

Chronique financière et boursière



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, Paris I

Actualités jurisprudentielles

Dérivés de crédit. Livraison de l'actif de référence. Absence de conditions suspensives. Obligation échangeable. Contestation.

Londres, 13 février 2003, *Nomura/CSFB, EWCH 160 (Comm)*;
Voir aussi, H. de Vauplane et J. P. Bornet » *Droit des marchés financiers* »,
Litec, 3^e éd., 2001, n° 703 et suiv., p. 591.

Une obligation échangeable peut valablement faire l'objet d'une livraison au titre de l'actif de référence en cas de survenance d'un événement de crédit, l'option d'échange entre les mains des porteurs ne pouvant être qualifiée de « *contingency* », condition écartée par la documentation ISDA pour livrer un actif de référence.

Le marché des dérivés de crédit est un marché jeune et en pleine expansion. Alors qu'en 1995, on estimait son encours total à environ 50 milliards de dollars, celui-ci dépassait les 2 000 milliards de dollars au 31 décembre 2002 et l'on prévoit un doublement de ces encours pour 2004. Cette réussite s'explique par la nécessité, liée à la révision des accords prudentiels de Bâle, pour les établissements de crédit de gérer de façon active leurs risques de crédit afin d'optimiser leur capital réglementaire. Comme tous les marchés en croissance, les premiers différends juridiques se font jour, non pas là où on les attendait sur le terrain de la qualification des dérivés de crédit en opération d'assurance ou de banque, mais sur des considérations pratiques comme la notion d'actif de référence ou la survenance d'un événement de crédit. Dans la mesure où la place de Londres concentre plus de 55 % du total des transactions mondiales sur ce type d'instruments, la première décision judiciaire nous vient de la City. Il ne s'agit point ici de commenter une décision rendue en droit anglais, mais uniquement de la mentionner à titre d'illustration des difficultés

pouvant survenir dans ce type d'opération. Au cas d'espèce, Nomura Plc. a acheté sous forme de *Credit Default Swap* une protection à CSFB avec comme entité de référence Railtrack. En cas de survenance d'un événement de crédit sur Railtrack, Nomura était en droit de livrer 10 millions de dollars d'obligations Railtrack contre paiement d'un intérêt fixe à CSFB au titre du risque supporté par cette dernière. La documentation ISDA mise en place entre les parties prévoyait expressément que l'obligation livrable devait être « *not contingent* », ce qui limitait les instruments susceptibles de livraison physique pour le règlement du swap¹. Après l'occurrence d'un événement de crédit en relation de Railtrack (dont la réalité n'est pas contestée), Nomura a livré à CSFB des obligations échangeables et des obligations simples émis par Railtrack, la différence de coût pour Nomura entre livrer des obligations échangeables ou des obligations simples étant d'environ 1 million de £. Précisons qu'au titre du contrat d'émission obligataire, seuls les porteurs d'obligations disposaient de la faculté d'échange, sauf cas de mise en œuvre de la clause « *Veuves et orphelins* » (*widows and orphans clause*) aux termes de laquelle le *trustee* agissant pour le compte des porteurs peut, dans certaines conditions fixées au contrat d'émission, exercer les droits d'échange à leur place. CSFB contesta la livraison des obligations échangeable au motif que celles-ci pouvaient être qualifiées de « *contingency* », contraire à la documentation ISDA utilisée entre les parties.

Le problème portait donc sur la question de savoir si dans un titre obligataire, la faculté d'échange par le porteur de titre peut ou non être assimilée à un engagement conditionnel (*contingency*). On rappellera que tout comme le droit français, le droit anglais distingue les obligations conditionnelles (*contingent conditions*) de celles affectées d'un terme (*promissory conditions*). Que les obligations conditionnelles (*contingency*) peuvent être suspensives (*precedent conditions*) ou résolutoires (*subsequent conditions*)².

1 L'annexe Dérivés de Crédit de l'ISDA dans sa version 1999, applicable au moment des faits, spécifie qu'une obligation livrable doit s'entendre « *any obligation (A) the payment or repayment of principal in respect of which is not in an amount determined by reference to any formula or index, or which is not subject to any contingency [...]* »

2 Cf. The Common Law Library, « *Chitty on Contracts* », vol. 1, General Principles, 28^e éd., Sweet & Maxwell, 1999, n° 2-135, p. 150.

En l'espèce, le juge a estimé qu'il n'est pas suffisant pour qualifier une obligation échangeable de « *contingency* » que le porteur de celle-ci dispose seul de la faculté de procéder à l'échange³; en effet, pour être qualifié de « *contingency* » un engagement nécessite un facteur extérieur aux parties. Plus problématique fut l'interprétation de la clause « *Veuves et orphelins* » dans la mesure où la décision du trustee est hors du contrôle des porteurs de titres. Même si, selon le juge, une telle clause peut être vue au sens littéral comme une sorte de « *contingency* », le magistrat a considéré en l'espèce qu'une telle approche était inappropriée. En effet, l'objectif de la disposition de « *no contingency* » est d'assurer le paiement de la somme principale qui ne peut être affecté par des facteurs externes sur lesquelles le vendeur n'a aucun contrôle. C'est pour cette raison que le juge a considéré que les parties n'ont pas voulu qualifier les droits d'échange comme une « *contingency* » dans les définitions du contrat ISDA. Cette décision a été critiquée par des juristes anglais⁴, bien qu'elle confirme la pratique de marché selon laquelle une obligation convertible ou échangeable peut être livrée dans le cadre d'un dérivé de crédit lorsque la conversion ou l'échange de droits peut être exercée par les porteurs d'obligations ou le trustee agissant pour le compte de ces derniers. Cette décision souligne toute l'importance d'une rédaction précise et claire des obligations réciproques des parties dans les opérations sur instruments financiers nouveaux, le juge essayant, en cas de différend entre les parties, quels que soient généralement les tribunaux et la loi applicable applicables, de retenir l'intention des parties.

3 « It is true that the words 'repayment in respect of which is not subject to any contingency' are wide ones but I do not think a provision which operates in favour of a bondholder and is exercisable at his option can sensibly let alone commercially be described as a contingency to which the holder's right of repayment is subject. It is within the control of bondholder and depends on no external decision or event. If he chooses to claim repayment he is entitled to it. In contrast a bond convertible at the option of the issuer is a real contingency affecting payment of the principal

amount of the bond: real both because it depends on a event over which the bondholder has no control and because commercially it is at the very least likely to operate to deprive the holder of payment in exchange for an asset of less value ».

4 Pour une critique véhémente de cette décision, cf. Schuyler K. Henderson, « *When is an option not a contingency?* »: *Butterwoths Journal of International Banking and Financial Law*, mai 2003, p. 178. Cf. aussi, Clifford Chance, « *Securities and Derivatives* » News letter, march/april 2003.