dilution en maintenant leurs placements dans le fond.

## Comment le *swing pricing* protège-t-il les porteurs présents ?

L'objectif du *swing pricing* est de compenser l'effet de dilution pour les porteurs présents, en faisant supporter aux porteurs entrants et sortants leur quote-part des frais de transaction et de liquidité. Le *swing pricing* est un mécanisme par lequel la VL est ajustée à la hausse si le solde net des flux reçus est positif, ou bien à la baisse si le solde net des flux reçus est négatif, et cela à partir d'un seuil de déclenchement à fréquence de calcul de la VL.

En partant du principe qu'un faible montant de souscriptions/rachats des porteurs n'entraîne pas des coûts de transaction significatifs, Mirova a opté pour un modèle de *swing pricing* partiel avec seuil de déclenchement (*swing* partiel). Le mécanisme de protection par *swing pricing* ne sera donc activé qu'à partir d'un certain seuil de déclenchement (à savoir, en considérant le solde net de souscriptions/rachats de tous les porteurs, évalué en pourcentage de l'actif net du fonds).

En pratique, cela signifie que si la collecte nette pour un fonds concerné n'atteint pas le seuil de déclenchement, la VL ne sera pas « swinguée ».

Entrées nettes ou sorties nettes sous le seuil	Entrées nettes au-dessus du seuil	Sorties nettes au-dessus du seuil
Pas de swing	Swing à la hausse	Swing à la baisse

<sup>2</sup> La dilution correspond à tous les frais d'opérations de bourse encourus pour l'achat ou la vente de titres : frais de transaction, écarts entre le prix de l'offre et de la demande de ces titres sur les marchés, et taxes et impôts.

Ce mécanisme a pour but de toujours protéger les intérêts des investisseurs déjà présents dans le fonds.

- Lorsqu'un investisseur rachète ses parts un jour où la collecte nette sur le fonds dépasse le seuil de déclenchement de rachat, le prix qu'il recevra sera ajusté à la baisse du *swing factor* sur la cotation Bid.
- Lorsqu'un investisseur souscrit un jour où la collecte nette sur le fonds dépasse le seuil de déclenchement de souscription, le prix qu'il paiera sera ajusté à la hausse du *swing factor* sur la cotation Ask.
- Lorsqu'un investisseur souscrit un jour où la collecte nette sur le fonds dépasse le seuil de déclenchement de rachat, le prix qu'il paiera sera ajusté à la baisse du *swing factor* (donc en sa faveur).
- Lorsqu'un investisseur rachète ses parts un jour où le prix de la valeur liquidative est « swingué » à la hausse en raison de souscriptions générées par d'autres investisseurs, il rachètera ses parts à une valeur liquidative augmentée à son avantage.

### Quelle est la méthode de calcul de la valeur liquidative « swinguée » ?

À fréquence de calcul de la VL, le montant de souscriptions/rachats net est calculé en pourcentage de l'actif net du fonds. Si ce montant dépasse un seuil prédéfini, le mécanisme s'applique au niveau du fonds. Dans le cadre de la mise en œuvre, toutes les catégories d'actions/parts du fonds sont ajustées dans le même sens, à la hausse ou à la baisse, et selon un même pourcentage.

En cas de dépassement du seuil de déclenchement (en pourcentage), le fonds fait l'objet d'une valorisation normale, conformément aux politiques d'évaluation définies dans le prospectus du fonds. Le *swing factor* est ensuite appliqué afin d'ajuster la valeur liquidative à la hausse en cas d'entrées nettes, ou à la baisse en cas de rachats nets.

Dans la pratique, les porteurs ne sauront pas à quel moment la valeur liquidative a été ajustée, et ce afin de préserver l'égalité des porteurs. En cas d'ajustement, le *swing factor* est inclus dans la valeur liquidative publiée. À fréquence de calcul de la VL, les porteurs continueront de disposer de la valeur liquidative publiée, que celle-ci ait fait l'objet d'un ajustement ou non. Aucune information ne sera communiquée pour préciser si la valeur liquidative a été ajustée.

## Comment les niveaux des coefficients d'ajustement (*swing factors*) et seuils de déclenchement sont-ils fixés ?

Un comité, dédié à la gestion du *swing pricing*, est responsable de la validation du calibrage des paramètres du *swing pricing* incluant les seuils de déclenchement et les coefficients d'ajustement des fonds concernés. Ces paramètres sont revus périodiquement, au moins tous les trimestres.

### **Swing factors :**

C'est le montant par lequel la valeur liquidative est ajustée. Il peut être différent en fonction du type de fonds concerné et par exemple des écarts et des coûts associés à la vente et à l'achat de titres sur ces marchés spécifiques.

Pour déterminer le *swing factor*, les éléments suivants sont pris en considération :

- La fourchette Bid-Ask qui est le facteur clé à inclure dans le coefficient d'ajustement
- Les frais de courtage nets payés par le fonds
- Les frais de transaction du dépositaire
- Les taxes et impôts éventuels sur les transactions
- Les frais de souscription ou de rachat sur les fonds sous-jacents le cas échéant
- Tout *swing factor*, montant dilué ou écart appliqué sur les fonds sous-jacents ou instruments dérivés le cas échéant.

### **Seuils d'ajustement :**

Le comité *swing pricing* détermine les seuils pour les fonds concernés à un niveau pour lequel il estime que cela protège les porteurs existants, tout en minimisant la volatilité sur la valeur liquidative, et veille à ne pas ajuster celle-ci lorsque les impacts de dilution sur le fonds ne sont pas significatifs. Chaque fonds peut avoir un seuil de déclenchement différent.

Pour déterminer les seuils de déclenchement, les éléments suivants sont pris en considération :

- La taille du fonds
- Le type et la liquidité des titres dans lesquels le fonds investi
- Les coûts, et par conséquent les impacts de la dilution, par rapport aux marchés sur lesquels le fonds investi
- La politique d'investissement du fonds et la mesure dans laquelle celui-ci peut détenir des liquidités (ou assimilées) ou, *a contrario*, être totalement investi en titres.

## Les paramètres de *swing pricing* peuvent-ils être divulgués ?

Conformément aux lignes directrices de l'AFG, Mirova ne divulguera pas les paramètres de *swing pricing* relatifs aux fonds domiciliés en France ou au Luxembourg dont elle assure la gestion. Mirova a mis en place les procédures visant à restreindre l'accès aux paramètres et aux flux de souscriptions/rachats et à identifier les éventuels conflits d'intérêts.

## La mise en œuvre du *swing pricing* génère-t-elle des coûts supplémentaires ?

« *Le swing pricing ne génère pas de coûts supplémentaires pour l'OPC. Le mécanisme se traduit uniquement par une répartition des coûts différente entre les porteurs<sup>3</sup>.* »

Il s'agit d'un outil qui vise à ce que les porteurs présents n'assument pas les frais de transaction lorsque le gérant doit effectuer des transactions en raison des souscriptions/rachats effectués par les porteurs entrants et sortants du fonds.

## Le *swing factor* s'appliquera-t-il à toutes les parts ?

Lorsqu'il est utilisé, le *swing pricing* s'applique à tout le fonds, et a donc des incidences sur toutes les parts, même si les entrées/sorties à l'origine du déclenchement du *swing pricing* n'ont eu lieu que dans une catégorie de parts, et cela pour protéger les porteurs et leur garantir une égalité de traitement.

## Quel est l'impact du *swing pricing* sur la mesure des risques et de la performance telle qu'elle est communiquée dans le reporting ?

Les indicateurs de performance et de risque sont calculés sur la base de l'unique valeur liquidative qui peut être « swinguée ».

L'application du mécanisme a donc un impact sur le niveau de volatilité affiché par l'organisme de placement collectif (OPC) ainsi que ponctuellement sur le niveau calculé de performance. L'effet ponctuel du *swing pricing* sur la valeur liquidative n'étant pas lié à la gestion, les frais de surperformance sont calculés avant l'application de cette méthode.

---

<sup>3</sup> Charte de Bonne Conduite pour le Swing Pricing et les Droits d'Entrée et de Sortie Ajustables Acquis aux Fonds, AFG, 2014.