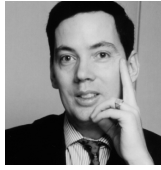


# Chronique financière et boursière



**Hubert de Vauplane**  
Direction des affaires juridiques  
Banque Paribas

## **Placement de titres sur l'euro-marché. Obligations subordonnées. Défaillance de l'émetteur. Responsabilité du chef de file (oui)**

*Tribunal de commerce de Bruxelles, 26 mars 1997.  
Divers porteurs/CGER.*

*Commet une faute engageant sa responsabilité la banque chef de file d'un emprunt émis sur l'euro-marché qui ne communique pas à ses clients souscripteurs l'exact rating attribué à l'emprunt et qui ne mentionne pas le caractère subordonné de l'émission.*

Si les décisions en matière de responsabilité des intermédiaires dans les opérations de bourse tendent à se multiplier, rares sont encore celles relatives à la responsabilité du banquier chef de file d'une émission de titres lors de leur placement auprès de sa clientèle. Il est d'ailleurs paradoxal de constater le peu de littérature sur le sujet (1), ou à tout le moins, le caractère ancien de celle-ci (2). A titre liminaire, il convient de noter qu'un investisseur qui exerce un recours après l'acquisition de titres d'une société qui, par la suite, connaît des difficultés financières, aura tendance à se tourner naturellement vers son intermédiaire, l'émetteur étant généralement insolvable. Si les titres ont été acquis auprès de l'intermédiaire financier, l'action sera généralement fondée sur la responsabilité contractuelle (erreur, ou dol) ; par contre, lorsque les titres ont été acquis sur le marché secondaire, il n'est pas sûr que l'investisseur puisse faire référence aux informations contenues dans le prospectus pour retenir la responsabilité de son conseil.

L'absence, à notre connaissance, de jurisprudence récente sur ce point en France, justifie l'attention portée à la décision du tribunal de commerce de Bruxelles du 26 mars 1997.

Une société d'assurance canadienne - Confederation Life - a procédé le 28 janvier 1993 à l'émission, sur les marchés belges et luxembourgeois, d'euro-obligations subordonnées. Cette émission était dirigée par un syndicat d'émission et de prise ferme, dont la CGER Banque et la Banque UCL, sa filiale luxembourgeoise, étaient co-chefs de file (*lead managers*). Les titres de cette émission furent cotés à la

Bourse du Luxembourg le même jour. A la suite de pertes dues à son portefeuille immobilier et hypothécaire, Confederation Life, 3<sup>e</sup> plus grande compagnie d'assurance du Canada et 41<sup>e</sup> plus importante dans le monde sur base de ses actifs, fut mise sous administration judiciaire par décision du tribunal de l'Ontario le 15 août 1994. 240 petits porteurs belges de ces titres reprochent à leur banquier d'avoir commis une faute en ne procédant pas, en qualité de chefs de file, à un examen approfondi et indépendant de la situation de l'émetteur. Ils demandent en conséquence l'annulation des ventes de titres pour réticence dolosive ou erreur. En effet, ils affirment n'avoir pas été informés du caractère subordonné de l'emprunt lors de la souscription et avoir reçu un *rating* erroné.

Cette décision est l'occasion pour les magistrats belges de s'arrêter sur le rôle du banquier chef de file dans les émissions obligataires et la responsabilité attachée à cette qualité. Dans le passé déjà, la jurisprudence belge avait eu à se prononcer sur la responsabilité du banquier en cas d'émission. Dans une décision ancienne, la Cour de cassation belge a estimé que le banquier n'était responsable que s'il offrait les titres à sa propre clientèle et à la condition qu'il ait approuvé formellement le prospectus (3). Au cas présent, le tribunal constate que les chefs de file «*jouent un rôle prépondérant dans la préparation et dans la mise en œuvre d'une émission obligataire. [Ils] déterminent en collaboration avec l'émetteur les conditions et le calendrier de l'émission.*» En effet, les établissements chefs de file préparent l'ensemble des documents et contrats afférents à l'émission (l'offre circulaire, prospectus en collaboration avec l'émetteur, préparation des conventions de syndicat de placement et de prise ferme avec les autres banques, démarches auprès des autorités de contrôle...). Mais, comme le souligne le tribunal, «*les banques chefs de file d'une émission ne garantissent pas la solvabilité de l'émetteur*». Cela n'empêche pas les établissements chefs de file de s'assurer de la fiabilité des informations communiquées par l'émetteur, notamment quant à sa situation financière. Ces établissements n'agissent pas uniquement comme «*boîte aux lettres*». Ils sont mandatés par l'émetteur pour l'aider à réaliser son opération et reçoivent à ce titre une commission pour le travail effectué. En conséquence, les juges bruxellois estiment que les banques chefs de file «*engagent leur responsabilité, si elles acceptent d'être le chef de file d'un emprunt alors qu'elles ne peuvent ignorer*

que le débiteur, compte tenu de sa situation financière, sera probablement dans l'incapacité de le rembourser». Autrement dit, les banques devraient s'abstenir de conseiller un émetteur dont la situation financière est fragile ! S'il est vrai qu'un chef de file ne saurait se désintéresser de la situation de son mandant, une application trop rigoureuse du principe retenu par le tribunal de Bruxelles conduirait les banques à refuser de participer aux émissions de *junk bonds*, et partant, afin d'éviter toute mise en cause de responsabilité, de n'accepter de mandats que d'émetteurs présentant une situation financière sans risque !

Ce principe, contestable, posé, le tribunal de commerce examine la situation de l'émetteur – Confederation Life – afin de déterminer s'il était possible, au moment des faits, pour les chefs de file de connaître sa situation désastreuse. Les magistrats constatent d'abord que la documentation servant de support au prospectus était constituée des comptes annuels de l'exercice 1991 qui avaient dégagé un bénéfice. Les comptes annuels de 1992, clôturés aussi avec un bénéfice mais en forte régression, n'ont été disponibles qu'après la souscription des titres litigieux. Les états périodiques arrêtés au 30 juin et au 30 septembre 1992 ne laissaient pas prévoir une diminution du bénéfice, mais au contraire une augmentation. Au moment de la rédaction du prospectus, les magistrats relèvent que les notations financières attribuées à l'émetteur étaient excellentes : AA- par Standard & Poors, et AA+ par Duff & Phelps. Les magistrats observent que ces *ratings* désignent une très forte capacité à payer les intérêts et à rembourser le capital ; ils ne diffèrent que dans une faible mesure du *rating* optimal AAA. En conséquence, selon le tribunal «en 1992, ces informations permettaient de considérer que Confederation Life offrait des garanties normalement requises de solidité et de stabilité financière». L'examen de la défaillance de Confederation Life indique que les difficultés financières ne sont apparues qu'en 1993 et 1994, soit après le placement des euro-obligations. D'ailleurs, l'autorité de contrôle des compagnies d'assurance au Canada n'avait jamais émis la moindre remarque publique quant au non-respect par Confederation Life des critères de solvabilité. En définitive, «les demandeurs n'établissent pas que les défenderesses auraient pu ou auraient dû se rendre compte en décembre 1992 de l'insolvabilité prochaine de Confederation Life en leur qualité de chefs de file de l'émission litigieuse». Les chefs de file ne pouvant être tenus responsables en cette qualité, les souscripteurs ont invoqué la responsabilité contractuelle et précontractuelle du banquier vis-à-vis de sa clientèle. C'est donc non plus en tant que chefs de file, mais en tant qu'établissements placeurs qu'il convient d'examiner la responsabilité éventuelle du banquier.

L'argumentation repose sur l'absence de mention par les défenderesses du caractère subordonné de l'emprunt, et sur l'indication d'un *rating* erroné, soit AA- en lieu et place d'un *rating* A+. En ce qui concerne la responsabilité contractuelle, les plaignants invoquèrent le dol et l'erreur. Concernant le dol, les porteurs estimaient que les banques avaient commis un dol en taisant le caractère subordonné ainsi que le *rating* ou en leur indiquant un faux *rating*. Les magistrats belges écartent le dol. Ils constatent d'abord que «l'absence d'information quant au caractère subordonné s'explique, non par la volonté des défenderesses de tromper leurs clients, mais par une pratique répandue alors sur les marchés qui ne signalaient pas systématiquement le caractère subordonné d'un emprunt». Dès lors, selon les magistrats, «le fait que les défen-

deresses n'ont pas indiqué la notation de Standard & Poors ou qu'elles ont parfois indiqué une notation inexacte ne suffit pas à démontrer l'existence d'un dol». Reste l'erreur. C'est sur ce point que les magistrats vont condamner les banques. Pour ce faire, ils partent d'abord du constat que l'épargnant qui décide de souscrire à des obligations est conditionné, dans ses choix, par les caractéristiques de l'émission : taux d'intérêt, date de remboursement, prix d'émission des titres, devise. Tous ces éléments permettent à l'épargnant de connaître le degré de risques qu'il accepte de prendre en achetant tel ou tel titre. Partant de là, le tribunal de commerce constate que, tout au moins pour certains des plaignants, le placement cherché était celui d'un «bon père de famille». Or, selon les magistrats, «les euro-obligations litigieuses n'avaient pas les caractéristiques d'un placement de bon père de famille, ce que reconnaissent les défenderesses». En effet, le *rating* exact de l'émission n'était pas AA, voire AAA comme cela a pu parfois être annoncé, mais A+. Si la différence de *rating* est incontestable, il convient toutefois d'en relativiser la portée. La différence entre AAA et A est plus une question de nuances : dans les deux cas, la capacité de l'émetteur à faire face à ses remboursements n'est pas mise en doute. Il nous paraît donc légitime de relativiser le reproche adressé aux banques belges.

L'autre point portait sur le caractère subordonné d'une émission. Une subordination revêt une importance en cas de concours en réduisant de manière sensible les chances de remboursement des détenteurs de titres de ce type, qui ne sont payés qu'après l'ensemble des autres créanciers. En conséquence, pour ces investisseurs, qui ne pouvaient de leur propre chef se rendre compte de cette erreur de *rating*, il convient d'annuler les contrats conclus et «condamner les défenderesses à leur rembourser le prix de vente des obligations émises par Confederation Life et des accessoires». Cette responsabilité est accrue du fait de l'obligation précontractuelle de renseignement. Selon le droit belge, celui qui s'engage dans la négociation d'un contrat est soumis dès la phase des pourparlers préliminaires à une obligation de bonne foi en vertu de laquelle il doit informer loyalement l'autre partie sur toutes les circonstances déterminantes pour la conclusion du contrat. Les magistrats estiment ainsi que «les demandeurs et intervenants ont donc été amenés à souscrire les euro-obligations litigieuses plus par la confiance que leur inspirait leur banque que par celle que leur inspirait la société émettrice». Ceci est d'autant plus vrai au cas présent que la CGER, selon le tribunal, «symbolise l'épargne chez un grand nombre de belges, et que, bien que devenue une banque privée, elle est historiquement dépositaire de l'épargne populaire». Enfin, les juges du fond considèrent que «les conseils donnés par les défenderesses ont pu être dictés par leur intérêt propre en qualité de chef de file de l'émission des euro-obligations et non par l'intérêt de celui de leurs clients. Les défenderesses auraient dû dès lors s'abstenir de conseiller à leurs clients, qui ne sont pas des investisseurs professionnels, l'achat des euro-obligations litigieuses ou, à défaut, à tout le moins, les informer complètement et exactement sur les risques présentés par ce placement. Elles avaient également cette obligation d'information, dans la mesure où leurs clients avaient placé en elles une confiance particulière en raison de leur connaissance et de leur position». En conséquence, «les défenderesses ont commis une faute au cours des pourparlers préliminaires en omettant d'informer leurs futurs cocontractants d'éléments de nature à influencer leur consentement [...]. Il convient par

conséquent de condamner les défenderesses à payer à titre de dommages-intérêts un montant équivalent au prix d'émission des obligations, soit leur valeur faciale augmentée de la prime d'émission, et le cas échéant de la taxe boursière, à majorer des intérêts compensatoires au taux légal». La CGER a décidé, aux vues du jugement, de rembourser totalement l'ensemble de ses clients, y compris ceux qui ne s'étaient pas portés partie dans l'action intentée devant le tribunal de commerce, et a renoncé à faire appel de la décision.

La présente décision est à comparer à celle rendue par les juridictions hollandaises dans l'affaire Coopag. Dans cette affaire célèbre, la jurisprudence néerlandaise a eu à se prononcer sur la responsabilité du banquier au regard des informations contenues dans un prospectus d'émission obligatoire. La Cour Suprême (4) a ainsi confirmé une décision de la cour d'appel d'Amsterdam (5) d'avoir retenu la responsabilité d'une banque chef de file d'un syndicat bancaire en raison des informations erronées mentionnées dans le prospectus de placement de titres obligataires. Dans cette affaire, un émetteur néerlandais, filiale d'une société allemande, avait émis des obligations, par la suite inscrites sur la Bourse d'Amsterdam, dont le produit fut prêté à la société mère, garante par ailleurs de l'émission. Quelque temps après l'émission, des rumeurs négatives sur la situation financière de la société mère entraînèrent le cours des obligations à la baisse. Des porteurs intentèrent une action en responsabilité contre la banque chef de file au motif que le prospectus avait omis d'indiquer des informations essentielles, même si celles-ci ne figuraient pas dans les comptes de la société. La responsabilité de la banque fut retenue au motif que l'établissement chef de file est responsable du prospectus qu'il signe, donc des informations qui y sont contenues, et qu'il doit se renseigner lors de son élaboration sur la véracité des informations transmises par l'émetteur.

En France, les décisions en la matière sont anciennes. La jurisprudence distinguait ainsi le banquier vendeur et le banquier émetteur : le vendeur étant celui qui vend les titres après les avoir acquis, alors que l'émetteur place les titres auprès de sa clientèle sans les acheter préalablement. Ainsi il a été jugé que le banquier «*qui se borne à faire l'émission sans la recommander au public*» n'est pas tenu de vérifier le prospectus de l'émetteur (6), et que celui qui est étranger à la rédaction du prospectus n'est pas responsable des informations fausses qui y figurent (7). Par contre, sa responsabilité a été retenue lorsque le prospectus qui contenait des informations inexacts a été rédigé par ses soins, ou lorsque les renseignements diffusés sont mensongers sur l'état et les perspectives de l'entreprise (8). L'absence de jurisprudence ces dernières années tient sans doute au rôle de la Cob en matière de vérification des informations mentionnées dans les documents remis au public. On sait à ce titre que la jurisprudence considère que la Commission a uniquement «*pour mission de vérifier l'objectivité des informations données sur le placement sans lui permettre d'en juger la qualité ou l'opportunité et encore moins d'exercer un pouvoir d'autorisation*» (9).

Assez curieusement, il ne semble pas, dans cette affaire, que le rôle des agences de notation ait été l'objet de critique. Pourtant, il serait intéressant de s'interroger sur leur éventuelle responsabilité dans l'attribution de note de bonne qualité à un émetteur qui, peu de temps après, fait faillite. Ce silence est d'autant plus regrettable qu'il existe peu de littérature sur ce sujet (10).

- (1) C. Clark «La préparation et la diffusion des informations : responsabilité des banquiers et des juristes», *Bull. Joly Bourse*, n° spécial, avril 1994, colloque *AEDBF*, «L'information financière en Europe», p. 21.
- (2) Cf. l'excellent ouvrage de J. Tchernoff, «Les syndicats financiers» : *Sirey*, 1930, spécial. en ce qui concerne la responsabilité ; voir aussi l'étude déjà ancienne dans *J-Cl. sociétés*, fasc. 116-2, n° 111 p. 311 et suiv.
- (3) Cass. Bruxelles, 4 février 1886, *Journal des Sociétés*, 1889, p. 381.
- (4) Cour d'appel d'Amsterdam, 27 mai 1993 : *JIBL*, 1993/11, N-214.
- (5) Cour suprême, 2 décembre 1994 : *JIBL*, 1995/2, N-36 : H. E.M. Velthuyse and F. M. Schlingmann, «Prospectus Liability in the Netherlands», *JIBL*, 1995/6, 229 ; J.-R. Schaafsma, «La responsabilité en matière de prospectus : rôle et responsabilité des commissaires aux comptes aux Pays-Bas», *Bull. Joly Bourse*, n° spécial, avril 1994, colloque *AEDBF*, «L'information financière en Europe», p. 21.
- (6) Cass. 24 mars 1890, «La Loi», 1890, p. 295 ; voir aussi Paris, 11 août 1891, *Rev. sociétés*, 1891, p. 483.
- (7) Paris, 20 octobre 1934 : S. 1934.2.22.
- (8) Trib. com. Seine, 9 août 1871 : *Jour. trib. com.* 1871, p. 358 ; Paris, 22 mars 1877 : D.P. 1879.2.46 ; Cass. req. 10 août 1880 : D.P. 1881.1.457 ; Paris, 12 décembre 1893 : D.P. 1896.2.481, avec une importante note Pic ; Paris, 22 janvier 1889 : *Gaz. Pal.* 1889.1.220 ; Paris, 31 mars 1906 : Dr. Fin. 1908, p. 673 ; Cass. 18 mars 1891 : D.P. 1891.1.401 ; Trib. com. Seine, 12 avril 1923 : *Rev. sociétés* 1923, p. 169, avec une très intéressante note M. Rousseau. Cass. req. 26 octobre 1936 : S. 1938.1.49, note Rousseau.
- (9) Cass. com. 9 juillet 1996 : *Bull. Joly Bourse* 1996, p. 609, § 95, note H. de Vauplane.
- (10) Cf. cependant J.-P. Mattout et S. Mouy, «La notation» : *Bull. Joly Bourse*, septembre/octobre 1995, § 83, p. 44 ; O. Lichy, «Les agences de rating» : *Petites Affiches*, 4 septembre 1991, p. 4 ; C.T. Ebenroth & T.J. Dillon, JR, «The rating game, an analysis of the liability of rating agencies in the United States» : *JIBL*, 1993.

