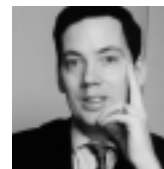


Chronique financière et boursière



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, **Paris I**

I Actualités jurisprudentielles

**Analyse financière et banque d'affaire.
Muraille de Chine. Conflits d'intérêts (oui).
Préjudice pour un émetteur (oui). Réparation
du préjudice moral (oui).**

*Trib. com. Paris, 12 janvier 2004, LVMH/Morgan Stanley.
Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, « Droit des marchés financiers »,
Litec, 3^e édition, 2001.*

Doit être condamnée pour faute lourde la banque qui n'a pas opéré de séparation stricte entre les services d'investissement et ceux d'analyse financière, et qui n'a pas révélé ses liens avec l'un de ses clients et a systématiquement privilégié celui-ci dans ses études financières, en dénigrant un concurrent.

Quelles doivent être les relations entre la banque d'affaires et les analystes financiers ? Comment organiser au mieux cette profession pour assurer son indépendance ? Si les régulateurs, tant européens¹ qu'américains², tentent, chacun à leur manière, de répondre à ces questions à la suite des différents scandales boursiers qui ont affecté cette activité outre-Atlantique, jamais la justice, tout au moins en Europe, n'avait eu à trancher d'un différend entre une banque d'affaires et un émetteur qui contestait l'indépendance des analyses financières de celle-ci à son égard. Cette profession fait face aujourd'hui

à une véritable « crise existentielle »³. Plusieurs études économiques en soulignent les faiblesses, spécialement aux Etats-Unis : suroptimisme dans les recommandations⁴ – même peu de jours avant la faillite d'un émetteur⁵ – et confusion des genres avec les activités de banques d'investissement. Toutes ces critiques ont justifié la mise en place d'une réglementation rigoureuse de l'activité d'analyse financière⁶.

Dans une décision unique en Europe, qui opposait le leader mondial du luxe LVMH à l'une des plus grandes et plus prestigieuses banques d'affaires, Morgan Stanley, un tribunal condamne celle-ci pour avoir émis des analyses dénigrant abusivement une entreprise cotée. S'il s'agit d'une première en ce qui concerne la gestion du conflit d'intérêts au sein des banques d'affaires, il convient de noter que la recherche de responsabilité personnelle d'un analyste pour manque d'objectivité a déjà fait l'objet d'une poursuite aux États-Unis⁷.

On se souvient que LVMH a assigné, en octobre 2002, Morgan Stanley en demandant au tribunal de commerce de Paris de la condamner à lui payer 100 millions d'euros à titre de dommages-intérêts en réparation du préjudice à elle causé par la diffusion de 1999 à 2002 d'études et opinions comportant, « de façon systématique et répétée, des informations erronées ou biaisées ». LVMH reprochait plus particulièrement à la banque d'affaires internationale d'avoir manqué aux devoirs d'indépendance, d'impartialité et de rigueur à son détri-

1 *Financial analysts: Best practices in an integrated european financial market: Recommendations from the Forum Group to the European Commission Services*, 4 septembre 2003.

2 On sait qu'à la suite du scandale Enron, usant des pouvoirs conférés par la loi Sarbanes-Oxley, la SEC a approuvé les nouvelles règles du NASD et du NY Stock Exchange imposant une stricte séparation entre les activités de banque d'investissement et celles d'analyse financière: Cf. Rule 2711 du NASD, *Research Conflicts of Interest* et la modification de la règle 472 du NYSE sur *Communications with the Public*. Ces deux règles ont été approuvées par la SEC le 8 mai 2002. Ajoutons que la SEC a édicté en avril 2003 de nouvelles obligations de transparence en sus de celles précitées: *Regulation on Analyst Certification*.

3 Y. de Kerdrel, *Les analystes sur le divan*: Les Echos, 20 janvier 2004, p. 18.

4 L. Chan, J. Karceski & J. Lakonishok: *Analyst's Conflict of Interest and*

Biases in Earnings Forecasts: University of Illinois at Urbana-Champaign, november 2003 : <http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm>

5 J. Clark, S. Ferris & J. Lee, *Peering Into a Cloudy Crystal Ball: Analysts Recommendations Precedings Bankruptcy*: University of Missouri, Columbia, june 2003 : <http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm>

6 M. Chen & R. Marquez, *Regulating Securities Analysts*: University of Maryland, Robert H. Smith School of Business, december 2003 : <http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm>

7 Dans le cadre d'une poursuite engagée par le NASD à l'encontre d'un ancien analyste de Salomon Smith Barney qui procédait à des recommandations positives sur le titre Winstar Communication Inc. jusqu'à l'ouverture d'une procédure de faillite, le régulateur a accepté une transaction aux termes de laquelle l'ancien analyste s'engage à payer 15 millions de \$ et à ne plus exercer son activité pendant un certain temps: *The Wall Street Journal*, January 6, 2003.

ment et au profit de Gucci⁸. C'est donc sur le terrain de la confusion des genres et des rôles que le demandeur s'est placé.

Dans une décision très médiatique et controversée⁹, le tribunal a retenu la responsabilité délictuelle de la banque sur le fondement de l'article 1382 du Code civil. Il a relevé l'existence d'une faute, d'un préjudice et d'un lien de causalité entre la faute et le préjudice. Selon les juges consulaires, la faute de la banque, plurielle, est constituée de manière générale par « *ses manquements graves et multiples à ses devoirs d'indépendance, d'impartialité et de rigueur et par un dénigrement à l'égard de LVMH* ». À cet égard, il convient de relever que, pour caractériser cette faute, les juges se sont particulièrement fondés sur la situation relevée aux États-Unis par la SEC qui a indiqué que la « *structure de Morgan Stanley ne comportait pas de séparation stricte entre les services d'investissement et les services d'analyse financière* ». Il résultait de cette situation, selon les juges, que « *la structure de Morgan Stanley était source de préjudices pour ses clients et les investisseurs* ». Mais les juges reprochent également à la banque d'avoir fait état d'informations fausses et erronées¹⁰. Le tribunal relève que le préjudice de LVMH, de natures matériel et moral, est constitué par l'atteinte portée à son image. En conséquence, il condamne la banque à payer 30 millions d'euros de dommages-intérêts à LVMH au titre du préjudice moral, augmenté du montant des préjudices matériels qui sera déterminé par l'expert désigné à cette fin par le tribunal, et de 80 000 euros au titre de l'article 700 du NCPC et ordonne la publication du jugement.

En ce qui concerne la faute, elle a pour toile de fond la situation relevée par la SEC aux États-Unis dans l'affaire l'ayant opposée à certaines grandes banques quand à la gestion de leurs conflits d'intérêts entre leurs activités de banque d'affaires et d'analyse financière, et qui s'est soldée par une transaction de 1,4 milliard de dollars à la charge de ces dernières. Les juges ont repris le constat effectué par la SEC sur la structure de fonctionnement de Morgan Stanley, et l'ont implicitement assimilé à une faute, considérant « *qu'il résulte de ces actes et faits que la structure de Morgan Stanley était source de préjudice pour ses clients et les investisseurs* ». C'est donc par assimilation à la situation américaine que le juge français a d'abord retenu les conditions d'existence d'une faute de la banque, sans étudier dans quelle mesure la question se posait au regard du droit français, ni relever que la banque n'avait pas été jugée personnellement responsable aux États-Unis, mais qu'elle agissait dans cette affaire par solidarité avec l'ensemble de la profession bancaire. On aurait pu attendre du tribunal qu'il examine les conditions d'exercice de l'activité d'analyste financier en France et ses rapports avec celle de banque d'affaires, tout comme les obligations mises à la charge des banques qui emploient ces analystes. L'étude de cette question aurait aussi conduit à s'interroger sur les conditions d'application en France des

règles du CMF à des analystes localisés dans un pays tiers. Le tribunal, pour sa part, a préféré s'en tenir au constat de la situation américaine. Une fois celui-ci posé, il convenait de caractériser l'existence d'une faute. Pour ce faire, les juges relèvent la multitude d'erreurs commises par la banque, ce qui « *n'est pas admissible d'un professionnel de l'analyse financière de réputation mondiale qui doit contrôler ses informations et les vérifier constamment, eu égard aux enjeux pour les investisseurs et les sociétés concernés* ». C'est donc la répétition d'erreurs – comme par exemple le rapport hebdomadaire d'analyse financière faisant état 95 fois pendant plus de trois ans du fait qu'un des salariés ou administrateurs de Morgan Stanley aurait été administrateur de LVMH – qui caractérise la volonté de dénigrement et de porter atteinte à l'image de LVMH: « *que ce fait ne peut être imputé à une simple erreur, s'agissant d'un professionnel du secteur du luxe de réputation mondiale* ». Il est vrai qu'ici la faute consiste moins dans la violation d'une règle particulière que dans une atteinte aux principes déontologiques d'exercice de l'activité d'analyste financier.

En ce qui concerne le préjudice de LVMH, selon les magistrats consulaires, « *une atteinte à l'image de LVMH a été causée par le comportement fautif de Morgan Stanley* ». Le tribunal relève que le préjudice de LVMH constitué par l'atteinte portée à son image est de nature à la fois matérielle et morale. S'agissant de ce dernier, usant de son pouvoir d'appréciation souverain, le tribunal le fixe à 30 millions d'euros; quant au préjudice matériel, il résulte « *d'une part, de la décote préconisée par Morgan Stanley et de son impact sur le marché, et d'autre part des mesures spécifiques que LVMH a dû prendre pour lutter contre le dénigrement dont elle était l'objet mettant à sa charge des frais supplémentaires dont LVMH demande réparation* ». Compte tenu de la difficulté pour le tribunal à apprécier l'étendue du préjudice matériel, ce dernier a désigné un expert aux fins de déterminer la part supportée par LVMH pour maintenir son image et contrecarrer le dénigrement dont elle a été victime du fait de Morgan Stanley.

Dans une telle affaire, toute la difficulté consiste à déterminer l'existence d'un lien de causalité entre la faute et le préjudice. Si l'on peut comprendre que la banque a commis des fautes en faisant état tant de manière orale (par l'intermédiaire de son directeur responsable des activités de banque d'affaires et d'investissement en Europe dans des propos repris par la presse), qu'écrite (au travers ses analyses), de données erronées, et en n'opérant pas de séparation stricte entre ses services de conseil en fusions et acquisitions et ceux d'analyse financière, il convient de s'interroger sur la réalité du lien de causalité entre ces fautes et le préjudice. À cet égard, le fait pour le tribunal de relever notamment que « *l'opinion et les analyses d'une grande banque internationale telle que Morgan Stanley ont nécessairement un impact sur les sociétés d'importance mondiale dans ce secteur et sur les analystes spécialisés* », peut ne pas paraître suffisant pour caractériser le lien de causalité. Mais il est vrai que, dans la conception jurispru-

8 Les principaux griefs soulevés par LVMH à l'encontre de la banque portaient, outre sur de fausses mentions, sur la dissimulation de conflits d'intérêts, l'atteinte portée au management, à l'image et à la valeur de LVMH.

9 Cf. M. Prandi, *Les analystes américains réagissent au jugement du tribunal de commerce de Paris sur l'affaire Morgan Stanley - LVMH*: Les Échos,

20 janvier 2004, p. 32.

10 Ainsi, le tribunal relève que la banque a faussement fait état, à de nombreuses reprises, du fait « *qu'un de ses salariés ou administrateur était administrateur de LVMH* », a publiquement fait état de ratios d'endettement qui ne correspondaient plus à la réalité ou a indiqué que les marques de la société LVMH ont atteint leur « *maturité* ».

dentielle classique, la preuve d'un dénigrement suffit à faire présumer le préjudice ^{10 bis}.

Le fond du problème soulevé par le jugement se trouve cependant ailleurs. Dans quelle mesure l'activité d'analyse financière peut-elle faire l'objet d'une responsabilité civile? Tout comme les journalistes, le travail des analystes financiers consiste à se forger une opinion. L'analyste doit pouvoir en toute indépendance exercer son analyse et rendre un avis favorable, neutre ou défavorable, sur une société cotée. C'est en ce sens que la loi sécurité financière du 1^{er} août 2003 affirme cette liberté d'appréciation et nécessaire indépendance de l'analyste financier (art. L. 544-2 C. mon. et fin.). La qualité du travail critique de l'analyste réside dans sa liberté d'appréciation et la possibilité de l'exercer sans contrainte. Ce n'est que dans ces conditions qu'un analyste jouira de notoriété et de crédibilité et que ses opinions seront prises en compte par les investisseurs. Il en va autrement et sa responsabilité doit pouvoir être engagée lorsque son avis n'a pas été rendu en toute indépendance, notamment quand l'analyste devient un instrument des activités de banque d'affaires. Mais il s'agit là d'une question de fait. Voilà pourquoi il ne faut pas tirer de conclusions générales pour la profession d'analyse financière de ce jugement qui ne remet pas en cause le principe d'indépendance des analyses, mais condamne, au contraire, un manque d'indépendance vis-à-vis d'un employeur.

10 bis M. Germain et L. Vogel, *Traité élémentaire de droit commercial*, de

Ripert et Roblot, T. 1, 17^e éd. LGDJ, n° 690, p. 513.