



## Académie de Comptabilité

### A la rentrée, ça va swinguer dans les fonds d'investissement !

Sylvie MALECOT

Président de Millenium – Actuariat & Conseil

Membre du Club des Investisseurs de Long Terme du Centre des Professions Financières

« *Heureux les hommes qui, pour jouir de la vie, n'ont besoin ni d'espérer, ni de prévoir.* »

Giacomo CASANOVA

La rentrée financière sera swing !

Notre propos ne fait pas référence aux désordres récents de la bourse chinoise, qui a généré un regain de volatilité sur tous les marchés d'actions. Nous n'évoquerons pas non plus les secousses passagères que pourrait provoquer le prochain scrutin grec.

Notre souci est d'évoquer une pratique qui se met en place de manière croissante depuis quelques mois : le *swing pricing*.

Les dernières versions des Directives AIFM, puis UCITS, ont expressément prévus deux mécanismes d'ajustement des valeurs liquidatives :

- ✓ **Le *swing pricing***, ou « valeur liquidative ajustée », laisse la possibilité au fonds de mettre en place un ajustement de la valeur liquidative à la hausse ou à la baisse, afin de compenser les coûts liés à l'achat ou la vente de titres de nouveaux souscripteurs. Il existe une variante, le ***swing pricing avec seuil de déclenchement***, terme 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. 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.
- ✓ **L'*Anti Dilution Levy (ADL)***, ou « commissions de souscription/rachat compensatrices », qui laisse la possibilité de mettre en place des commissions de souscription et de rachat variables, acquises au fonds, non négociables et applicables à tous, afin de compenser les coûts liés à l'achat ou la vente de titres, par de nouveaux souscripteurs.

L'utilisation des deux mécanismes a été validée par l'Autorité des Marchés Financiers, dans la publication en juillet 2013 du « Guide des mesures de modernisation apportées aux placements collectifs français ».

Le fondement de cette réglementation est simple : lors de rachats dans un fonds, le gérant doit procéder à la vente d'instruments présents à l'actif, pour dégager les liquidités nécessaires à la gestion de l'opération au passif, ce qui peut générer des coûts (frais de transactions et écarts de prix d'achat/vente des titres) pour les investisseurs existants, et en particulier ceux investissant à long



terme. De même, lors de souscriptions significatives, cela prend du temps avant d'investir les liquidités, ou peut contraindre le gérant à effectuer des achats rapidement à un moment qui ne lui semble pas optimal. De fait, les porteurs historiques du fonds, en supportant les coûts induits par les souscriptions et les rachats des investisseurs entrant et sortants, subissent un risque de dilution de la performance.

Avant la mise en œuvre du *swing pricing*, il n'existait en France qu'une solution : la mise en place de commissions de souscriptions et/ou de rachats acquises au fonds, mais seul un taux de commissionnement fixe était autorisé. Cette mesure manquait de précision puisque le taux de commission, fixé préalablement au lancement du fonds, pouvait être inférieur ou supérieur aux coûts réellement engendrés par les mouvements de portefeuille, notamment en période de forts élargissements des fourchettes de prix d'achat/vente.

Désormais, on recalcule une valeur liquidative unique tenant compte des flux nets : la valeur liquidative est calculée sur la base des prix d'achat des actifs (« *ask* ») en portefeuille, en cas de souscriptions nettes (montant des souscriptions supérieur à celui des rachats), et inversement, sur la base des prix de vente des actifs (« *bid* »), en cas de rachats nets sur le fonds.

Cette pratique a pour avantage de conserver une unique valeur liquidative, la « **valeur liquidative swinguée** », à chaque date de calcul, tout en lui impactant ces écarts de cours afin de supprimer leurs impacts sur la performance à long terme du fonds. Dans cette situation, il n'y a bien qu'une unique valeur liquidative qui est calculée en prix d'achat ou de vente des actifs en fonction des mouvements de passif du fonds. Pourtant, souscriptions et rachats sont effectués sur des valeurs liquidatives différentes, calculées sur les *bid/ask* suivant les flux nets reçus par le fonds.

Le recours à ces mécanismes est désormais autorisé, de façon optionnelle, à condition toutefois que les sociétés de gestion mettent en œuvre les mesures nécessaires au respect d'un certain nombre de bonnes pratiques en la matière : l'Association Française de la Gestion a publié en 2014 une « Charte de Bonne Conduite pour le Swing Pricing et les droits d'entrée et de sortie ajustables ».

Il s'agit notamment de s'assurer que le recours à ces techniques ne vient pas percuter le principe de « meilleure exécution » applicable au gérant, ou encore que ce dernier est en mesure de détecter et prévenir les risques d'arbitrage liés aux variations des valeurs liquidatives en fonction des mouvements de passif.

L'adoption de ces mécanismes ne requiert pas d'agrément de l'AMF, mais nécessite une information préalable des souscripteurs, leur offrant la possibilité de sortir sans frais, dans la mesure où le niveau de frais de souscription ou rachat (ou équivalent économique) pourrait être augmenté.

Le caractère optionnel du recours au *swing pricing* va limiter le nombre de fonds –FIA ou OPC – qui y seront soumis. Les mécanismes seront vraisemblablement construits pour n'être activés qu'en cas de mouvements de passif significatifs.

Néanmoins, les classes d'actifs « périphériques » seront probablement fortement impactées. On pense au crédit obligataire « Haut Rendement », aux obligations convertibles, aux actions small et mid caps, et peut-être aux fonds investis sur les marchés émergents, ou sur des actifs spécifiques, telles que les actions de mines d'or, ou les fonds sectoriels.



On imagine que le mécanisme de *swing pricing* s'appliquera principalement en cas de rachat massif sur un fonds, dans une période de marché troublée.

Mais, dans ce cas, soit les actifs sous-jacents subissent une forte volatilité, soit ils deviennent purement et simplement illiquides, et ne se traitent plus. Plus de la moitié des actions chinoises de la Bourse de Shanghai ont demandé une suspension de cotation en juillet dernier, et certaines ne cotent toujours pas six semaines plus tard. On se souvient de la difficulté à traiter des obligations d'émetteurs bancaires au dernier trimestre 2008, et même de la quasi-impossibilité de trouver un prix sur des titres subordonnés Tier 1 ou Upper Tier 2.

Dès lors, dans ces phases de crise, qui peuvent durer plusieurs mois, comment évaluer le coût de réaménagement estimé du portefeuille, qui servira de base d'ajustement pour le calcul de la valeur liquidative « swinguée » ?

En pratique, dans le cas de rachats importants, ce coût de réaménagement devrait refléter :

- ✓ les transactions effectivement réalisées dans le cadre du mouvement de rachats nets ;
- ✓ un désinvestissement théorique au prorata des actifs présents en portefeuille ;
- ✓ un désinvestissement théorique au prorata de l'indice de référence du fonds, pour respecter les marges de *tracking-error* autorisées.

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

L'existence de ces mécanismes aurait-elle pu enrayer les rachats massifs sur les fonds « monétaires dynamiques » en 2007, ou sur les fonds de fonds alternatifs, dits ARIA 3, en 2008 ?

On peut en douter. L'évaluation en *swing pricing* sur des fonds de *hedge funds* qui, eux-mêmes, ne savaient comment coter et gérer l'érosion de leurs passifs, n'aurait pu être réalisée qu'avec un niveau élevé d'incertitude, voire d'aléatoire. Et le recours final aux « *gates* », puis aux « *side-pockets* » n'aurait sans doute pas pu être évité.

Par ailleurs, la mise en place du mécanisme de *swing pricing* pose crument la question de la valorisation.

Il n'a échappé à personne que la régulation impose de plus en plus aux investisseurs de long terme une appréciation de leurs portefeuilles en valeur de marché, alors même que leur horizon de gestion suppose une capacité à résister aux mouvements d'humeur des marchés financiers, et même une aptitude avérée à investir dans des phases baissières.

Les normes comptables IAS-IFRS requièrent une valorisation essentiellement en valeur de marché, quand les normes françaises comptabilisent les actifs des assureurs en prix d'acquisition. Une valorisation « *market consistent* » est exigée par le modèle de calcul de besoin en fonds propres des Directives Solvabilité II et IORP, avec, en outre, une requête de transposition des actifs des fonds.

Mais, côté producteurs, on autorise désormais les sociétés de gestion à recourir à des valorisations « swinguées », c'est-à-dire modifiées, sur la base d'évaluations théoriques et de modélisation du coût de réaménagement du portefeuille.



La valeur de marché fait-elle encore sens dans ce cas ?

Certes, la société de gestion agit dans un cadre strict : elle définit sa politique de *swing pricing* ou de droits ajustables. Dans ce cadre, elle se doit notamment de préciser 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 met en place un dispositif de contrôle adapté.

La valeur liquidative « swinguée » est la seule valeur liquidative du fonds qui est communiquée. Difficile donc pour le porteur d'évaluer la réalité du coût prélevé pour le réaménagement du portefeuille. De plus, la volatilité de la valeur liquidative du fonds peut désormais ne pas refléter uniquement celle des titres détenus en portefeuille, en raison de l'application du mécanisme d'ajustement. Comparer les volatilités de fonds, sans mécanisme d'ajustement, ou avec des règles de *swing pricing* différentes, devient un exercice difficile.

La mise en place du *swing pricing* ne génère pas de coûts supplémentaires pour le fonds lui-même : le mécanisme se traduit uniquement par une répartition des coûts différente entre les actionnaires. Ce sont donc les investisseurs, qui souscrivent ou qui rachètent leurs actions du fonds, qui supportent les coûts liés aux transactions effectuées à l'actif du fonds, en raison des mouvements de souscriptions et rachats au passif de celui-ci. A un moment où le régulateur renforce ses exigences en matière de transparence sur les frais des fonds, cela paraît quelque peu à contre-courant.

De plus, clairement, on s'éloigne de la valeur économique d'un fonds, liée aux valeurs de marché des actifs qui le composent, elles-mêmes basées sur la rencontre entre des prix acheteurs et des prix vendeurs.

Alors que les assureurs et caisses de retraite améliorent depuis des années leur gestion actif-passif, pour être à même de faire face à des mouvements de passif - que ce soit en assurance-vie ou en assurance dommages -, les sociétés de gestion cherchent à s'affranchir de cette contrainte, en instaurant des mécanismes d'ajustement de la valeur liquidative. Paradoxe pour le moins surprenant.

Quelle sera dès lors la réaction des premiers, clients structurels des fonds de gestion collective, devant cette nouvelle évolution de la gestion ?

Verront-ils cette évolution comme indolore pour leur propre gestion ?

Pour les porteurs d'Unités de Compte, les nouvelles règles de gestion s'appliqueront obligatoirement aux porteurs du contrat d'assurance, qui ne pourront pas sortir de manière neutre, s'ils refusent les nouvelles règles de gestion du fonds. Les fonds acceptant le *swing pricing* ou les droits ajustables doivent-ils pour autant devenir inéligibles au statut de support d'unité de compte ? Rien n'est moins sûr, puisque l'objectif de la démarche est de lisser la valeur liquidative, en cas de mouvements



importants de passif. Cela relève d'une protection accrue du porteur « dormant » et fidèle, et donc de l'assuré final.

L'existence de mécanismes de *swing pricing* deviendra-t-elle un critère d'exclusion à l'encontre des fonds concernés de la part des investisseurs institutionnels ? Avec pour conséquence, sans doute, l'exclusion de certaines classes d'actifs ? Et peut-être le rejet de sociétés de gestion qui généraliseraient le mécanisme à un grand nombre de leurs fonds ?

Quelle nouvelle approche doit-on avoir des fonds de fonds ? Si plusieurs fonds sous-jacents sont soumis à *swing pricing*, avec des règles différentes de mise en œuvre, et la mise en place ou non de seuils de déclenchement, il deviendra de plus en plus difficile d'anticiper l'espérance de performance du fonds de fonds, qui sera tout autant liée aux mouvements de passif des fonds sous-jacents, qu'aux marchés financiers et aux qualités d'analyse du gérant.

Un premier bilan fin 2015 permettra de mesurer le nombre et les encours des fonds, qui mettent en place *swing pricing* et droits ajustables, de manière globale, et par classes d'actifs.

Les mesures d'ajustement des valeurs liquidatives étaient attendues des gérants d'actifs, et figuraient dans les conclusions des travaux de compétitivité souhaitées par le Comité de place (Rapport final sur la transposition de la Directive AIFM et le développement de la gestion innovante en France » publié le 15 juin 2012).

Elles sécurisent sans nul doute les gérants, en limitant l'impact sur la performance financière de la gestion actif-passif. Mais seront-elles réellement considérées comme une évolution positive par les porteurs de fonds, puisque les clients qui restent investis bénéficient d'une meilleure protection ?

*Achévé de rédiger le 29 août 2015*

**Sylvie Malécot**



## Millenium - Actuariat & Conseil



### **Millenium - Actuariat & Conseil**

7, Rue Greffulhe

92300 - Levallois-Perret

Tel : 06 48 78 53 21

[smalecot@millenium-ac.com](mailto:smalecot@millenium-ac.com)