

La responsabilité civile délictuelle d'un analyste financier n'ayant pas respecté l'obligation de constituer une « muraille de Chine »

(Affaire LVMH c./ MORGAN STANLEY¹)

1. A peine sortis de l'actualité législative immédiate², mais encore bien présents dans les travaux parlementaires en cours³, voici que les analystes financiers se retrouvent en première ligne de l'actualité judiciaire à l'occasion d'un jugement suscitant un émoi considérable. Le Tribunal de commerce de Paris, le 12 janvier 2004, a condamné la Banque MORGAN STANLEY à verser à LVMH 30 millions d'euros de dommages-intérêts pour préjudice moral, la détermination du préjudice matériel étant reportée à l'issue d'une expertise permettant aux parties de produire les éléments de preuve de ce préjudice.

La sanction prononcée frappe les esprits non seulement par son montant, bien que sa valeur soit relative au regard de la capitalisation boursière du groupe LVMH, leader mondial de l'industrie du luxe, mais également par le contexte doublement passionnel qui l'entoure. Ce contexte est à la fois lié aux déconvenues du groupe LVMH en raison du rôle joué par MORGAN STANLEY, en qualité de banque conseil, dans l'échec de la prise de contrôle sur GUCCI par LVMH et à l'importante activité des autorités de contrôle et des parlements, sensibles à la problématique des « murailles de Chine » et à l'indépendance des analystes financiers. Sur ce point, d'ailleurs, le récent rapport Clément, indiquait qu'il était urgent d'agir avant qu'un nouveau scandale ne surgisse, pour éviter qu'il ne soit encore reproché au législateur d'attendre que le mal soit fait avant de tenter de le réparer⁴. L'affaire LVMH révèle qu'il est sans doute déjà trop tard, pour cet aspect des choses.

2. Quoiqu'il en soit, en l'espèce, LVMH a principalement assigné MORGAN STANLEY (Londres et New York) le 30 octobre 2002, en paiement de 100 millions d'euros de dommages-intérêts,

-
1. T. com., Paris, Ch. Supplémentaire, 12 janv. 2004, RG 2002093985.
 2. Le Bars, *Adoption d'un statut des services d'analyse financière et des agences de notation*, Petites affiches, 14 nov. 2003, n° 228 commentant la Loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 (n° 2003-706), p. 63.
 3. Rapport d'information Clément, Assemblée nationale, n° 1270, 2 décembre 2003, sur « *la réforme du droit des sociétés* », p. 47, disponible sur le site www.assemblee-nationale.fr.
 4. La rapport Clément (précité, p. 49) indique, à ce titre : « *le débat sur les conflits d'intérêts au sein de la profession de l'analyse financière n'est pas qu'américain pas plus qu'il n'est ponctuel. Contrairement à ce qu'estiment un certain nombre d'interlocuteurs de la Mission, il faut encore approfondir le contrôle de l'analyse financière. Certes, aucun manquement à la déontologie n'est venu sur la place publique mais faut-il attendre de tels scandales pour agir ? Il est souvent reproché au Parlement d'intervenir en réaction à des dysfonctionnements : l'argument selon lequel il ne doit pas intervenir faute de problème est donc paradoxal !* ».

sur le fondement de l'article 1382 du Code civil. LVMH formulait plusieurs séries de griefs. Le premier concernait la structure de MORGAN STANLEY et relevait les dysfonctionnements de cette banque exerçant à la fois une mission de conseil financier et d'analyse, générant des conflits d'intérêts entre ses différents services. Une seconde série de griefs concernait spécifiquement le comportement de la banque à l'égard de la société LVMH, laquelle relevait : la dissimulation de conflits d'intérêts et de fausses mentions concernant les liens pouvant exister entre LVMH et MORGAN STANLEY ; des déclarations inexacts du directeur Europe de la banque quant au ratio d'endettement du groupe LVMH ; le dénigrement de la marque LOUIS VUITTON présentée comme « arrivée à maturité » ; l'application d'une décote de 10 % sur la valeur de LVMH alors que, dans le même temps, la banque appliquait une prime de 10 % à GUCCI pour le dynamisme de son management ; les risques de change en raison de l'impact de la baisse du yen et l'indication systématique de faiblesses de LVMH alors que GUCCI faisait l'objet de marques de confiance.

En bref, LVMH soutenait que les rapports de MORGAN STANLEY était systématiquement en sa défaveur et en faveur de GUCCI, la banque rétorquant que ses analyses étaient objectives et partagées par d'autres analystes financiers. LVMH soutenait également que la banque avait manqué à ses devoirs d'indépendance, d'objectivité et de rigueur, trompant la confiance de LVMH et des investisseurs, nuisant ainsi à LVMH et favorisant GUCCI.

3. Formulant une réponse de structure classique à une question qui ne l'était pas, le Tribunal de commerce a apprécié l'existence d'une responsabilité de MORGAN STANLEY à l'égard de LVMH et déterminé le préjudice subi en conséquence, traçant ainsi un régime de la responsabilité délictuelle de l'analyste financier. Cette démarche, en raison du retentissement qu'elle a sur la place financière et les autorités de contrôle, ne manquera pas d'avoir un impact sur les structures d'exercice de l'analyse financière.

I. Régime de la responsabilité délictuelle de l'analyste financier

4. Le Tribunal de commerce rappelle que la « *mise en jeu de la responsabilité délictuelle de MORGAN STANLEY suppose l'existence d'une faute, d'un préjudice et d'un lien de causalité entre la faute et le préjudice* », qu'il s'est employé à démontrer.

1. La faute

5. Le Tribunal de commerce a relevé, en premier lieu, que « *la structure de MORGAN STANLEY ne comportait pas de séparation stricte entre les services d'investissement et les services d'analyse financière* », ces faits ayant été relevés aux États-Unis par la SEC et l'Avocat général de l'État de New York, une transaction ayant été conclue par laquelle MORGAN STANLEY s'est engagée à créer, pour 75 millions de dollars, un service d'analyse indépendant pour ses clients.

Outre ce défaut structurel, le Tribunal a également relevé les fautes multiples et récurrentes de la banque, ayant conduit à valoriser GUCCI par rapport à LVMH. Pour caractériser la faute commise, les juges consulaires ont indiqué que « *MORGAN STANLEY a manqué gravement et à de multiples reprises à ses devoirs d'indépendance, d'impartialité et de rigueur et s'est rendue coupable d'un dénigrement à l'encontre de LVMH* », un tel comportement n'étant « *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 concernées* ».

6. La lecture d'une telle motivation permet de constater que les juges consulaires ont principalement entendu protéger, en reconnaissant l'existence d'une faute de MORGAN STANLEY, les règles applicables aux professionnels habilités à délivrer des informations à destination des marchés. La récente loi de sécurité financière n'a d'ailleurs fait que régulariser, à cet égard, un oubli qui existait jusqu'à présent, les analystes financiers ne relevant pas explicitement, avant cette loi, des règles déontologiques émises sous le contrôle du CMF, et aujourd'hui de l'AMF. Maintenant que l'AMF « *veille au respect des obligations professionnelles* » des personnes « *produisant et diffusant des analyses financières* » (C. marchés fin., art. L. 621-9), il est clair que l'actuel Titre III du Règlement général du CMF doit être respecté par les analystes financiers, tenus d'exercer leurs fonctions avec « *diligence, loyauté, équité, dans le respect de la primauté des intérêts des clients et de l'intégrité des marchés* ».

Pourtant, cet ancrage légal n'était pas encore applicable dans l'affaire LVMH. C'est d'ailleurs toute l'originalité du jugement qui déduit d'un manquement à la déontologie professionnelle des analystes financiers, une faute délictuelle à l'égard du marché, des investisseurs et du groupe LVMH en particulier. Ainsi, sans que le jugement relève pour autant de l'arrêt de règlement, le Tribunal de commerce rappelle tous les professionnels de la finance à leur obligation de loyauté, celle-ci se manifestant, pour les analystes financiers, par un strict respect de l'indépendance entre services d'analyse et de banque conseil. C'est donc par un régime juridique construit par référence au besoin de fiabilité, sécurité et d'égalité du marché que la banque MORGAN STANLEY est sanctionnée.

7. Pour autant, il ne faut pas en déduire que les juridictions françaises ont décidé de jeter l'opprobre sur une société américaine, le contexte actuel étant souvent propice à ce genre de raccourcis. Les manquements commis par la banque sont effectivement d'une particulière gravité. On pourrait presque parler d'un cas d'école. La rémunération des analystes était indexée sur les résultats des sociétés dont ils assuraient le suivi, les informations diffusées n'étaient pas toujours récentes et parfois non vérifiées, la banque conseillait un client directement en conflit d'intérêt avec la société LVMH.

Pour ces raisons, il ne faut pas considérer de manière généralisée que les juges consulaires ont souhaité stigmatiser toute une profession. Bien plus sûrement, ils indiquent que la divulgation d'une information doit être pertinente et objective, tout en rappelant les analystes à un devoir de vérification des informations traitées.

2. Le préjudice et le lien de causalité

8. En sanctionnant MORGAN STANLEY, le juge consulaire a souhaité protéger LVMH de l'atteinte à l'honneur et à la réputation dont elle a fait l'objet, dans un domaine très sensible à l'information diffusée, le secteur du luxe. Non sans rappeler au préalable que « *l'image de marque pour une société du secteur du luxe est essentielle à son développement et sa notoriété* » et que « *l'opinion et les analyses financières d'une grande banque (...) ont nécessairement un impact sur les sociétés* », le Tribunal de commerce précise que « *MORGAN STANLEY ne s'est pas contentée d'analyser isolément LVMH, mais a comparé LVMH et GUCCI, vantant les qualités de GUCCI et dénigrant LVMH* ».

Le dommage est donc principalement d'ordre moral. Les juges ne contestent pas le droit des analystes de formuler des appréciations parfois critiques quant aux perspectives de développement d'une société, un tel comportement étant normal pour un analyste financier. La critique porte plutôt sur la comparaison et le parti pris dans un contexte concurrentiel particulier, alors que des opérations de restructuration financières de grande envergure étaient en cours. Le préjudice est ici d'ordre moral, au sens le plus classique du terme. C'est d'ailleurs ce qui conduit à voir resurgir une controverse formulée de longue date à l'encontre du caractère indemnisable du préjudice moral⁵, éteinte depuis une jurisprudence admettant la réparation de préjudices de nature principalement extra-patrimoniale. Pour une personne morale, la réparation d'une atteinte à l'honneur, à l'image de marque⁶ ou à la réputation⁷ est admise.

5. Chartier, *La réparation du préjudice*, Dalloz 1983, n° 114 s. ; Esmein, *La commercialisation du dommage moral*, D. 1954, chr. P. 113 ; Flour et Aubert, *Les obligations 2, Le fait juridique*, n°136.

6. CA Versailles, 11 mai 1989 : D. 1980, IR 212 ; 5 juill. 1996 : Petites affiches, 20 janv. 1997, p. 9.

Comme le relève à cet égard le Pr. Viney, « *grâce au développement constant de cette catégorie de dommages moraux, la responsabilité civile devient ainsi un instrument de mieux en mieux adapté à la protection des droits de la personnalité* »⁸. En conséquence, la banque est condamnée à verser 30 millions d'euros au titre du préjudice moral, le tribunal énonçant sur ce point user « *de son pouvoir souverain pour déterminer le préjudice moral subi par LVMH* ».

Des remarques contradictoires sont possibles contre cette sanction. En effet, les juges du fond ne peuvent pas décider de fixer le préjudice en équité à une somme forfaitaire⁹. Par contre, dans l'exercice de leur pouvoir souverain, ils peuvent décider, en réparant le préjudice moral, « *de sanctionner l'agissement illicite et de prévenir son renouvellement en imposant à l'auteur de verser une somme au moins égale ou profit qu'il a pu en tirer* »¹⁰. S'il est possible de comprendre que le juge ai souhaité sanctionner une atteinte aux règles essentielles du marché¹¹, il n'a pas pris le soin d'explicitier clairement le bénéfice qu'a tiré la banque MORGAN STANLEY de ses agissements. Il ne suffisait pas de se retrancher derrière son pouvoir souverain, car pour être indemnisable un préjudice doit nécessairement être personnel, direct et certain¹². Cette économie de motifs est d'autant plus regrettable que le bénéfice de la banque semblait évident en l'espèce, puisqu'il consistait dans la faveur donnée à la relation de conseil entre la banque et le client GUCCI. La peine privée a sans doute été utilisée de manière un peu expéditive quant à la motivation, sans que le juge ai pris le soin d'apprécier l'impact spécifique du comportement de MORGAN STANLEY à l'égard de LVMH et non à l'égard du marché qui, rappelons le, n'était pas partie à l'instance faute de personnalité morale.

9. Ce préjudice moral est doublé d'un préjudice matériel, patrimonial, comme souvent en matière d'atteinte à la réputation¹³. Pour caractériser ce dommage matériel, le Tribunal de commerce relève « *qu'à l'évidence les agissements fautifs de MORGAN STANLEY ont porté une atteinte grave à l'image de LVMH, qui a dû en conséquence, mettre en œuvre une défense et une communication coûteuses pour compenser l'atteinte à son image et à sa réputation financière* ».

7. Cass. com., 6 nov. 1979 : D. 1980, IR 416, note Larroumet.

8. Viney et Jourdain, *Les conditions de la responsabilité*, 2^{ème} éd., § 260, p. 36 ; Mestre, *La protection indépendante du droit de réponse des personnes physiques et des personnes morales contre l'altération de leur personnalité aux yeux du public*, JCP 1974, I, 2623.

9. Cass. 1^{re} civ., 3 juill. 1996 : Bull. civ. I, n° 296.

10. Viney et Jourdain, *Les conditions de la responsabilité*, op. cit. § 89, p. 177 ; Carval, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée*, LGDJ 1995, n° 26 à 29.

11. Voir *infra* II, Impact sur les structures d'exercice de l'analyse financière.

12. Cass. 2^{ème} civ., 23 mai 1977 : Gaz. Pal. 1977, 2, 677 ; 16 avril 1996 : Bull. civ. II, n° 94 ; RTD civ. 1996, 627, note Jourdain.

13. Pour des illustrations voir Chartier, *La réparation du préjudice*, op. cit. n° 211 à 214.

La motivation semble assurée dans sa rédaction. Pourtant, lorsque dans la suite des motifs le juge consulaire indique que « *faute d'éléments suffisants pour statuer sur ces frais supplémentaires* » il décide de nommer un expert judiciaire une question surgit. Où est « *l'évidence* » du préjudice matériel lorsque le juge reconnaît lui-même ne pas disposer des éléments de nature à permettre son évaluation ?

Cette remarque permet d'ailleurs de relever le peu de cas que font les juges de la causalité dans cette affaire. Comme il a été rappelé plus haut, pour le juge consulaire « *l'opinion et les analyses financières d'une grande banque (...) ont nécessairement un impact sur les sociétés* ». La causalité viendrait de ce « nécessairement ». Or, sur ce point, nous sommes loin de l'évidence. A la lecture des dernières évolutions de la loi de sécurité financière il apparaît, au contraire, que la relation de cause à effet n'est pas évidente pour le législateur¹⁴. Ce que sanctionne le droit actuel, ce sont les pratiques ayant pour objet de produire un impact sur les cours de bourse pour obtenir un avantage personnel ou favoriser l'un de ses clients. Mais la loi ne sanctionne pas l'influence de l'analyse en elle-même sur les marchés qui, lorsqu'elle est objective, participe simplement à la nécessaire information financière. Le juge consulaire aurait donc dû éviter de faire l'économie d'une explication sur ce point, d'autant qu'il ne précise pas les éléments sur lesquels il s'est fondé pour estimer qu'une condamnation s'avérerait « nécessaire ».

II. Impact sur les structures d'exercice de l'analyse financière

10. L'affaire LVMH / MORGAN STANLEY accompagne une remise en cause des structures d'exercice de la profession d'analyste financier. La sanction pour préjudice moral prononcée par le juge consulaire révèle, implicitement, une volonté d'indiquer aux autorités de marché et au législateur le besoin d'objectivité et d'indépendance de cette fonction très sensible dans le fonctionnement des marchés qu'est celle d'analyste financier. Les économistes l'ont expliqué depuis fort longtemps. Le marché se nourrit d'information et crée, par l'établissement des cours de bourse, une information qui sera elle-même retraitée. Par conséquent, pour que cette information soit la plus objective possible et qu'elle corresponde aux réalités sociétales, il faut éviter que les travaux des analystes financiers ne soient perturbés par des considérations externes. Il est donc important d'éviter de mélanger les genres,

14. Il n'y a pas de rapport automatique entre l'analyse financière et la baisse des cours dans l'esprit du législateur français. Voir Le Bars, *Adoption d'un statut des services d'analyse financière et des agences de notation*, op. cit., notamment § 8, p. 65.

notamment pour de grandes banques exerçant à la fois les métiers de banque conseil, d'analyste financier et de prise ferme et placement d'instruments financiers.

Si la motivation retenue par le Tribunal de commerce n'est pas à l'abri de toute critique, le jugement du 12 janvier 2004 révèle l'importance de la gestion des conflits d'intérêts dans le domaine de la finance et, plus généralement, des restructurations de sociétés. Présente dans le débat législatif français depuis plusieurs années¹⁵, cette problématique du conflit d'intérêt a connu une accélération évidente dans les récents travaux parlementaires. Sur ce point, le rapport Clément indique que « *les « murailles de Chine » entre services d'analyse et services opérations au sein des banques sont trop souvent des parois japonaises* ». Il formule donc une proposition n° 4, en vertu de laquelle il conviendrait « *d'améliorer la qualité et la sincérité de l'information financière fournie par les analystes de banques en inscrivant le principe des « murailles de Chine » dans la loi* »¹⁶.

11. En réaction à ces remarques, il est possible de se demander, à la lumière de l'affaire LVMH, si la voie législative doit nécessairement être empruntée. La législation française n'est pas en retard par rapport à nos voisins européens. Depuis la loi de sécurité financière, le fait que le Titre III du Règlement général du CMF soit applicable aux analystes financiers a une incidence importante, ce Titre III contenant l'ensemble des principes, modes d'élaboration et de suivi des règles déontologiques. De plus, la sanction prononcée par le Tribunal de commerce révèle que les règles déontologiques, que certains qualifient de « soft law » non assortie de sanctions, ne sont peut être pas si légères que cela. En effet, celui qui ne respecte pas les règles, en favorisant ses intérêts personnels ou en commettant une tromperie quelconque relève, comme tout sujet de droit, de la responsabilité civile délictuelle. Il est responsable de son fait personnel. Cette remarque est importante au regard de la théorie générale des sources. Elle permet de constater que la multiplication des règles élaborées par et pour des professionnels ne s'affranchit jamais du terreau du droit commun, l'abus de droit, de la bonne foi et la responsabilité civile délictuelle étant toujours utilisables en cas de manquements extrêmes.

Le fait de ne pas légiférer aurait sans doute un autre avantage. Il éviterait de stigmatiser une profession dont les remises en cause sont déjà en cours et pour laquelle le « coup d'arrêt » judiciaire du 12 janvier 2004 n'est pas passé inaperçu. Il semble d'autant plus déconseillé de légiférer sur ce point que

15. Pour une présentation de ce conflit d'intérêts, voir *Entreprises et investisseurs : vers le "corporate governance" à la française ?*, Colloque Sénat du 21 mars 1995 à l'initiative de P. MARINI, Regard International, Paris 1995, p. 29 ; G. BERLIOZ, *L'indispensable réforme du droit des sociétés*, Banque et stratégie n° 120, oct. 1995, p. 8.

16. Rapport Clément, op. cit., p. 7.

l'élaboration d'un statut déontologique des analystes financiers a déjà été confié à l'AMF par la loi de sécurité financière, assorti de sanctions prononcées par cette autorité. Emporté par le train des réformes, le législateur n'a pas oublié ses propres lois récentes, mais il indique que « *les enjeux en la matière sont de nature législative* »¹⁷. L'argument semble un peu léger et marque, une fois encore, cette tendance à croire que la loi peut apporter une solution à tous les problèmes. L'adaptabilité et l'impact de la voie judiciaire semblent avoir été démontrés le 12 janvier 2004.

12. En réaction à cette affaire LVMH, de nombreux professionnels de l'analyse financière s'interrogent sur les méthodes devant être mises en place pour éviter que de tels scandales judiciaires ne resurgissent. Il a déjà été plusieurs fois proposé d'instituer un mécanisme de médiation obligatoire par une autorité, pour éviter la publicité des difficultés entre analystes et clients. Le recours à l'arbitrage a également été évoqué. Il n'est pas certain que ces solutions soient appropriées. Il faut éviter de garder occulte des manquements qui ne sont pas admissibles au regard du besoin de précision et d'objectivité nécessaire au bon fonctionnement de l'information financière. De plus, la crainte que les juges admettent de manière systématique la responsabilité des analystes financiers ne doit pas être exagérée. L'affaire LVMH révèle des manquements exceptionnels qui, il faut l'espérer, ne sont pas de pratique courante.

Il demeure, cependant, qu'une restructuration interne des banques s'impose, afin de garantir l'existence de véritables « murailles de chine » entre les services opérationnels sur les titres et les analystes. Il est également essentiel de cesser la pratique de l'indexation des rémunérations d'analystes sur l'évolution des titres qu'ils notent. Filialiser les services d'analyse ou créer des structures d'analyse indépendantes s'impose. Pourtant, il n'est pas certain que ce modèle soit économiquement viable. Adossée à une banque, une structure d'analyse financière constitue une activité entrant dans les frais généraux de la banque. Indépendant, le service d'analyse financière va devoir trouver des clients, sans doute lancer une politique de réduction des coûts, notamment salariaux, dont il n'est pas certain que cela profite à la qualité des analyses délivrées. La synergie a du bon, l'indépendance pourrait faire plus de mal qu'elle ne résoudrait de problèmes. La SEC a déjà imposé à MORGAN STANLEY la création d'un service d'analyse financière indépendant. Il est peut être déjà trop tard pour faire machine arrière ?

17. Rapport Clément, op. cit., p. 49.

Par Benoit LE BARS
Maître de conférence à l'Université de Cergy-Pontoise
Directeur du DESS-DJCE