

IN THE HIGH COURT OF JUSTICE
CHANCERY DIVISION
COMPANIES COURT

**IN THE MATTER OF LEHMAN BROTHERS INTERNATIONAL (EUROPE) (IN
ADMINISTRATION)**

AND IN THE MATTER OF THE INSOLVENCY ACT 1986

(1) ANTHONY VICTOR LOMAS

(2) STEVEN ANTHONY PEARSON

(3) PAUL DAVID COPLEY

(4) RUSSELL DOWNS

(5) JULIAN GUY PARR

(as the joint administrators of the above named company)

Applicants

- AND -

(1) BURLINGTON LOAN MANAGEMENT LIMITED

(2) CVI GVF (LUX) MASTER S.À R.L

(3) HUTCHINSON INVESTORS LLC

(4) WENTWORTH SONS SUB-DEBT S.À R.L

(5) YORK GLOBAL FINANCE BDH, LLC

(6) GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL

Respondents

**ENGLISH TRANSLATION OF THE REPLY OPINION OF
THIERRY BONNEAU TO THE EXPERT OPINION OF
HERVÉ SYNDET AS TO MATTERS OF FRENCH LAW**



Affidavit of Translation

TO WHOM IT MAY CONCERN

I, Victor Agbandje, the undersigned, Business Development Manager at HL TRAD Ltd, 73 Watling Street EC4M 9BJ, London, provider of translation services to legal and financial professionals, do hereby MAKE OATH AND SAY that the attached document (excluding the reverse page thereof) is a true and accurate translation from French into English of:

Response to Hervé Synvet's report

and that said translation was performed by a qualified professional legal translator.

SWORN by Victor Agbandje,)
at One Carey Lane)
London EC2V 8AE,)
England, this 05th day of August 2015)

Before me:

Notary Public London, England (Nicholas A. Thompson)



IN THE HIGH COURT OF JUSTICE
CHANCERY DIVISION
COMPANIES COURT

**IN THE MATTER OF LEHMAN BROTHERS INTERNATIONAL (EUROPE) (IN
ADMINISTRATION)**
AND IN THE MATTER OF THE INSOLVENCY ACT 1986

- (1) ANTHONY VICTOR LOMAS
- (2) STEVEN ANTHONY PEARSON
- (3) PAUL DAVID COPLEY
- (4) RUSSELL DOWNS
- (5) JULIAN GUY PARR

(as the joint administrators of the above named company)

Applicants

- AND -

- (1) BURLINGTON LOAN MANAGEMENT LIMITED
- (2) CVI GVF (LUX) MASTER S.À R.L
- (3) HUTCHINSON INVESTORS LLC
- (4) WENTWORTH SONS SUB-DEBT S.À R.L
- (5) YORK GLOBAL FINANCE BDH, LLC
- (6) GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL

Respondents

**REPLY OPINION OF THIERRY BONNEAU TO THE EXPERT
OPINION OF HERVÉ SYNDET AS TO MATTERS OF
FRENCH LAW**

Thierry Bonneau

Professeur de droit

Université Panthéon-Assas (Paris 2)

Réponse au rapport d'Hervé Synvet délivrée à la « High Court » (La « Cour ») à la demande de la Wentworth Sons Sub-Debt s.à.r.l (« Wentworth »)

Thèmes 23, 24 and 26 de la requête « Waterfall II »

Remarques préliminaires et qualifications

1. J'ai été chargé par Kirkland & Ellis International LLP, agissant au nom de Wentworth, de préparer une opinion adressée à la Cour en réponse au rapport, que j'ai examiné, de Hervé Synvet daté du 10 juillet 2015 sur certains points de droit français en rapport avec la demande des co-administrateurs de Lehman Brothers International (Europe) (En Administration) faite à la Cour. Ce rapport en réponse doit être lu en conjonction avec mon premier rapport daté du 10 juillet 2015 : mes qualifications et l'énoncé au paragraphe 1 de mon premier rapport sont répétés ici *mutatis mutandis* dans le cadre de cette réponse. Du fait de la nature de ce rapport en réponse, qui répond aux points soulevés par Hervé Synvet, je n'ai pas exposé de résumé de mes conclusions.

Sur les observations développées au point 28

2. J'adhère aux observations de Hervé Synvet, en cas d'accord de sous-participation, le taux d'intérêt de retard applicable est le taux de la contrepartie initiale et non le taux du bénéficiaire final.

Sur les observations développées aux points 35 à 37

3. Selon Hervé Synvet, le principe *nemo plus juris* ne s'oppose pas à ce que les stipulations relatives aux intérêts de retard puissent être appliquées de façon différente afin de tenir compte des caractéristiques du cessionnaire, bénéficiaire du paiement desdites sommes relatives aux intérêts de retard après la cession.
4. Nous ne sommes pas d'accord avec cette opinion. Deux hypothèses doivent être distinguées. Soit (i) une clause de la convention tient expressément compte du fait qu'un

cessionnaire habilité à recevoir le paiement d'intérêts de retard puisse faire valoir un taux différent de la partie initiale créancier initial (mais en ce cas, le principe nemo plus juris n'est pas en jeu), soit (ii) il n'y a aucune clause, (comme l'a admis Hervé Synvet à plusieurs reprises (cf. n° 29 à 34, n° 39)) avec pour conséquence que le cessionnaire a reçu la créance et ses accessoires sans pouvoir prétendre pouvoir obtenir des intérêts de retard d'un montant différent de ceux auxquels le cédant pouvait prétendre. En l'occurrence, cette solution s'impose puisque le débiteur cédé n'a jamais accepté de faire dépendre le montant des intérêts de retard qu'il pourrait devoir ou la façon dont ceux-ci sont déterminés de la personne qui serait le bénéficiaire du paiement, en l'occurrence un cessionnaire.

5. Cette conclusion semble implicitement confirmée par Hervé Synvet au point 38 de son rapport : « *s'agissant du débiteur (c'est-à-dire, en l'espèce, Lehman Brothers International (Europe)), le cessionnaire est dans la même situation juridique que le cédant et il peut exercer son droit de la même manière que le cédant aurait pu le faire, et bénéficier des garanties et des intérêts attachés à la créance (qui sont accessoires)* ».

Sur les observations développées aux points 39 à 40

6. Pour justifier qu'un taux d'intérêt de retard puisse varier en fonction de la personne du cessionnaire, Hervé Synvet semble rapprocher cette situation de celle des taux variables.
7. Ces deux situations sont pourtant bien différentes. Les taux variables tel que l'EONIA ou le Libor, sont des taux publiés, et donc des taux connus des parties qui peuvent aisément les accepter. D'une part, l'évolution des taux est aisée à connaître car les publications successives peuvent être compilées. Les parties peuvent donc appréhender les évolutions passées des taux et en tenir compte dans leurs accords. D'autre part, l'évolution des taux publiés est totalement indépendante de la volonté ou de la personnalité/caractéristiques des parties de sorte qu'aucune d'entre elles ne risque d'être soumise à la volonté arbitraire de l'autre.
8. En revanche, les caractéristiques d'un taux qui varieraient en fonction des caractéristiques d'un éventuel cessionnaire futur ne peuvent pas être connues par les parties à la date de la naissance de la créance au titre du contrat initial. Par ailleurs le choix de la personne du cessionnaire dépend entièrement de la décision du cédant, le

débiteur cédé ne pouvant avoir eu ni connaissance de la cession, ni l'avoir accepté. Aussi le débiteur cédé voit-il sa situation soumise à la volonté unique du cédant.

9. Pour cette raison, une clause qui autorise les cessions de créance sans indiquer expressément l'accord du débiteur cédé quant au changement de conditions qui lui seraient éventuellement applicables ne peut être qu'interprétée que conformément au principe *nemo plus juris*. C'est la seule interprétation raisonnable qui soit conforme à la commune intention des parties.

Sur les observations développées au point 41

10. Selon Hervé Synvet, le fait que l'exception de compensation ne puisse plus jouer après la date de la cession montre que le droit français accepte que la situation du débiteur puisse se détériorer après la cession.
11. Nous ne sommes pas en accord avec cette conclusion dans le contexte où elle est exprimée. En effet, ce qui est en jeu, c'est la possibilité pour le débiteur cédé de se prévaloir de sa créance sur le cédant. C'est bien différent de la question de savoir ce qui est transmis au cessionnaire et qui concerne la créance du cédant sur le débiteur cédé. C'est seulement cette question qui relève du principe *nemo plus juris* ; la créance du débiteur cédé sur le cédant ne peut pas l'être. Aussi l'exemple donné ne paraît-il pas pertinent pour illustrer la dégradation de la situation du débiteur cédé nonobstant l'application du principe *nemo plus juris*.

Sur les observations développées aux points 45 à 52

12. Comme dans tout contrat, les clauses ont des objets distincts et doivent être combinées dans le respect des règles légales qui sont applicables. La formulation de l'article 9.1 n'est pas floue, comme le prétend Hervé Synvet. Elle n'est pas rendue floue uniquement parce que l'article 9.1 [de la convention-cadre AFB et FBF], qui envisage le paiement d'un intérêt de retard en cas de défaut, ne prend pas en compte l'hypothèse d'une cession de créance, dont le principe et les modalités de mise en œuvre sont posées par la clause 11.4 [de la convention-cadre AFB et FBF]. C'est, à notre sens, créer une difficulté qui n'existe pas. Le mécanisme de la cession de créance et la règle *nemo plus juris* imposent de considérer que le cessionnaire ne peut pas recevoir plus de droits que le cédant et que

c'est la personne du cédant, et non celle du cessionnaire, qu'il convient de prendre en compte pour déterminer le taux d'intérêt de retard.

13. S'il peut envisager que les créances qu'il couvre puissent être cédées, le contrat n'est pas structuré en fonction d'un tel transfert, ce qui est logique. Les parties entendent en effet, par leur convention, établir une relation durable entre elles et non organiser une relation pouvant, à plus ou moins brève échéance, incorporer un tiers.

14. C'est d'ailleurs ce qui explique que les parties initiales restent généralement face à face même postérieurement à la cession des créances, le cédant étant chargé du recouvrement des créances cédées. Il en est ainsi en matière de cession Dailly tant que le cessionnaire n'a pas procédé à la notification qui est une interdiction faite au débiteur cédé de payer entre les mains du cédant. La Cour de cassation¹ tire une conséquence de cette apparence : nonobstant la cession de créance qui a fait sortir la créance du patrimoine du cédant, le débiteur cédé peut lui opposer – et donc à travers le cédant, au cessionnaire – l'exception de compensation. Cette solution², qui mérite d'être notée car le cédant et le débiteur cédé ne sont plus réciproquement créancier et débiteur de sorte que le débiteur cédé ne devrait pas être autorisé à opposer une telle exception, n'est pas sans conséquence sur le terrain de l'interprétation : elle montre clairement que, malgré la cession, il faut s'en tenir à la situation des parties initiales et renforce l'opinion selon laquelle le taux de l'intérêt de retard doit être déterminé en prenant en compte la personne du cédant et non celle du cessionnaire.

15. La formule « *Partie devant recevoir le montant en cause* », utilisée par l'article 9. 1, est indivisible : le terme « *Partie* » ne peut pas être interprétée séparément de la partie de la phrase « *devant recevoir le montant en cause* ». L'absence de toute ponctuation entre les deux parties de phrase le confirme. Et comme le mot « *Partie* » est défini, dans les conventions-cadres, comme le co-contractant partie au contrat, il n'est pas possible d'en déduire que, dans le cas où une cession de créance née du contrat initial postérieurement à la conclusion de celui-ci, le cessionnaire de cette cession de créance est devenue « *Partie* » au contrat initial par l'effet de ladite cession de créance. Cette déduction méconnaîtrait le mécanisme de la cession de créance.

¹ Com., 14 décembre 1993, Bull. civ. IV, n° 469, p. 342 ; Com., 26 avril 1994, Quotidien juridique n° 57, 19 juillet 1994. 2 ; Com., 6 octobre 1998, Bull. civ. IV, n° 225, p. 188 ; Com., 29 octobre 2003, Banque et droit n° 94, mars-avril 2004. 60, obs. Th. Bonneau.

² V. not. Th. Bonneau, Droit bancaire, 10 éd. 2013, LGDJ, n° 714.

16. Par ailleurs, l'article 9.1 vise les deux parties telles qu'elles sont été identifiées par la convention cadre. Hervé Synvet n'envisage que l'une d'elles et ignore, dans son raisonnement, totalement l'autre alors que l'article 9. 1 établit un lien en énonçant que « *cette partie devra payer à l'autre des intérêts de retard* ». Cette formulation est globale et ne concerne que les seules parties initiales telles que celles-ci ont été définies par la convention-cadre.
17. De surcroît, la créance visée en l'espèce par la cession de créance est une créance de « Solde de Résiliation » tel que ce terme est défini dans la convention-cadre concernée. Ce Solde de Résiliation est une « soulte » calculée à la suite de la survenance d'un « Cas de Défaut » ou d'une « Circonstance Nouvelle » au titre de la convention-cadre concernée. Le cessionnaire, en acquérant cette créance, ne pouvait ignorer qu'un tel Cas de Défaut ou Circonstance Nouvelle était intervenu(e) (sinon le Solde de Résiliation n'aurait pas été établi en premier lieu) et qu'il/elle avait entraîné la résiliation des Transactions Affectées. Dès lors, le cessionnaire ayant acquis une créance de défaut, il semble difficile de croire qu'il ne l'a pas fait dans un but lucratif.
18. Parce que le cessionnaire a acheté une créance de Solde de Résiliation, il est inexact de dire que c'est lui qui « souffre » du défaut de paiement. Lorsque celui-ci est intervenu, c'était le cédant qui était titulaire de la créance de sorte que c'est le cédant qui a souffert du défaut de paiement. Aussi ce n'est pas parce que le cessionnaire est devenu créancier qu'il peut être considéré comme 'souffrant' du défaut de paiement.
19. En achetant la créance du Solde de Résiliation, il n'a fait que reprendre ou assumer le risque que le cédant avait pris. Aussi le cessionnaire ne peut-il prétendre qu'aux droits du cédant tels qu'ils lui ont été transmis, ces droits étant déterminés par référence à ceux du cédant. Il en est ainsi en raison du mécanisme de la cession de créance. Décider le contraire revient à transformer la cession de créance en cession de contrat.
20. Ce point peut être facilement démontré par rapport à un « hedge fund » ayant acheté la dette LBIE. Un « hedge fund » ayant acheté la dette LBIE à un escompte de 25p/£ jouirait d'un retour substantiel quand bien même seulement 99p/£ seraient versés comme solde dans le cadre de la procédure de LBIE. C'est un très bon investissement, même si aucun intérêt légal (*Statutory Interest*) n'est versé. Dire d'un tel investisseur qu'il subit un défaut ou a été obligé de se refinancer à un certain taux a peu de sens d'un point de vue commercial. Tout emprunt (ou autres financement) utilisé pour financer l'achat de la

créance contre LBIE aura nécessairement été d'un montant moindre que la valeur nominale de la créance (qui a été achetée à un prix escompté à hauteur de 75%). En outre, la décision d'achat aura reflété une décision commerciale d'investir plutôt qu'une situation dans laquelle le cessionnaire aurait été contraint de financer la créance en raison du défaut de LBIE.

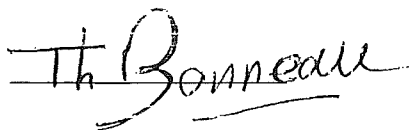
Sur les observations développées aux points 75 à 78

21. Nous ne pouvons qu'adhérer aux observations d'Hervé Synvet : une partie ne peut fournir d'éléments de preuve (relatifs à un taux) en sa faveur et une autre source, telle qu'un expert, serait nécessaire.

Déclaration de Mission et Déclaration de Vérité

Je comprends ma mission envers la Cour et j'ai honoré cette mission. J'ai connaissance des exigences imposées par la partie 35 des Règles de procédures civiles anglaises (*Civil Procedure Rules*), les Directives de pratique (*Practice Direction*) de la partie 35 et des Indications pour l'instruction des experts dans les procédures civiles de 2014 (*Guidance for the Instruction of Experts in Civil Claims 2014*).

Je confirme avoir clairement indiqué quels sont les faits et les éléments auxquels il est fait référence dans ce rapport qui relèvent de ma connaissance personnelle et ceux qui n'en relèvent pas. Je confirme que ceux qui relèvent de ma connaissance personnelle sont vrais. Les opinions que j'ai exprimées représentent mes opinions professionnelles, vraies et complètes sur les points auxquels elles se rapportent.

A handwritten signature in black ink that reads "Th Bonneau". The signature is written in a cursive style with a horizontal line underneath the name.

Thierry Bonneau

Daté du 31 Juillet 2015

No 7942 of 2008

IN THE HIGH COURT OF JUSTICE

CHANCERY DIVISION

COMPANIES COURT

IN THE MATTER OF LEHMAN
BROTHERS INTERNATIONAL
(EUROPE) (IN ADMINISTRATION)

AND IN THE MATTER OF THE
INSOLVENCY ACT 1986

ANTHONY VICTOR LOMAS &
OTHERS

- AND -

BURLINGTON LOAN
MANAGEMENT LIMITED &
OTHERS

**REPLY OPINION OF THIERRY
BONNEAU TO THE EXPERT
OPINION OF HERVÉ SYNDET AS
TO MATTERS OF FRENCH LAW**

Thierry Bonneau

Professor of Law

Panthéon-Assas University (Paris 2)

**Reply opinion to Hervé Synvet's report given to the High Court (the "Court") at the request of
Wentworth Sons Sub-Debt s.à.r.l. ("Wentworth")
Issues 23, 24 and 26 of the "Waterfall II application"**

Disclaimer: *In this opinion, words appearing in the French language have the meaning ascribed to them under French law and such meaning prevails over their translation into English. Concepts of French law expressed in English terms may not be identical to the concepts described by such English terms as they exist under the laws of jurisdictions other than France.*

Preliminary and Qualifications

1. I have been instructed by Kirkland & Ellis International LLP on behalf of Wentworth to prepare an opinion addressed to the Court in reply to the report, which I have reviewed, of Hervé Synvet dated 10 July 2015 on certain questions of French law relevant to the application of the joint administrators of Lehman Brothers International (Europe) (In Administration) to the Court. This reply report should be read together with my first report dated 10 July 2015; my qualifications and the statement at paragraph 1 of my first report are repeated here in respect of this reply report, *mutatis mutandis*. In light of the nature of this reply report, which responds to the points made by Hervé Synvet, I have not set out a summary of my conclusions.

Comments on the observations made in paragraph 28

2. I agree with Hervé Synvet's observations that, in the case of a sub-participation agreement, the applicable rate of late payment interest is the rate of the initial counterparty and not the rate of the final beneficiary.

Comments on the observations made in paragraphs 35 to 37

3. According to Hervé Synvet, the *nemo plus juris* principle does not prevent the provisions relating to late payment interest from being applied in a different way in order to take into account of the assignee's characteristics, being the beneficiary of the payment of such late payment interest after the assignment.

4. I do not agree with this opinion. Two situations must be distinguished. Either (1) a provision of the contract expressly contemplates the fact that an assignee entitled to receive the payment of the late payment interest may assert a rate different from the original party initial creditor (but in this case the *nemo plus juris* principle is not in question) or (2) there is no such clause (as acknowledged by Hervé Synvet on several occasions (cf. no 29 to 34 and no 39)), with the consequence that the assignee received the claim and its ancillary rights without being able to claim an amount of late payment interest which is different from what the assignor was entitled to receive. In the present case, this conclusion prevails since the assigned debtor has never accepted that the amount of late payment interest it may owe or how these are to be determined, would depend on the person who would be the beneficiary of the payment, in this case the assignee.
5. Such conclusion seems implicitly confirmed by Hervé Synvet in paragraph 38 of his report: *"regarding the debtor (being here, Lehman Brothers International (Europe)), the assignee is in the same legal situation as the assignor and it can claim its right in the same manner as the assignor could have done and benefit from securities and interests attached to the claim (which are accessories to the claim)"*.

Comments on the observations made from paragraph 39 to 40

6. To support the conclusion that late payment interest could vary according to the nature of the assignee, Hervé Synvet seems to liken such situation to that of floating rates.
7. These two situations are however quite different. Floating rates such as EONIA or LIBOR are published rates and as such these rates are known to the parties who can readily accept them. Firstly, the movement of floating rates can be easily known since successive publications can be complied. The parties can therefore assess past movements of the published rates and take these into account in their agreements. Secondly, the movement of published rates is totally independent from the will or the nature/characteristics of the parties so that neither of them is at risk of being subject to the arbitrary will of the other party.
8. However, the characteristics of a rate that would vary according to the characteristics of a potential future assignee cannot be known by the parties on the date the claim arises pursuant to the initial contract. Furthermore, the choice of the person of the assignee is entirely dependent on the decision of the assignor, as the assigned debtor may neither have

been aware of the assignment nor have consented to it. Hence, the assigned debtor's situation is subject to the sole will of the assignor.

9. For that reason, a provision that allows assignments of claims (*cessions de créance*) without expressly providing the consent of the assigned debtor with respect to the change in the conditions that may be applicable to it can only be interpreted according to the *nemo plus juris* principle. This is the only reasonable interpretation which conforms with the parties' common intention.

Comments on the observations made in paragraph 41

10. According to Hervé Synvet, the fact that the defence of set-off (*exception de compensation*) cannot be raised after the date of the assignment demonstrates that French law recognises that the situation of the debtor may become worse after the assignment.
11. I do not agree with this conclusion in the context in which it is expressed. Indeed, what is at stake is the ability of the assigned debtor to enforce its claim over the assignor. It is very different from the question of knowing what is transferred to the assignee and which concerns the claim of the assignor against the assigned debtor. It is only the latter question that falls under the *nemo plus juris* principle: the claim of the assigned debtor against the assignor cannot. In addition, the example given does not seem relevant to illustrate the deterioration of the assigned debtor's situation notwithstanding the application of the *nemo plus juris* principle.

Comments on the observations made in paragraphs 45 to 52

12. As in any contract, the provisions have distinct objectives and must be combined in accordance with the legal rules applicable to them. The formulation of article 9.1 is not unclear, as contended by Hervé Synvet. It is not made unclear just because article 9.1 [of the AFB and the FBF Master Agreement], which provides for the payment of late payment interest in the event of a default, does not take into account the possibility of an assignment of claim (*cession de créance*), the principle and mechanics of which are set out in article 11.4 [of the AFB and FBF Master Agreement]. It is, in my opinion, creating a difficulty that does not exist. The mechanics of the *cession de créance* and the *nemo plus juris* principle require considering that the assignee cannot obtain more rights than the assignor and that it is the

person of the assignor and not of the assignee that shall be taken into consideration in determining the late payment interest rate.

13. While the contract contemplates that the claims arising out of it may be transferred, it is not structured according to such transfer, which is logical. Indeed, the parties intend, in their contract, to establish a lasting relationship between them and not to create a relationship that could, sooner or later, include a third party.
14. This explains, additionally, that the initial parties remain most of the time face to face, even after a *cession de créance*, the assignor being responsible for collecting the proceeds of the assigned claims. This is the case in the event of a *cession Dailly* as long as the assignee has not given a notification which amounts to a prohibition in respect of the assigned debtor to pay into the hands of the assignor. The *Cour de cassation*¹ draws a conclusion from this fact: notwithstanding the *cession de créance* by which such claim has been removed from the assignor's estate, the assigned debtor can still raise – and thus, through the assignor, against the assignee, its right to set-off (*exception de compensation*). This decision², which is worth noting because the assigned debtor and the assignor are no longer mutually creditor and debtor, such that the assigned debtor should not be authorised to raise such defence, is not without consequences when it comes to interpretation: it clearly shows that, despite the assignment, it is necessary to stick to the parties' initial situation and reinforce the position pursuant to which the late payment interest rate must be determined taking into account the person of the assignor and not the person of the assignee.
15. The terms "*the Party entitled to receive the relevant amount*" used in article 9.1 is indivisible: the term "*Party*" cannot be interpreted separately from the part of the sentence "*to receive the relevant amount*". This is confirmed by the absence of any punctuation between the two parts of the sentence. And as the word "*Party*" is defined in the master agreements as the co-contracting party to the contract, it is not possible to deduce that in the event of the assignment of a claim arising from the original contract after its conclusion, the assignee became "*Party*" to the original contract by virtue of such *cession de créance*. This conclusion would disregard the mechanism of the *cession de créance*.

¹ Com., 14 décembre 1993, Bull. civ. IV, n° 469, p. 342 ; Com., 26 avril 1994, Quotidien juridique n° 57, 19 juillet 1994. 2 ; Com., 6 octobre 1998, Bull. civ. IV, n° 225, p. 188 ; Com., 29 octobre 2003, Banque et droit n° 94, mars-avril 2004. 60, obs. Th. Bonneau.

² V. not. Th. Bonneau, Droit bancaire, 10 éd. 2013, LGDJ, n° 714.

16. Besides, article 9.1 refers to both parties as identified in the master agreement. Hervé Synvet only considers one of them, and totally ignores the other one in his reasoning, whereas article 9.1 creates a link by stating that "*such Party should pay to the other late payment interest*". This wording is comprehensive and only relates to the original parties, as they have been defined in the master agreement.
17. In addition, the claim which is assigned in this case through the *cession de créance* is a claim with respect to a "Settlement Amount", as defined in the relevant master agreement. This Settlement Amount is a "monetary compensation" (*soulte*), calculated upon the occurrence of an "Event of Default" or a "Change in Circumstances" under the relevant master agreement. By acquiring this claim, the assignee could not have been unaware that such Event of Default or Change in Circumstances had occurred (otherwise the Settlement Amount would not have been established in the first place) and that this had led to termination of the Affected Transactions. Therefore, the assignee having acquired a defaulted claim, it seems difficult to believe that it did not do so for profit.
18. The assignee has purchased a claim for the settlement amount, it is therefore not correct to say that the assignee has 'suffered' from the non-payment. When it occurred, the assignor was the owner of the claim and as such the assignor suffered from the non-payment. Consequently, it is not because the assignee has become a creditor that it can be considered to have 'suffered' from the non-payment.
19. By purchasing the claim of the settlement amount, it only took over or assumed the risk that the assignor had taken. Therefore, the assignee can only benefit from the rights of the assignor as they have been transferred to it, these rights being determined by reference to those of the assignor. This results from the mechanics of a *cession de créance*. A contrary solution would transform the *cession de créance* into the transfer of a contract (*cession de contrat*).
20. This point can readily be demonstrated in relation to a hedge fund that purchased LBIE debt. A hedge fund which purchased LBIE debt at a discount of 25p/£ would enjoy a substantial return even if only 99p/£ were paid as a final dividend in LBIE's estate. That is a very good investment, even though no Statutory Interest is to be paid. It makes little commercial sense to describe such an investor as having suffered a default or as having been obliged to refinance at a particular rate. Any borrowing (or other finance) used to fund the purchase of the claim against LBIE will necessarily have been a lesser amount than the face value of the

claim (which was purchased at a discount to par of 75%). Further, the decision to purchase will have reflected a commercial decision to invest rather than a situation in which the assignee was forced to fund the claim as a result of LBIE's default.

Comments on the observations made in paragraphs 75 to 78

21. I can only agree with Hervé Synvet's observations: a party cannot adduce evidence (of a rate) in its own favour and another source, such as an expert, would be required.

Statement of Duty and Statement of Truth

I understand my duty to the Court and have complied with that duty. I am aware of the requirements of the Civil Procedure Rules Part 35, the Practice Direction to Part 35 and the Guidance for the Instruction of Experts in Civil Claims 2014.

I confirm that I have made clear which facts and matters referred to in this report are within my own knowledge and which are not. Those that are within my own knowledge I confirm to be true. The opinions I have expressed represent my true and complete professional opinions on the matters to which they refer.

Thierry Bonneau

Dated: __ July 2015

No 7942 of 2008
IN THE HIGH COURT OF JUSTICE

CHANCERY DIVISION

COMPANIES COURT

IN THE MATTER OF LEHMAN
BROTHERS INTERNATIONAL
(EUROPE) (IN ADMINISTRATION)

AND IN THE MATTER OF THE
INSOLVENCY ACT 1986

ANTHONY VICTOR LOMAS &
OTHERS

- AND -

BURLINGTON LOAN
MANAGEMENT LIMITED &
OTHERS

**ENGLISH TRANSLATION OF THE
REPLY OPINION OF THIERRY
BONNEAU TO THE EXPERT
OPINION OF HERVÉ SYNVEY AS
TO MATTERS OF FRENCH LAW**
