

Hubert de Vauplane

La finance décryptée par le droit

« [Pourquoi la Grèce n'est pas juridiquement en défaut ?](#)
 [Dette souveraine : la notion de "défaut partiel" »](#)

Faillite du courtier américain MF Global : Un nouveau problème de supervision aux USA

[les derniers articles](#) | [imprimer](#) | [envoyer a un ami](#)



L'automne 2011 est une mauvaise saison pour la finance internationale. Tous les yeux sont rivés sur la crise de la dette européenne. Mais cette crise a occulté un autre événement important : la faillite du courtier américain en produits dérivés MF Global le 31 octobre 2011. La plus importante faillite d'un établissement financier depuis celle de Lehmann en 2008. Les raisons de cette faillite restent encore obscures mais des soupçons de fraude planent : le courtier, qui s'était engagé dans des opérations spéculatives pour son propre compte en prenant des positions à l'achat sur les titres de la dette européenne, est soupçonné d'avoir utilisé des titres de clients pour couvrir ses propres appels de marge[1]. Dit autrement, il y aurait eu du « tirage sur la masse (« shortfall »), pratique totalement prohibée et qualifiée en France d'escroquerie, et donc sanctionnée pénalement. Plus de 150 000 clients ont vu leurs comptes bloqués, Les enquêtes ouvertes aux Etats-Unis permettront peut-être de déterminer la réalité de ces soupçons[2] et l'objet de ce papier n'est pas de prendre position sur ces accusations mais d'essayer d'expliquer les enjeux de cette faillite.

Le fonctionnement des marchés à terme conduit à ce que les positions prises (à l'achat ou à la vente) par tous les intervenants doivent être couvertes chaque soir par des « appels de marge » (des garanties) destinées à couvrir le risque de contrepartie en cas de défaut avant l'échéance du contrat de la partie qui présente un solde négatif (c'est-à-dire dans le cadre d'une position à l'achat, une différence négative entre le cours du produit dérivé acheté et le cours de ce même instrument lors de la clôture des marchés en fin de journée). Ces appels de marge, qui prennent la forme d'une garantie en titres ou en espèces, sont transférés à la partie présentant un solde positif afin de couvrir son risque. Ce principe de fonctionnement se retrouve dans tous les marchés à terme, qu'il s'agisse de marchés réglementés sous forme de bourse ou de marchés de gré à gré, à la différence que dans le premier cas les appels de marge sont gérés et transférés par la chambre de compensation (MF Global était ainsi adhérent compensateur des plus grandes chambres de compensation) alors que dans les marchés de gré à gré ils sont gérés directement par les parties au contrat. Le métier de MF Global s'apparente à celui d'une société de bourse sur les marchés de valeurs mobilières : celui de passer les ordres de ses clients sur les marchés et de gérer les appels de marge (ou couverture). Il s'agit donc d'une activité d'intermédiation, normalement sans risques. Mais voilà que MF Global, comme la plupart des autres intermédiaires, avait décidé, à côté de cette activité traditionnelle, de développer des opérations de *trading* pour compte propre. Plus risquées donc, mais *a priori* beaucoup plus rémunératrices (cf. Le Monde 3 novembre 2011, p. 2 : « Jon Corzine ou la chute d'un financier sans scrupules »).

Or, et c'est là le point essentiel de ce papier, les règles de fonctionnement de la plupart des marchés au monde obligent les courtiers à séparer les avoirs qu'ils détiennent pour le compte de leurs clients de ceux qu'ils détiennent pour leur propre compte. C'est ce que l'on appelle la « ségrégation des avoirs ». En pratique, cela revient à isoler (compartimenter) les actifs des clients de ceux de l'intermédiaire financier dans les livres de ce dernier. Afin justement en cas de faillite de celui-ci, de ne pas voir les clients des clients tomber dans la « masse » du « failli » et obliger les clients à être traités comme des créanciers ordinaires. Il s'agit donc d'une mesure de protection de l'épargne largement admise.

Lorsqu'une banque, un courtier ou intermédiaire financier fait défaut, les clients de cet établissement s'attendent à ce que les actifs qu'ils ont déposés auprès de celui-ci soient protégés. Et là, les régimes juridiques diffèrent fortement d'un pays à un autre. Certes, la plupart des grands pays connaissent des régimes d'assurance publique, sous forme de Fonds de garantie des dépôts ou des titres qui, jusqu'à un certain montant, garantissent que les avoirs des déposants seront remboursés en cas de défaut. Tel est le cas en Europe qui protège par exemple les dépôts espèces, jusqu'à 100 000 euros. Et dans une mesure différente aux Etats Unis d'Amérique (ainsi, les clients des « brokers dealers américains ne bénéficient pas du régime de protection du *Securities Investors Protection Act* de 1970). Mais derrière ces régimes de protection légaux se cachent de

profondes différences juridiques qu'il est important de connaître.

Deux grandes différences existent ainsi entre d'une part, les régimes européens et les régimes américains : En Europe les clients qui déposent leurs titres chez leurs banques restent propriétaires de ceux-ci. Les déposants ont ce que les juristes appellent un « droit réel » sur ces titres ; aux USA, les clients n'ont plus exactement un tel droit, mais un droit nouveau qui mixte droit réel et droit de créance. La différence est qu'aux USA, les dépositaires ne sont plus « propriétaires » de leurs titres. La deuxième différence est que le principe de ségrégation évoquée est absolu en France au point qu'il s'agit d'un principe dit d'ordre public alors que tel n'est pas le cas aux USA où il est possible d'y déroger. La troisième différence est qu'aux USA, les intermédiaires peuvent dans certaines conditions, utiliser les titres de leurs clients. Une telle chose est impossible en France, sauf accord exprès du client.

Quelles leçons tirer de cette faillite de MF Global ? Tout d'abord, un nouveau défaut de surveillance aux Etats Unis après la fraude Madoff. Comment un courtier aussi important que MF Global a-t-il pu utiliser de façon apparemment frauduleuse les titres de ses clients sans que le régulateur s'en aperçoive ? Ensuite, un régime réglementaire et légal relativement peu protecteur pour les clients institutionnels, y compris les OPCVM et les sociétés de gestion, et donc les épargnants. Enfin, un système juridique où tout est mis en œuvre pour faciliter la « monétisation » des actifs sous forme de titres, au point d'avoir créée un nouveau concept juridique en 1994, celui de « *securities entitlement* » au terme duquel les déposants ne sont plus « propriétaires » de leurs titres.

CQFD : Mieux vaut être déposant en France qu'aux USA !

[1] <http://www.informationclearinghouse.info/article29597.htm>

[2] <http://dealbook.nytimes.com/2011/11/02/the-next-steps-in-the-inquiry-of-mf-global/>

Cet article a été posté le Dimanche 6 novembre 2011 dans la catégorie [Non classé](#). Vous pouvez envoyer un commentaire en utilisant le formulaire ci-dessous.



4 commentaires de “Faillite du courtier américain MF Global : Un nouveau problème de supervision aux USA”

1. *vfred* dit :

[le 7 novembre 2011 à 11:46](#)

Bonjour,

Merci pour ce très bon article. 😊

Voici peut-être un lien en complément :

<http://www.tavakolistructuredfinance.com/MFG.pdf>

[> Nous signaler un contenu illicite](#)

2. *vfred* dit :

[le 7 novembre 2011 à 15:00](#)

Appel de marge pour les clients d'MF Global :

<http://www.zerohedge.com/news/cme-issues-clarification-margins-usheer-more-risk-less-liquidity-mf-aftermath>

[> Nous signaler un contenu illicite](#)

3. *DELVALEE Philippe* dit :

[le 7 novembre 2011 à 17:19](#)

Bonjour

Merci également pour cet excellent article.

Cela montre d'ailleurs que la crise américaine est encore largement devant nous pour l'essentiel ! Et avec un Barak Obama incapable de prendre de la distance face aux lobbys financiers, c'est mal parti.

Amitiés

[> Nous signaler un contenu illicite](#)

4. *roynette* dit :

[le 18 novembre 2011 à 11:14](#)

Il faut lire d'urgence le roman de Thierry Galineau : « Le Bal des Importants ». L'histoire est d'une actualité brûlante : un réseau social de riches (AAA.com) devient progressivement une superpuissance politique et financière qui décide

en 2012 de franchir le pas et d'acheter un pays pour y fonder une société nouvelle. C'est un thriller hyper documenté sur le gotha de la finance et les mécanismes complexes par lesquels l'argent gouverne le monde. La vraie question qui est derrière ce livre, et que nous devrions tous nous poser : jusqu'à quel point la démocratie est-elle soluble dans l'argent ?

A lire absolument !

<http://www.xoeditions.com/Le-Bal-des-Importants>

[> Nous signaler un contenu illicite](#)

Envoyer un commentaire

Nom (mention obligatoire)

Mail (votre mail ne sera pas publié sur le site) (mention obligatoire)

Site Internet

Votre commentaire

Envoyer le commentaire

FLUX RSS 

•

[Accueil du blog](#)



Hubert de Vauplane

Avocat associé dans un cabinet d'affaires américain, Hubert de Vauplane a travaillé plus de 25 ans dans le secteur bancaire et financier, aussi bien en tant que juriste et opérateur en salle de marché.

Avant de rejoindre le Barreau de Paris en septembre 2011, il était directeur juridique et de la conformité du groupe Crédit Agricole S.A.

Il est professeur associé à l'Université de Panthéon – Assas et expert auprès de l'AMF, de la Commission européenne et de la Banque centrale européenne.

Collaborateur régulier de la revue [Banque](#), il est également l'auteur avec Jean-Pierre Bornet d'un traité de [Droit des marchés financiers](#), récompensé en 1999 par un prix de l'académie des sciences morales et politiques.

Vous pouvez poursuivre la lecture sur [son site personnel](#).



• Archives

- [novembre 2011](#)
- [octobre 2011](#)
- [septembre 2011](#)

• Recent Comments

- Benoit Semik dans [Trading Haute Fréquence](#)
- roynette dans [Faillite du courtier américain MF Global : Un nouveau problème de supervision aux USA](#)
- [Hubert de Vauplane](#) dans [Interdiction des Ventes à découvert sur CDS de dettes souveraines](#)
- [Hubert de Vauplane](#) dans [Interdiction des Ventes à découvert sur CDS de dettes souveraines](#)
- ber dans [Interdiction des Ventes à découvert sur CDS de dettes souveraines](#)

© Hubert de Vauplane pour Alternatives Economiques

Ce blog a été conçu avec [WordPress MU](#) pour le site <http://www.alternatives-economiques.fr/>.