



## Ordres VWAP – Assouplissements par l'AMF

À la suite de nombreuses consultations de place, et en attendant une réforme plus profonde qui sera introduite lors de la transposition de la directive européenne Marchés d'instruments financiers (directive du Parlement et du Conseil n° 2004/39/CE du 21 avril 2004, JOUE, L 145/1 du 30 avril 2004), l'AMF reconnaît l'utilisation, sous certaines réserves, de la technique des ordres dits VWAP (*volume weighted average price*) (arrêté du 12 novembre 2004, JO du 24 novembre 2004), technique déjà largement utilisée par les professionnels mais dont l'exécution était souvent « délocalisée » à Londres afin de ne pas contrevenir à la réglementation française. En effet, cette technique, pour être reconnue, doit être compatible avec la règle de concentration des ordres sur un marché réglementé, étant entendu que cette disposition a vocation à disparaître dans les prochains mois lors de la transposition de la directive MIF précitée, pour être remplacée par celle de « meilleure exécution ». Ainsi, en l'état actuel de la réglementation, il ne peut être dérogé à l'obligation de centralisation des ordres sur les marchés réglementés que dans les cas suivants : le donneur d'ordre n'est pas un résident français, le montant de l'ordre est supérieur à 7,5 millions d'euros, la transaction entre dans le cadre d'une convention complexe.

De manière synthétique, on peut définir un ordre VWAP comme une instruction aux termes de laquelle un investisseur demande à un prestataire de services d'investissement (PSI) qu'une quantité spécifiée de titres lui soit « répondue » (c'est-à-dire dont les conditions d'exécution ont été confirmées, alors même que l'opération n'a pas encore été présentée sur le marché) à un prix qui sera déterminé ultérieurement au regard de critères définis contractuellement par les parties. Ces critères permettent l'établissement d'un prix par titre correspondant au prix moyen pondéré des transactions constatées pour le titre en cause sur un marché déterminé. La période de temps prise en considération pour établir ce prix moyen pondéré peut aller de quelques minutes à

quelques heures, la journée de bourse, voire même plusieurs séances de bourse : en tout état de cause, elle ne commence que postérieurement à l'acceptation de l'opération par l'intermédiaire. Les ordres VWAP présentent la particularité d'offrir aux investisseurs la certitude de conférer à leur prix d'exécution un caractère « d'indiscutabilité » relative puisque reflétant un prix moyen de marché adossé sur une base plus ou moins large en fonction de la période de temps utilisée comme référence. En ce sens, on peut s'interroger sur leur influence quant à la pertinence du prix sur le marché. En pratique, l'on distingue les « *Guaranteed VWAP* » et les « *Target VWAP* ». Les *Guaranteed VWAP* sont les ordres par lesquels un investisseur demande à un intermédiaire de s'engager définitivement dès la réception de l'ordre par rapport à un prix VWAP (ils font peser sur l'intermédiaire un risque de mauvaise exécution de l'ordre), alors que les *Target VWAP* sont les ordres par lesquels un investisseur indique qu'il prendra pour référence de la qualité d'exécution de son ordre le prix VWAP.

Dans le cadre de la consultation publique sur le Règlement général, et afin de préserver la compétitivité de la place de Paris, l'AFEI avait proposé des aménagements afin que les ordres VWAP puissent, sous certaines conditions, être exécutés en dehors des marchés réglementés. Aux termes de la nouvelle règle, l'exécution des ordres VWAP est autorisée sous deux conditions : le montant de la transaction envisagée est égal ou dépasse 500 000 €, et la transaction est, à la demande du client, réalisée à un prix convenu à l'avance ne s'écartant pas de plus de 1 % du prix moyen pondéré des transactions constatées, pour le titre concerné, sur un marché réglementé pendant une période de temps définie contractuellement, qui commence au plus tôt au moment de l'accord des parties sur les termes de l'ordre, cet accord pouvant, le cas échéant, préciser la nature des transactions prises en compte pour la fixation de ce prix de référence. Cette nouvelle dérogation – dont le deuxième élément constitue la définition même de l'ordre VWAP – n'a pas été



HUBERT  
DE VAUPLANE  
BNP Paribas  
Université Paris II  
Panthéon-Assas

sans soulever des difficultés sur le calcul du prix de référence. Convient-il ou non de laisser aux parties le soin de définir le mode de calcul du prix de référence ? Ne faut-il pas au contraire encadrer le calcul du prix de référence et l'écart autorisé par ce prix ? C'est finalement cette deuxième option qui a été retenue, ce qui peut se comprendre en l'état actuel du droit positif, mais qui devrait – on peut l'espérer – laisser place à une totale liberté contractuelle entre les parties lorsque l'obligation de concentration des ordres aura disparu. En effet, il n'y a pas de raisons objectives de limiter juridiquement les possibilités de déroger au prix du marché central ; par contre, le prestataire sera tenu d'appliquer la règle de « meilleure exécution » à son client, tout au moins lorsqu'il ne s'agit pas d'une contrepartie éligible au sens de la directive MIF précitée, et devra dans tous les cas appliquer les règles du droit du contrat : équité, loyauté et bonne foi.

“ L'AMF souhaite ouvrir une réflexion globale sur les règles et la transparence de la commercialisation des produits financiers auprès des épargnants. ”

### Consultation AMF relative aux conseillers en investissements financiers

La loi de sécurité financière du 2 août 2003 a posé le cadre de la nouvelle profession de conseiller en investissements financiers (CIF) et a laissé le soin à l'AMF de définir dans son règlement général :

- les conditions de compétence des conseillers en investissements financiers ;
- les règles de bonne conduite qui devront servir de base à celles qu'édicteront les associations professionnelles ;
- les critères d'agrément de ces associations ;
- les modalités de transmission à l'AMF et de mise à jour des listes de CIF tenues par chaque association professionnelle.

Une première consultation publique lancée le 3 juin 2004 a permis de recueillir les avis des associations professionnelles, des professionnels de la gestion ou du monde bancaire, des consommateurs et des investisseurs sur les principales orientations proposées par l'AMF. Le 30 novembre 2004, le Collège de l'AMF a décidé la mise en consultation du projet de règlement général qui expose les conditions d'accès à la profession de conseiller en investissements financiers, les règles de bonne conduite qu'il devra respecter et les conditions d'agrément des associations représentatives. En ce qui concerne la trans-

parence des conditions de commercialisation des produits par les CIF, le projet de règlement général prévoit que, lors de l'entrée en relation, soient clairement indiqués au client les termes de la rémunération du service de conseil, ainsi que l'ensemble des liens commerciaux qui unissent les CIF et les établissements promoteurs de produits. En parallèle, dans le but d'assurer une égalité du jeu concurrentiel entre les différentes professions concernées, l'AMF souhaite ouvrir une réflexion globale sur les règles et la transparence de la commercialisation des produits financiers auprès des épargnants. Seront, à cette occasion, analysés les moyens de traiter des situations de conflits d'intérêts qui peuvent survenir lors de la fourniture d'un conseil sur un produit financier.

### Communication financière « sous embargo ».

#### Responsabilité des émetteurs

Depuis déjà de nombreuses années, la pratique a vu se développer en matière de communication et d'information financières au marché la procédure du « communiqué sous embargo ». Il s'agit pour un émetteur de diffuser auprès d'un certain nombre de personnes limité – généralement des agences de presse et médias, voire parfois des analystes financiers – une information sensible encore non connue du public, en leur demandant de garder celle-ci confidentielle jusqu'à l'expiration d'un délai déterminé (il est souvent demandé de ne procéder à la diffusion au public de l'information qu'à une heure précise, avant l'ouverture du marché ou après sa clôture). Une certaine dérive de cette pratique a pu apparaître avec certains émetteurs qui, plutôt que de gérer eux-mêmes les conditions de confidentialité de leur communication, ont préféré transférer la gestion de cette confidentialité aux médias et agences de presse en imposant à ces derniers des délais d'embargo de plus en plus longs. Il en est alors résulté des erreurs de plus en plus fréquentes. Dans un communiqué de presse (10 novembre 2004), l'AMF rappelle – suite à la constatation à répétition de plusieurs violations de l'embargo procédant d'une erreur matérielle imputable au diffuseur de l'information à l'insu de l'émetteur – que « *le recours à une procédure d'embargo ne dégage pas pour*



autant les dirigeants de leurs responsabilités et obligations en matière de transmission et d'utilisation d'informations sensibles ». L'autorité précise que les dirigeants doivent veiller à ce que l'information soit donnée au marché dans les meilleurs délais et s'assurer que le processus de diffusion est correctement maîtrisé quant au choix du support et à la chronologie de la diffusion, afin d'éviter que des intervenants sur le marché aient connaissance de l'information par d'autres sources que la société. En conséquence, « *la diffusion d'une information sous embargo se fait sous la responsabilité des dirigeants de société* ». C'est en effet à l'émetteur qu'il revient de gérer sa politique de communication ; lorsque celui-ci dispose d'une information sensible, s'il peut en retarder la diffusion contrairement au principe d'information immédiate, c'est à condition de pouvoir en assurer la confidentialité. Or, la pratique d'un engagement de confidentialité ou d'embargo ne permet pas à l'émetteur de s'exonérer de sa responsabilité vis-à-vis du régulateur. Pour autant, les diffuseurs d'information ne sont pas totalement exempts de toute responsabilité : l'AMF précise que les médias exercent une responsabilité particulière dans l'information du public et doivent « *porter une attention toute particulière à l'exploitation et aux modalités de diffusion des informations financières* », le non-respect de ce rappel pouvant conduire à la mise en œuvre de procédures administratives à leur encontre.

## Consultation du CESR sur une possible réglementation des agences de notation

Le CESR a publié le 30 novembre 2004 un document de consultation relatif aux agences de notation (pour une première information, cf. Banque magazine n° 663, p. 75). Ces institutions – au nombre (très) réduit mais dotées d'une (très) grande influence sur le comportement du marché et des investisseurs – font l'objet de toutes les attentions depuis déjà plusieurs mois par les institutions européennes qui se demandent bien comment les appréhender. La première question a trait à leur réglementation : faut-il réglementer les activités des agences de notation, et si oui, comment faire, compte tenu du fait que celles-ci sont déjà placées sous la houlette du régulateur américain. C'est précisément la question que se pose le CESR lorsqu'il précise que l'objectif de son document « *est de savoir s'il existe de quelconques défaillances du marché et s'il faut introduire une forme de reconnaissance ou de réglementation des agences de notation qui, dans leur ensemble, ne sont pas actuellement régulées en Europe* ». Il s'agit donc d'un véritable choix de politique économique : compte tenu du rôle joué par ces agences sur le marché européen, l'Union européenne peut-elle s'en remettre totalement à la seule supervision par la SEC ? L'objectif de cette consultation est de permettre au CESR de donner d'ici au 1<sup>er</sup> avril 2005 son avis à la Commission européenne, qui évaluera ensuite la nécessité ou non de légiférer au niveau européen dans ce domaine. ■



Accédez  
à plus de  
10 000 références  
spécialisées  
en banque,  
finance, économie,  
droit, gestion.