

Hubert de Vauplane
Direction des affaires juridiques
Paribas



Jurisprudence et décisions administratives

CMF. Sanction disciplinaire. Ordres de vente massifs. Décalage des cours. Non-respect de l'intérêt du client et de l'intégrité du marché (oui). Blâme (oui)

Warburg Dillon Read (France) : CMF, 21 juillet 1998 : Revue CMF, n° 12, octobre 1998, p. 37. Voir aussi «Droit des marchés financiers», Litec, n° 1087.

Les opérations de contreparties avec un client ne doivent pas être effectuées au détriment de l'intérêt du client et de l'intégrité du marché.

Quel doit être le rôle d'un intermédiaire de bourse face à un client qui souhaite effectuer une opération portant sur une quantité importante de titres ? Doit-il se contenter de passer l'ordre sur le marché, ou bien doit-il tenir informé son client des possibilités offertes par le marché pour absorber l'opération (on parle alors de «profondeur de marché») ? En effet, un volume important de titres placé sur le marché peut conduire, par manque de liquidité, à un décalage de cours important. Dans quelle mesure ces mouvements peuvent-ils porter préjudice au client ? Tel était le cas soumis à la formation disciplinaire du CMF.

Les négociations de blocs de titres hors marché ne vont pas sans poser quelques difficultés pour les opérateurs. En effet, lorsqu'une opération est répondue à un client en dehors du marché central, elle est généralement effectuée en opération dite de «contrepartie» où l'intermédiaire se met face à son client. L'intermédiaire prend alors une position, par définition en sens inverse de celle de son client, qu'il doit «déboucler», s'il ne veut pas prendre de risque de marché trop longtemps (risque lié à la variation des cours), dans un délai relativement bref (selon les «Règles d'organisation et de fonctionnement de la SBF-Bourse de Paris», ce délai varie de quelques heures à deux jours selon le type d'opération de contrepartie). Ce «débouclage» peut prendre plusieurs formes, même si en générale il donne lieu à une opération en sens inverse sur le marché central, du fait de la plus grande liquidité de celui-ci que les opérations hors bourse. C'est ici que les difficultés commencent pour l'intermédiaire de

bourse : si les titres objets de la transaction ne font pas l'objet d'un volume de négociation suffisant au regard de la position à dénouer, il y a déséquilibre entre les offres et les demandes, risquant alors d'entraîner des variations importantes de cours, et ce d'autant plus que le débouclage doit être réalisé dans un court délai. Ces variations sont-elles normales et légitimes, ou bien peuvent-elles être considérées comme une atteinte à la règle de bonne conduite selon laquelle l'intermédiaire de bourse doit «agir avec équité au mieux des intérêts de (ses) clients et de l'intégrité du marché» (article 58-1° de la loi MAF du 2 juillet 1996 aussi connue sous l'expression anglo-saxonne de «best execution») voire même porter atteinte à la formation des cours ? En effet, si le débouclage de la position de l'intermédiaire conduit à un décalage du marché, l'ordre du client à l'origine de ce débouclage aura été exécuté à un cours sensiblement différent de celui résultant de ce débouclage. En conséquence, peut-on estimer que dans un tel cas l'intermédiaire de bourse a plus tenu compte de ses intérêts propres que de ceux de son client ?

Au cas présent, une société de bourse française, filiale d'un établissement bancaire anglais, lui-même détenu par une banque suisse, avait procédé à des ventes importantes portant sur plusieurs valeurs négociées sur la bourse de Paris. Ces ventes étaient effectuées pour le compte de la maison mère, c'est-à-dire la banque suisse, à la suite d'un accord passé entre celle-ci et un client institutionnel britannique. Le prix de la transaction était fixé en fonction des cours enregistrés sur le marché parisien. La formation disciplinaire du CMF a estimé qu'«en produisant des ordres aussi massifs sur le marché réglementé de la SBF-Bourse de Paris, (la société de bourse) n'avait pas su en prendre en considération l'effet qu'ils ne pouvaient manquer d'avoir sur les cours. La formation a considéré qu'au regard de (la société de bourse), sa maison mère était dans une situation de donneur d'ordre et qu'en l'absence de mention précise des volumes à céder, les instructions données ne constituaient pas de véritables ordres de bourse. Dans ces conditions, les instructions reçues de sa maison mère n'exonéraient pas (la société de bourse) de son devoir d'apprécier l'incidence sur le marché de ses ordres de bourse». En conséquence, le CMF a estimé que la société de bourse avait manqué aux obligations professionnelles définies aux articles 2-6-1 et 2-6-2 du règlement général du CBV

et a décidé de prononcer un blâme assorti d'une sanction pécuniaire de un million de francs à l'encontre de la société de bourse.

Il convient d'approuver cette décision qui rappelle que l'existence de liens capitalistiques entre sociétés ne conduit pas à la disparition de la personnalité morale (or, beaucoup d'activités de marchés des banques sont organisées par lignes de produits, sans véritablement tenir compte des structures juridiques). Elle permet aussi de préciser le contenu de la notion d'«intérêts du client».