

Foire aux questions Swing Pricing

La protection des porteurs contre l'effet de dilution des fonds

Préambule

Principes fondamentaux adoptés par VEGA Investment Solutions

L'AMF autorise depuis le 24 juin 2014 le Swing Pricing en France pour les OPCVM et FIA. Soucieuse de préserver l'intérêt de ses investisseurs sur le long terme, VEGA Investment Solutions a choisi de déployer ce mécanisme sur un périmètre d'OPC selon les modalités préconisées par l'AFG.

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 avoir cette information.

Cette Foire Aux Questions vise à répondre aux différentes questions des porteurs portant sur le fonctionnement du mécanisme et sur ses impacts. Il s'applique aux clients professionnels et non professionnels au sens de la Directive MIF. Ce document est disponible sur le site Internet de VEGA Investment Solutions et également sur demande écrite à l'adresse service-clients@vega-is.com ou par voie postale à :
VEGA Investment Solutions, 43 avenue Pierre Mendès-France CS 414 432 75 648 Paris Cedex 13

Définition des termes clés

Swing Pricing

Le swing pricing est un mécanisme par lequel la valeur liquidative (« VL ») est ajustée à la hausse (respectivement à la baisse) si la collecte nette est positive (respectivement négative). La VL ajustée est dite « swinguée » et elle est utilisée à la fois comme valeur de souscription et valeur de rachat.

Collecte nette

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

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 VL du fonds est swinguée seulement lorsque la collecte nette pour un jour donné dépasse un certain seuil déterminé (i.e. le seuil de déclenchement).

Seuil de déclenchement du Swing Pricing

Le seuil de déclenchement du swing est le montant de collecte nette (exprimé en % de l'actif net du fonds, en nombre de parts ou en montant) nécessaire au déclenchement du procédé de Swing Pricing.

Swing Factor

Le swing factor est un coefficient multiplicateur correspondant au rapport entre la VL « swinguée » et la VL « brute ». Ce coefficient correspond au coût de réaménagement du portefeuille dans le cadre des transactions effectivement réalisées lorsqu'il y a des mouvements de souscription ou de rachat égaux ou supérieurs au seuil de déclenchement. Le calcul du swing factor pourra se baser sur les éléments suivants par fonds :

- Fourchette des prix Bid-Ask
- Frais de transaction / frais de courtage / Commissions de mouvement
- Taxes et droits de timbre

Fourchette 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.

Qu'est-ce que la dilution ?

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

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

Le swing pricing est un mécanisme par lequel la VL est ajustée à la hausse (respectivement à la baisse) si le solde net des flux reçus est positif (respectivement négatif) à partir d'un seuil de déclenchement à fréquence de calcul de la VL.

En partant du principe qu'un faible montant de souscription/rachat des porteurs n'entraîne pas des coûts de transactions significatifs, VEGA Investment Solutions a opté pour un modèle de swing pricing partiel avec seuil de déclenchement. La protection par swing pricing ne se déclenchera donc 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 ».

Collecte nette, positive ou négative, sous le seuil	Collecte nette positive et au-dessus du seuil	Collecte nette négative et au-dessus du seuil
Pas de swing	Swing à la hausse	Swing à la baisse

Ce mécanisme a pour but de 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 VL est swingué à la hausse en raison de souscriptions générées par d'autres investisseurs, il rachètera ses parts à une VL 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 pour 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 ou pas.

Comment les niveaux des coefficients d'ajustement (swing factor) et seuils de déclenchement son-ils-fixés ?

VEGA Investment Solutions a mis en place un Comité dédié à la gestion du Swing Pricing, et qui 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.

Le coefficient par lequel la valeur liquidative est ajustée (swing factor) varie selon le type de fonds et est revu au minimum semestriellement.

Le seuil de déclenchement est également revu au minimum semestriellement. Le comité définit donc le seuil de déclenchement à un niveau qui puisse protéger les porteurs, tout en minimisant la volatilité de la valeur liquidative et en s'assurant que la valeur liquidative n'est pas ajustée lorsque l'effet de dilution sur le fonds est jugé peu significatif.

Le Comité Swing Pricing est présidé et animé par le département des Risques de VEGA Investment Solutions et encadré par une Gouvernance bien définie (Pricing Policy, Modes Opératoires, Gestion de la Confidentialité, etc...).

Swing Factor

C'est le montant par lequel la VL est ajustée. Il peut être différent en fonction du type de fonds concerné, selon la thématique de gestion. Par exemple, un fonds obligataire de type High Yield est susceptible d'avoir un Swing Factor plus important qu'un fonds d'obligations souveraines de la zone euro, au regard de la liquidité et des coûts d'achat des titres sur leurs marchés respectifs.

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 dilués ou écarts appliqués 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 VL, et veille à ne pas ajuster la VL 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 investit ;
- Les coûts et par conséquent les impacts de la dilution, par rapport aux marchés sur lesquels le fonds investit ;
- La politique d'investissement du fonds et dans quelle mesure celui-ci peut détenir des liquidités (ou assimilées) où à contrario, être totalement investi en titres.

Peut-on se procurer les paramètres de swing pricing ?

Conformément à la réglementation, VEGA Investment Solutions ne divulguera pas les paramètres de swing pricing et 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 les porteurs. Le mécanisme se traduit uniquement par une répartition des coûts différente entre les porteurs¹. Il s'agit d'un outil qui vise à ce que les porteurs présents n'assument pas les frais de transactions lorsque le gérant doit effectuer des transactions en raison des souscriptions/rachats effectuées par les porteurs entrants et sortants du fonds.

¹ *Charte de Bonne Conduite pour le Swing Pricing et les Droits d'Entrée et de Sortie Ajustables Acquis aux Fonds, AFG, publiée en 2014 et amendée en 2016*

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 les mesures de risques et de performance communiqués 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.

Comment puis-je me renseigner sur le swing pricing ?

Les porteurs sont invités à se mettre en contact avec leur correspondant privilégié pour toute information complémentaire ou à adresser leur demande à l'adresse service-clients@vega-is.com

VEGA Investment Solutions

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP-04000045 en date du 30 juillet 2004.

Société Anonyme à Conseil d'Administration au capital de 2 869 638,25 €, enregistrée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le n° 353 690 514, bénéficiaire de l'identifiant unique REP papiers n° FR417367_01UEPO délivré par l'ADEME, dont le siège social est sis 43, avenue Pierre Mendès France 75013 Paris (01 58 19 09 80 / service-clients@vega-is.com).