

## DÉRIVÉS DE CRÉDIT

# La documentation juridique joue-t-elle son rôle en cas de contentieux ?



**Hubert de Vauplane**  
Directeur juridique  
Calyon

Université  
Paris II -  
Panthéon-Assas

L'efficacité de la documentation juridique dans les activités de transfert de risques de crédit est en cause : outre une complexité croissante, les définitions contenues dans la documentation sont souvent très différentes de celles des contrats sous-jacents ; de plus, des jurisprudences divergentes sur l'interprétation des textes apparaissent en cas de litige entre les parties.

**L**a crise financière que traverse la finance mondiale depuis l'été 2007 est complexe et ses raisons multiples. Cette tempête financière, qui a débuté par une crise de confiance entre les institutions financières conduisant à des problèmes de liquidité dans le secteur bancaire, est particulièrement forte dans les activités de transfert de risques de crédit, notamment dans les dérivés de crédit. L'on verra lors d'une prochaine chronique les leçons juridiques à tirer de cette crise. Mais il est dès à présent intéressant de s'attarder sur l'efficacité de la documentation juridique dans les activités de transfert de risques de crédit et, en particulier, sous la forme de dérivés de crédit, à un moment où les probabilités de contentieux vont croissantes.

### MALAISE ET CONFUSION

La documentation relative aux dérivés de crédit est organisée au sein de contrats cadres globaux régissant toutes formes de produits déri-

vés et de sous jacents (sur actions, matières premières, taux d'intérêt...). L'annexe mise au point par l'ISDA [1], tel que révisé en 2003, à son contrat cadre, est devenue aujourd'hui la norme en la matière. Or, la question est de savoir si cette documentation joue le rôle qu'attendent d'elle les praticiens : à la clarté attendue, répond une certaine confusion ; à l'absence de risque juridique, répond une incertitude juridique. Plus globalement, c'est la fonction même de la documentation juridique dans l'industrie des produits dérivés de gré à gré qui souffre aujourd'hui d'un malaise.

### L'EFFICACITÉ DE LA DOCUMENTATION EN QUESTION

Après des années de croissance en volume et une augmentation de la complexité des opérations, et au moment où la crise financière touche l'industrie des dérivés de crédit, il semble justifié de se poser la question de l'efficacité de la documentation juridique, notamment en cas de

contentieux, même si la question reste largement peu traitée compte tenu des "tabous" qui l'entourent (quant au rôle même de l'ISDA, au silence complice de tous les intervenants et ce, au regard des enjeux financiers liés à cette activité). Tout d'abord, la simplicité de la documentation a disparu : alors qu'en 1998 l'ISDA proposait une standar-

**“Le danger réside d'abord dans les différences entre les définitions contenues dans la documentation ISDA et celles des contrats sous-jacents, en particulier les contrats de prêts.”**

disation de sa "long form confirmation" pour les opérations de dérivés de crédit, suivie en 1999 par un premier jeu de définitions, aujourd'hui pour les mêmes opérations la seule annexe ISDA fait plus de 90 pages et compte 129 définitions, longues parfois de plus d'une page en une seule phrase! Mais le danger vient d'ailleurs.

Ce danger réside d'abord dans les différences entre les définitions contenues dans la documentation ISDA et celles des contrats sous-jacents, en particulier les contrats de prêts [2]. Il peut en résulter que l'exposition à un risque de crédit au travers d'un dérivé de crédit diffère de celle découlant de l'actif sous-jacent. Des économistes (Tolk, en 2001 et Merritt et al. la même année) ont étudié un certain nombre de différences importantes entre l'exposition au risque de crédit inhérente à la plupart des dérivés de crédit communs (tels que les CDS) et les risques sous-jacents. Il semble qu'ils se soient inquiétés des clauses de défaut "technique" (ou *soft default*) des CDS

**“La documentation de plus en plus complexe cherche à traiter par avance tous les cas possibles, comme c'est l'usage dans le type de rédaction des contrats anglo-américains.”**

qui sont beaucoup plus larges que l'interprétation commune du défaut. Ils critiquent abondamment ce que de nombreux juristes ont aussi pointé du doigt, à savoir, tout au moins jusqu'aux nouvelles définitions ISDA de 2003, la rédaction des clauses de restructuration et d'accélération (remboursement anticipé) : les anciennes définitions standards de la restructuration du *swap* sur défaut ne faisaient pas la différence entre "bonne" et "mauvaise" restructuration. De même, l'accélération est un événement particulièrement problématique dans la mesure où celui qui transfère le risque peut le déclencher à son initiative.

À l'inverse, toujours selon les mêmes auteurs, les garanties financières reposent sur une définition étroite des événements de défaut. Certains économistes ont été jusqu'à considérer que le risque de documentation peut être particulièrement grave lorsque les garanties financières sont couvertes par des CDS (Kessler et Levenstein, 2001).

Un autre type courant de risque lié à la documentation provient du règlement du dérivé de crédit lorsqu'existe une marge d'interprétation concernant la nature des actifs livrables. En effet, il est de l'intérêt du prêteur de livrer au vendeur de la protection les actifs les moins chers possible. Des exemples récents ont montré qu'il n'était pas toujours évident que les obligations convertibles soient livrables en raison de leur nature contingente [3].

### **EN CAS DE LITIGE : APPROCHE JURIDIQUE OU ÉCONOMIQUE ?**

Le risque réside ensuite dans l'approche jurisprudentielle en matière de documentation ISDA. Certes, le juge a reconnu aux définitions élaborées par l'ISDA qu'elles représentaient "a comprehensive lexicon governing credit derivatives transactions" [4]. Mais quel doit être le rôle du juge en cas de différends liés à la documentation régissant les relations entre les parties ? Les relations contractuelles entre les intervenants doivent-

**Club**  
**BANQUE**

**Mardi 18 décembre 2007**

## **SEPA : après la mise en place du virement européen, retour d'expériences et perspectives**

Auditorium de la FBF  
18, rue La Fayette  
75009 Paris

**Inscriptions et renseignements :**  
Magali Marchal  
Tél. : 01 48 00 54 04  
Fax : 01 48 24 12 97  
marchal@revue-banque.fr

Partenaire officiel :

 **ERNST & YOUNG**

Présidé par :

 **syrtals**  
SYSTEM INNOVATION

**Président de séance : Laurent Rouillac**, Président-directeur général, Syrtals

**État des lieux : premières analyses sur les tests de mise en œuvre du SCT : difficultés et opportunités**

**Philippe Hélaine**, directeur des financements et de la trésorerie, Groupe Védior France

**Carte bancaire et paiement sans contact : impact de l'Europe des paiements. Quelles innovations techniques et marketing pour demain ?**

**Patrice Hertzog**, responsable systèmes de paiement, Crédit Mutuel-CIC

**SEPA : les objectifs de la BCE**

**Jean-Michel Godeffroy**, directeur général des systèmes de paiement et des infrastructures de marché, BCE

## PRODUITS DÉRIVÉS

## LA RAISON D'ÊTRE DE LA DOCUMENTATION JURIDIQUE

■ S'agissant d'opérations de gré à gré où la liberté contractuelle prévaut, l'industrie a toutefois très vite considéré la nécessité d'harmoniser un minimum le cadre juridique des transactions effectuées en dehors des marchés réglementés où les opérations sont standardisées afin de permettre une compensation entre elles. C'est d'ailleurs sur ce critère de standardisation que la doctrine a pendant longtemps opéré une distinction entre les marchés de gré à gré et les marchés organisés, la chambre de compensation ne pouvant alors intervenir que sur les derniers.

L'harmonisation des transactions standards sur le marché de gré à gré a toutefois autorisé l'apparition de plus en plus fréquente des chambres de compensation dans le processus de réduction des risques de contrepartie, en particulier dans les activités de change (que l'on songe à CLS). Il n'en reste pas moins que ce qui caractérise l'industrie des produits dérivés de gré à gré par rapport aux instruments négociés sur des marchés réglementés ou organisés réside dans la faculté d'adapter les termes de la transaction et de ses conditions financières au cas par cas. Ce qui nécessite le recours à une documen-

tation souple, flexible, et permettant de documenter les opérations avec un minimum d'harmonisation.

L'objectif assigné à cette documentation est de réduire le risque lié à l'utilisation de terminologies différentes en recourant à des contrats préformés (les confirmations) dans lesquelles les choix des intervenants sont limités le plus possible. La difficulté étant alors de définir une terminologie précise et sans ambiguïté tout en maintenant une flexibilité d'utilisation. Le risque est d'enfermer les intervenants dans une documentation ne permettant plus une innovation financière.

Générale à New York en 2007 [7]. Le problème est que, dans un cas presque identique relatif à l'interprétation d'un contrat de dérivés de crédit, le juge anglais n'a pas suivi la même approche. Dans l'affaire *Nomura v. CSFB* en 2003, il a préféré rechercher l'intention des parties au-delà de la lettre du contrat [8]. Ces deux exemples ne sont pas isolés : malgré les efforts de l'ISDA, la documentation relative aux dérivés de crédit reste l'objet de nombreuses interrogations en cas de litige entre les parties.

elles être guidées par l'intention des parties ou par une approche purement et simplement littérale, au risque d'être inéquitable ? Approche juridique ou approche économique ? La question n'est pas neutre au regard d'une documentation de plus en plus complexe qui cherche à traiter par avance tous les cas possibles, comme c'est l'usage dans le type de rédaction des contrats anglo-américains. Sur ce point, on peut noter un commencement de divergence entre le juge américain et le juge anglais. Selon une première approche, plutôt suivie par la plus récente jurisprudence

américaine, l'intention des parties étant reflétée dans la lettre du contrat, dès lors que celui-ci est non équivoque, le juge doit en rester à la lettre du contrat [5]. Les relations entre les parties ne doivent pas être perturbées dès lors que la lettre est claire et sans ambiguïté [6].

L'exemple le plus significatif en la matière est la décision rendue dans l'affaire *Aon Financial Product v. Société*

## UN SILENCE ASSOURDISSANT

Sans doute est-ce là la limite d'une approche qui, au nom de la certitude contractuelle qu'attendent les opérateurs, tente de tout régler par les définitions utilisées dans le contrat. Il y a là une vraie question dont on ne peut que constater un assourdissant silence de la part des associations professionnelles intéressées. ■

“Sans doute est-ce là la limite d'une approche qui tente de tout régler par les définitions utilisées dans le contrat.”

[1] International Swaps and Derivatives Association

[2] Sur ces points et le paragraphe qui suit, cf. J. Kiff, F.L. Michaud et J. Mitchell, “Une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit”, *Revue de Stabilité Financière*, juin 2003, p. 110 et suiv.

[3] *NOMURA INTERNATIONAL Plc v. CREDIT SUISSE FIRST BOSTON INTERNATIONAL* [2003] EWHC 160 (Comm). This ruling relates to whether “convertible bonds” of Railtrack, which went into administrative receivership, were actually “not contingent” in the ISDA's definitions of characteristics of a “deliverable obligation”. On analysis, the Court held that convertible bonds imply an option on the part of the debenture holder to convert, and therefore, they were “not contingent” securities.

[4] *Eternity Global Master Fund Ltd. v. Morgan Guar. Trust Co. of N.Y.*, 375 F.3d 168, 174 (2d Cir. 2004) ; *Banque & droit* n° 98, novembre-décembre 2004, chronique financière et boursière, H. de Vauplane

et J.J. Daigre, p. 38.

[5] cf. *Cruden v. Bank of N.Y.*, 957 F.2d 961, 976 (2d Cir. 1992) : “Under New York law, a written contract is to be interpreted so as to give effect to the intention of the parties as expressed in the unequivocal language they have employed”.

[6] *Grumman Allied Indus., Inc. v. Rohr Indus., Inc.*, 748 F.2d 729, 735 (2d Cir. 1984) : “No ambiguity exists when a contract provision has definite and precise meaning, without danger of misconception as to the intended meaning of the agreement, and concerning which reasonable people would not disagree”. Egalement *Monaghan v. SZS 33 Assocs.*, LP, 875 F. Supp. 1037, 1043 (SDNY 1995)

[7] Cf. *Banque & droit*, n° 112, mars-avril 2007, chronique financière et boursière, H. de Vauplane et al., p. 42.

[8] *Nomura v. CSFB*, 13 février 2003 ; *Banque & droit*, n° 89, mai-juin 2003, chronique financière et boursière, H. de Vauplane et J.-J. Daigre, p. 32.