

Financial Law Institute

Working Paper Series

WP 2004-06



Marc KRUIHOF

***LVMH v. Morgan Stanley: De invloed van
belangenconflicten op de buitencontractuele
aansprakelijkheid van financiële analisten***

July 2004

WP 2004-06

Marc KRUIHOF

***LVMH v. Morgan Stanley: De invloed van belangenconflicten
op de buitencontractuele aansprakelijkheid van financiële
analisten***

Abstract

LVMH v. Morgan Stanley: The Impact of Conflicts of Interest on the Liability of Research Analysts for Incorrect Information or Unwarranted Recommendations

In a potentially landmark decision, the Paris Commercial Court has ordered the investment bank Morgan Stanley to compensate LVMH for damages caused by incorrect information and unwarranted recommendations critical of LVMH issued by Morgan Stanley analysts. This article focuses on the civil law aspects of the judgment, and in particular on the impact of conflicts of interest on research analysts' tort liability. Although certain aspects of the Court's reasoning can be criticized, the implicit principles applied by the Court to reach its conclusions are not only consistent with civil law tort theory, but also analogous to the treatment of conflicts of interest in other areas of the law, such as Anglo-American fiduciary law. However, the arbitrary nature of the amount of damages awarded creates excessive uncertainty for the research analysis sector.

To be published in

Bank- en Financieel Recht, 2004/IV



LVMH v. Morgan Stanley: De invloed van belangenconflicten op de buitencontractuele aansprakelijkheid van financiële analisten wegens incorrecte berichten en opinies¹

MARC KRUTHOF²

A. Korte beschrijving van het vonnis inzake LVMH v. Morgan Stanley

1. De zakenbank Morgan Stanley heeft in een door haar uitgegeven gespecialiseerd tijdschrift, in door haar verspreide rapporten, in *e-mail alerts* gericht aan haar cliënten en in dagbladinterviews met twee van haar medewerkers herhaaldelijk negatieve berichten en opinies verspreid over Moët Hennessy Louis Vuitton (“LVMH”) en positieve berichten en opinies over Gucci, een concurrent van LVMH in de sector van de luxegoederen en in tegenstelling tot LVMH een cliënt van Morgan Stanley. LVMH vordert van Morgan Stanley vergoeding van de hierdoor veroorzaakte schade aan zijn imago, krediet en beurskapitalisatie.

De Rechtbank van Koophandel van Parijs (verder “de Rechtbank”) acht bewezen dat voldoende van de door Morgan Stanley verspreide berichten en opinies incorrect of onterecht waren. Vermits de Rechtbank (1) aanneemt dat Morgan Stanley geen structurele scheiding kende van haar *investment banking* activiteiten en haar diensten van financiële analyse en dat hierdoor een gebrek aan objectiviteit in de analyses van de bank is geslopen en (2) vaststelt dat de berichtgeving eerder systematisch dan occasioneel ten voordele van Gucci en ten nadele van LVMH uitviel, besluit zij dat Morgan Stanley een fout heeft begaan. Het vonnis gaat ervan uit dat de beleggers belang hechten aan de opinies van Morgan Stanley en dat haar berichten het financieel en het merkimago van LVMH hebben geschonden. De morele schade wordt door de Rechtbank soeverein geraamd op €30 miljoen. De materiële schade bestaat volgens het vonnis uit enerzijds de gevolgen van de door Morgan Stanley aan beleggers aanbevolen negatieve discount op de prijs van LVMH-aandelen³ en de effecten hiervan op de markt en anderzijds de specifieke publicitaire maatregelen die LVMH heeft moeten nemen om de imagoschade te trachten ongedaan te maken. Vermits de precieze gegevens nodig om deze materiële schade te begroten ontbreken, stelt het vonnis een expert aan om deze elementen vast te stellen.

2. Deze uitspraak is belangrijk en interessant genoeg om er enkele kanttekeningen bij te plaatsen.⁴ Deze bemerkingen zijn beperkt tot enkele gemeenrechtelijke aansprakelijkheids-

¹ Noot bij Trib. Comm. Paris, 12 januari 2004, *LVMH v. Morgan Stanley*.

² Voltijds verbonden aan het Departement Handelswetenschappen & Bestuurskunde, Hogeschool Gent; deeltijds medewerker bij de Vakgroep Economisch Recht en het Instituut Financieel Recht, Universiteit Gent.

³ Morgan Stanley had in een rapport van 1 augustus 2002 geschreven dat zij aanbevalen “que le titre LVMH devrait se négocier avec une décote de 10% [...]”, terwijl zij in een rapport van 7 november 2002 aanbevalen dat de Gucci aandelen met een premie van 10% worden verhandeld.

⁴ Voor andere reeds verschenen besprekingen van dit vonnis, zie onder meer D. SCHMIDT, “A Propos de l’indépendance et de l’impartialité des analystes financiers”, *Bulletin Joly Sociétés*, Mars 2004, §70, pp. 391-394; A. PIETRANCOSTA, “L’affaire Morgan Stanley/LVMH. Banque d’investissement et analyse financière”, *Revue de Droit Bancaire et Financier*, n° 2 – mars/avril 2004, pp. 131-134; J.-J. DAIGRE, “LVMH c/ Sté Morgan Stanley. Le sens d’une histoire”, *La Semaine Juridique, Édition Générale (JCP, éd. G)*, 6 februari 2004, n° 6, act. 78, pp. 219-220; A. COURET, “Banques d’affaires, analystes financiers et conflits d’intérêts”, *Receuil Dalloz – Cahier Droit des Affaires*, 5 februari 2004, nr. 5/7146, pp. 335-340. Zie over deze uitspraak ook “Valuable Criticism: A French Court Has Acted Against the Interests of Investors”, *Financial Times*, 14 januari 2004, 18; “LVMH Weighs on Morgan Stanley – To Publish Research or Not: Brokerage House Could Lose Either Way After Ruling”, *The Wall Street Journal Europe*, 22 januari 2004, M1.



facetten van deze beslissing; op recente financiële regelgeving die in de toekomst de problematiek van de belangenconflicten waarmee analisten kunnen worden geconfronteerd zullen beheersen,⁵ wordt hier niet ingegaan.⁶

B. De fout: onzorgvuldigheid versus partijdigheid

3. De Parijse Rechtbank oordeelt dat Morgan Stanley een fout heeft begaan in de zin van Artikel 1382, B.W. Als eerste basis voor dergelijke conclusie stellen de rechters vast dat Morgan Stanley een aantal incorrecte berichten en onterechte opinies over LVMH heeft verspreid.⁷ Het vonnis vermeldt hierover:

- dat tijdens een periode van drie jaar het door Morgan Stanley gepubliceerde gespecialiseerde weekblad *Luxury Goods Weekly* tot 95 keer verkeerdelijk vermeldde dat een van haar medewerkers bestuurder was van LVMH; dit vond de Rechtbank des te meer een probleem, omdat dergelijke band tussen beide vennootschappen bij de beleggers onterecht de indruk zou kunnen hebben gewekt dat wat Morgan Stanley over LVMH zei wel waar moest zijn;
- dat MICHAEL ZAOUÏ, directeur van Morgan Stanley verantwoordelijk voor de *investment banking* activiteiten in Europa, in een op 16 maart 2002 gepubliceerd interview met de *Financial Times* vermeldde dat de schuldratio van LVMH 37% bedroeg in contrast met een netto liquiditeitspositie van €1,5 miljard voor Gucci, terwijl de vermelde schuldratio negen maanden oud was en ten tijde van de publicatie van het interview reeds was gedaald tot 28%, zonder dat deze verklaring achteraf werd gerectificeerd;
- dat Morgan Stanley op 17 juli 2002 twee *e-mail alerts* heeft gestuurd aan haar cliënten waarin werd gewaarschuwd dat de Standard & Poor's rating van Morgan Stanley op het punt stond te dalen, terwijl deze informatie drie maanden oud was en ondertussen de financiële situatie van LVMH was verbeterd;
- dat Morgan Stanley in een analyserapport van 1 augustus 2002 schreef dat het van oordeel was dat het merk Louis Vuitton de "maturiteit" had bereikt en aanbeval dat de aandelen van LVMH met een discount van 10% worden gekocht, implicerend dat de groep zijn hoogtepunt had bereikt en alleen nog maar kon dalen, terwijl in een rapport van 7 november 2002 werd aanbevolen dat de aandelen van Gucci met een premie van 10% worden gekocht omdat deze firma geen moderisico loopt;
- dat Morgan Stanley – het vonnis geeft niet aan waar precies – heeft opgemerkt dat LVMH kwetsbaar is voor een daling van de yen zonder gelijkaardige waarschuwing te geven

⁵ Zo bv. Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (Marktmisbruik), *Pb.L.* 96/16 van 12 april 2003; Richtlijn 2003/125/EG van de Commissie van 22 december 2003 tot Uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de juiste voorstelling van beleggingsaanbevelingen en de bekendmaking van belangenconflicten Betreft, *Pb.L.* 339/73 van 24 december 2003.

⁶ Over de problematiek van de belangenconflicten in het algemeen, zie M. KRUIHOF, "Bescherming van de belegger bij belangenconflicten in multifunctionele financiële instellingen", in M. TISON (ed.), *Bescherming van de belegger en de e-belegger – La protection de l'investisseur et de l'e-investisseur*, Cahiers AEDBF/EBFR-Belgium nr. 14, Brussel: Bruylant, 45-151 (2002).

⁷ Morgan Stanley heeft in haar verweer ontkend dat verschillende van de door LVMH aangevoerde berichten en opinies incorrect of onterecht waren. Eigenaardig genoeg wordt in het vonnis, dat uiteindelijk de meeste van de door LVMH aangevoerde berichten inderdaad als incorrect of onterecht beschouwt, niet specifiek geantwoord op verschillende van deze door Morgan Stanley aangevoerde elementen.



voor Gucci, terwijl zowel de verkopen in Japan als de verkopen aan Japanse toeristen een grotere fractie van de totale verkopen vertegenwoordigen voor Gucci dan voor LVMH; en

- dat in een op 30 april 2001 gepubliceerd interview met *Corriere della Sera* het hoofd van de financiële analyse in de sector der luxegoederen en steranalist van Morgan Stanley, CLAIRE KENT, twijfels heeft geuit over het dynamisme van het management van een dochtervennootschap van LVMH en zich lovend heeft uitgesproken over het beheer van Gucci, terwijl de feiten deze opinie niet lijken te hebben bevestigd.

4. Het feit dat deze berichten en opinies incorrect of onterecht waren, is echter op zich onvoldoende om tot een fout in hoofde van Morgan Stanley te besluiten. Immers, een financiële analist heeft op basis van Artikel 1382, B.W., geen resultaatsverbintenis enkel “correcte” uitspraken te doen.⁸ Financiële analyse bevat in essentie interpreterende, beoordelende en voorspellende elementen, waarbij de persoonlijke opinie en zelfs de intuïtie van de analist een rol spelen.⁹ Er kan van een financiële analist in die zin dan ook geen *volstrekte* objectiviteit worden verwacht. Om tot een fout te besluiten, dienen de berichten en opinies dus niet alleen incorrect of onterecht te zijn, maar moet dit bovendien het gevolg zijn van handelingen die een normaal zorgvuldige analist niet zou hebben gesteld.¹⁰

5. Met betrekking tot de algemene onzorgvuldigheid van Morgan Stanley is de motivering in het vonnis bijzonder karig. Eigenlijk vermeldt de Rechtbank hierover alleen dat de incorrecte berichtgeving “ne peut être imputé à une simple erreur, s’agissant d’un professionnel du secteur du luxe de réputation mondiale” en dat Morgan Stanley als professioneel van de financiële analyse met wereldreputatie “doit contrôler ses informations et les vérifier constamment”, hierbij implicerend dat Morgan Stanley dit niet heeft gedaan, doch zonder dit specifiek aan te tonen. Op zich lijken deze overwegingen toch vrij licht tot het besluit te komen dat Morgan Stanley *in concreto* een fout zou hebben begaan.

6. Dit is ons inziens echter te verklaren doordat het oordeel van de Rechtbank eigenlijk niet is gebaseerd op een inbreuk op de *algemene* zorgvuldigheidsnorm maar wel op een inbreuk op wat wordt genoemd de onafhankelijkheidsplicht (*devoir d’indépendance*) en de onpartij-

⁸ Cf. A. COURET, *op. cit. supra* voetnoot 4, p. 337, §16 (“Il est bien évident que le métier de l’analyste financier étant de porter une appréciation, on ne saurait exiger de lui que chacune de ses affirmations soit le reflet d’une vérité au demeurant bien difficile à déterminer”).

⁹ Zie J.-J. DAIGRE, *op. cit. supra* voetnoot 4, p. 219, die verwijst naar TGI Paris, 8 februari 2002, *Banque et Droit*, nr. 83, mei-juni 2002, p. 26, waarin het Tribunal de Grande Instance de Paris stelde: “comme toute évaluation prévisionnelle faite par des spécialistes de la bourse, les évaluations optimistes de l’analyste financier de la (banque) avaient un caractère aléatoire et spéculatif et devaient être prises en compte avec prudence”; zie ook A. PIETRANCOSTA, *op. cit. supra* voetnoot 4, p. 133.

¹⁰ Cf. de aansprakelijkheid van de journalist voor incorrecte berichtgeving: hiervoor is niet alleen vereist dat de berichtgeving incorrect was, maar dat het feit dat het bericht niet-correct was werd veroorzaakt door de fout van de journalist. Journalisten hebben dus geen resultaatsverbintenis op basis waarvan zij dienen te waarborgen dat alle door hen verspreide berichten 100% correct zijn; ze zijn alleen gehouden tot een middelenverbintenis om de nodige inspanningen te leveren om accuratesse na te streven. Zie hierover H. VANDENBERGHE, “Gemeenrechtelijke aansprakelijkheid voor geschreven persbijdragen”, in L. NEELS (ed.), *Mediarecht 1983 – Referatenbundel van de studiedag ingericht door de Faculteiten Rechtsgeleerdheid en Sociale Wetenschappen van de K.U. Leuven op 18 november 1983*, Antwerpen: Kluwer Rechtswetenschappen, pp. 3-35, i.h.b. nr. 7, 9 (1984); zie voor toepassing op de mogelijke aansprakelijkheid van redactionele consumentenvoorlichting, J. BLOMME, W. COPPENS, L. CRIEL & J. VANDEN BULCKE, “De juridische aansprakelijkheid van de consumentenbladen”, in G. SCHRANS (ed.), *Economie op zoek naar recht 2*, Antwerpen-Amsterdam: Standaard Wetenschappelijke Uitgeverij, pp. 111-121 (1974); G. GOUDET, “Droit de critique et consommation”, *Rev. Tr. Dr. Com.*, 1980, 25 e.v.



digheidsplicht (*devoir d'impartialité*).¹¹ Morgan Stanley wordt eigenlijk niet zozeer verweten *onvoldoende* inspanningen te hebben geleverd om accuratesse na te streven maar wel aangewezen *intentioneel* haar financiële analyseactiviteiten te hebben *misbruikt* om Gucci te beoordelen ten koste van LVMH, en zich dus schuldig te hebben gemaakt “d’un dénigrement à l’encontre de LVMH”. Terwijl er van een financiële analist gezien de aard van zijn activiteit geen volstrekte objectiviteit kan worden verwacht, vereist het vertrouwen dat in zijn berichtgeving wordt gesteld immers wel dat hij zich onthoudt van vooringenomenheid op basis van zijn persoonlijke belangen.¹²

C. Het bewijs van partijdigheid

7. De Parijse Rechtbank baseert de conclusie dat Morgan Stanley een inbreuk heeft gepleegd op deze onpartijdigheidsplicht op twee premissen:¹³ ten eerste dat Morgan Stanley als *investment bank* er belang bij had LVMH in een slecht daglicht te stellen, en ten tweede dat de structuur van Morgan Stanley geen strikte scheiding tussen de diensten *investment banking* en financiële analyse bevatte, waardoor haar analyses werden beïnvloed door haar belangenconflicten en manifest een gebrek aan objectiviteit vertoonden.

8. De eerste premisse – dat Morgan Stanley *in concreto* werd geconfronteerd met een belangenconflict – wordt vrij gemakkelijk vastgesteld. Gucci is sinds 1995 een cliënt van Morgan Stanley. Het is een publiek geheim dat de relatie tussen LVMH enerzijds en Gucci en Morgan Stanley anderzijds niet bepaald amicaal kan worden genoemd: in een meer dan twee jaar durende bittere strijd heeft LVMH geprobeerd de controle over Gucci te verwerven, en deze poging is mislukt doordat Pinault-Printemps-Redoute (PPR) er – met de hulp van het bestuur van Gucci en Morgan Stanley – is in geslaagd de controle over Gucci te verwerven.¹⁴ Morgan Stanley heeft Gucci ook onder meer bijgestaan bij de verwerving van verschillende ondernemingen, waaronder Yves Saint-Laurent, waardoor Gucci kon uitgroeien tot een belangrijke concurrent voor LVMH in de sector van de luxe goederen. Het is vrij evident dat

¹¹ Cf. J.-J. DAIGRE, *op. cit. supra* voetnoot 4, p. 220 (“Le reproche essentiellement fait à la banque n’est pas fondamentalement d’avoir diffusé des analyses et fait des déclarations publiques comportant des prévisions erronées, mais d’avoir produit des analyses et réalisé des interviews volontairement orientées”); A. COURET, *op. cit. supra* voetnoot 4, p. 339 (de Parijse Rechtbank “sanctionne une faute lourde dont il dit qu’elle est sous-tendue par une volonté de dénigrement. Le jugement ne remet pas en cause le droit à l’erreur : il stigmatise l’erreur consciente, celle qu’il considère comme délibérée”).

¹² Cf. R. VANDEPUTTE, *Het aquiliaans foutbegrip*, in Reeks Aansprakelijkheidsrecht 2, Antwerpen: Maklu, p. 71, nr. 37 (1983); zie ook D.R. FISCHER & D.J. ROSS, “Should the Law Prohibit ‘Manipulation’ in Financial Markets?”, 105 *Harv. L. Rev.* 503-553, p. 525-526 (1991), die het geval van een financiële analist die met het oog op persoonlijk gewin aanbevelingen verspreidt die niet overeenstemmen met zijn persoonlijke overtuiging aanhalen als een geval van “*fraud*”.

¹³ Zie ook D. SCHMIDT, *op. cit. supra* voetnoot 4, p. 391-392; A. PIETRANCOSTA, *op. cit. supra* voetnoot 4, p. 133.

¹⁴ Zie hierover algemeen “Gucci Watch: Behind the Competition for Luxury-Goods Firm is a New European Ethic – Two U.S.-Style Entrepreneurs, Pinault and Arnault, Battle with Hard-Nosed Daring”, *The Wall Street Journal*, 22 maart 1999, A1; “Gucci Ordered to Consider LVMH Offer – Dutch Court Also Upholds Rival Bidder’s Purchase of Stake in Italian Firm”, *The Wall Street Journal*, 23 maart 1999, A18; “Dutch Court to Formalize Crucial Order Affecting LVMH’s Hostile Bid for Gucci”, *Financial Times*, 26 maart 1999, Abstracts 24; “At Last, Gucci Settlement Suits Men Behind PPR, LVMH – After More than Two Years, Pinault to Control House, Arnault to Take Big Gain”, *The Wall Street Journal*, 11 september 2001, A18; in ons land, zie “Pinault en Arnault echten nog om controle over Italiaans Gucci”, *De Financieel Economische Tijd*, 20 maart 1999; “Gucci moet openbaar bod van LVMH onderzoeken”, *De Financieel Economische Tijd*, 23 maart 1999; “Italiaans modehuis Gucci in handen van PPR”, *De Financieel Economische Tijd*, 11 september 2001.



Morgan Stanley er belang bij had haar cliënt te steunen, en negatieve berichten over LVMH kunnen hiertoe bijdragen.

9. Maar het is natuurlijk niet omdat Morgan Stanley er belang bij had LVMH te benadelen, dat zij dit ook effectief heeft trachten te doen. Om dit vast te stellen, hanteert het vonnis zoals gezegd een tweede premisse, namelijk dat de financiële analyses van Morgan Stanley werden beïnvloed door dit belangenconflict doordat de interne structuur en werking van Morgan Stanley gebrekkig was. Dat aan deze premisse is voldaan, baseert de Rechtbank op een in de Verenigde Staten van Amerika gevoerd onderzoek en de schikking die hiervan het resultaat was. Voordat we op dit onderdeel in de redenering van de Rechtbank verder ingaan,¹⁵ is het aangewezen deze Amerikaanse episode even te duiden.

1. Het SEC onderzoek en de Amerikaanse schikking

10. In de naweeën van het barsten van de zogenaamde *Internet Bubble* in het voorjaar van 2000 is er heel wat deining ontstaan over de belangenconflicten waarmee financiële analisten kunnen worden geconfronteerd.¹⁶ De Amerikaanse federale Securities and Exchange Commission (“SEC”), de Attorney General (“A.G.”) van de staat New York Eliot Spitzer, de North American Securities Administrators Association (“NASAA”), de National Association of Securities Dealers (“NASD”), de New York Stock Exchange (“NYSE”), en toezichtsautoriteiten van verschillende Amerikaanse staten startten in 2002 een gezamenlijk onderzoek over deze problematiek.¹⁷ Dit leidde uiteindelijk tot een historisch geheel van schikkingen met tien belangrijke effectenmakelaars (*brokerage firms*) waaronder Morgan Stanley,¹⁸

¹⁵ Zie *infra* §13 e.v.

¹⁶ Zie bijvoorbeeld *Analyzing the Analysts*, Hearings before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises of the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, 107th Congress, First Session, 14 juni & 31 juli 2001, Serial No. 107-25 (printed version te downloaden van op <<http://financialservices.house.gov/media/pdf/107-25.pdf>>, geraadpleegd op 13 juli 2004); *Report on Analyst Conflicts of Interest*, A Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), september 2003, te vinden op de Web Site van IOSCO (<www.iosco.org/library/index.cfm?whereami=pubdocs>, geraadpleegd op 20 juli 2004); voor Europa, zie bijvoorbeeld de werkzaamheden van de Forum Group on Financial Analysts, aangesteld door de Europese Commissie (zie Press Release IP/02/1763 van 28 november 2002, te vinden op de Web Site van de Commissie op <<http://europa.eu.int/rapid/searchAction.do>>, geraadpleegd op 20 juli 2004), en *Financial Analysts: Best Practices in an Integrated European Financial Market*, Recommendations from the Forum Group to the European Commission Services, 4 september 2003, te vinden op de Web Site van de Europese Commissie (<http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/analysts/index_en.htm>, geraadpleegd op 20 juli 2004).

¹⁷ Zie *SEC Launches Inquiry into Research Analyst Conflicts*, SEC Press Release 2002-56 van 25 april 2002, te vinden op de Web Site van de SEC (<www.sec.gov/news/press/pressarchive.shtml>, geraadpleegd op 13 juli 2004); zie ook “SEC Joins Pack, Opens Inquiry into Analysts”, *The Wall Street Journal*, 26 april 2002, C1; “Companies & Finance International – Top Cop Takes a Tough Line”, *Financial Times*, 29 april 2002, P28; en in ons land: “SEC begint onderzoek in analistenaffaire”, *De Financieel Economische Tijd*, 27 april 2002; “Beurscommissie onderzoekt belangenconflicten Wall Street”, *De Standaard*, 27 april 2002.

¹⁸ De effectenmakelaars waren U.S. Bancorp Piper Jaffray, Morgan Stanley & Co., Lehman Brothers, Merrill Lynch, J.P. Morgan Securities, Goldman, Sachs & Co., UBS Warburg, Citigroup Global Markets, Credit Suisse First Boston, en Bear, Stearns & Co. De inhoud van de vorderingen van de SEC en de met deze financiële instellingen bereikte schikkingen – voordat deze door de rechtbank werden goedgekeurd – kan worden gevonden in de betreffende documenten opgenomen in verschillende SEC Litigation Releases van 28 april 2003, te downloaden van op de Web Site van de SEC (<www.sec.gov/litigation/litreleases.shtml>, geraadpleegd op 12 juli 2004).



waarbij in totaal meer dan \$1,3 miljard aan monetaire sancties werden opgelegd,¹⁹ dat werd goedgekeurd door de United States District Court for the Southern District of New York op 31 oktober 2003.²⁰

11. In haar klacht tegen Morgan Stanley²¹ beweerde de SEC ten eerste dat deze firma inbreuken had gepleegd op NASD Conduct Rule 2110²² en NYSE Rules 401²³ en 476(a)(6)²⁴ door handelingen te stellen die de financiële analisten blootstelden aan ongepaste invloed vanuit haar *investment banking* activiteiten en hen zo had opgehadeld met belangenconflicten, en dat Morgan Stanley deze belangenconflicten niet op een adequate of gepaste manier had beheerst.²⁵ Specifiek werd Morgan Stanley verweten het werk van de financiële analisten te gebruiken als marketing instrument bij het trachten te winnen van potentiële cliënten en behouden van huidige cliënten voor *investment banking* business,²⁶ en de analisten ook *investment banking* gerelateerde functies te laten uitoefenen, zoals de identificatie van potentiële cliënten.²⁷ Bovendien bleek het inkomen van de analisten in belangrijke mate af te hangen van en te worden bepaald op basis van hun directe of indirecte bijdrage tot de *investment banking* activiteiten van de firma.²⁸

De tweede klacht die in de hier besproken context relevant is, betrof inbreuken op NASD Conduct Rule 3010(a)²⁹ en NYSE Rule 342³⁰ doordat Morgan Stanley geen adequate proce-

¹⁹ Zie algemeen *Ten of Nation's Top Investment Firms Settle Enforcement Actions Involving Conflicts of Interest Between Research and Investment Banking*, SEC Press Release 2003-54 van 28 april 2003, te vinden op de Web Site van de SEC (<www.sec.gov/news/press.shtml>, geraadpleegd op 13 juli 2004); zie ook *The Impact of the Global Settlement*, Hearing before the US Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, 7 mei 2003, te downloaden van op de Web Site van de Committee (<<http://banking.senate.gov/>>, geraadpleegd op 13 juli 2004); zie hierover ook "Wall Street Firms to Pay \$1.4 Billion to End Inquiry – Record Payment Settles Conflict-of-Interest Charges; Dozens of New Examples", *The Wall Street Journal*, 29 april 2003, A1; "US banks' Day of Reckoning after 'Betrayal' of Investors.", *Financial Times*, 29 april 2003, P1; "A Sour Aftertaste – The Wall Street Settlement", *The Economist*, 3 mei 2003; en in ons land: "Schikking kost Wall Street 1,4 miljard dollar", *De Financieel Economische Tijd*, 29 april 2003; "Wall Street zet punt achter onderzoek belangenconflicten", *De Standaard*, 29 april 2003.

²⁰ Zie *Federal Court Approves Global Research Analyst Settlement*, SEC Litigation Release nr. 18438 van 31 oktober 2003, te vinden op de Web Site van de SEC (<www.sec.gov/litigation/litreleases.shtml>, geraadpleegd op 14 juli 2004). In deze Litigation Release vindt men ook links naar de uiteindelijk door de rechtbank goedgekeurde schikkingen met alle betrokken financiële instellingen.

²¹ Zie *Securities and Exchange Commission v. Morgan Stanley & Co., Inc.*, 03 SV 2948 (S.D.N.Y.), Complaint, opgenomen in SEC Litigation Release nr. 18117 van 28 april 2003, te vinden op de Web Site van de SEC (<www.sec.gov/litigation/litreleases.shtml>, geraadpleegd op 12 juli 2004), verder afgekort als "SEC, *Morgan Stanley Complaint*".

²² "A member, in the conduct of his business, shall observe high standards of commercial honor and just and equitable principles of trade."

²³ "Every member, allied member and member organization shall at all times adhere to the principles of good business practice in the conduct of his or its business affairs."

²⁴ Deze regel voorziet in sancties voor "conduct or proceeding inconsistent with just and equitable principles of trade".

²⁵ SEC, *Morgan Stanley Complaint*, *supra* voetnoot 21, par. 60-65.

²⁶ SEC, *Morgan Stanley Complaint*, *supra* voetnoot 21, par. 11-32.

²⁷ SEC, *Morgan Stanley Complaint*, *supra* voetnoot 21, par. 12 & 33-36.

²⁸ SEC, *Morgan Stanley Complaint*, *supra* voetnoot 21, par. 37-50.

²⁹ "Each member shall establish and maintain a system to supervise the activities of each registered representative and associated person that is reasonably designed to achieve compliance with applicable securities laws and regulations, and with the Rules of this Association. [...]"

³⁰ "[...] The general partners or directors of each member organization shall provide for appropriate supervisory control [...] of the organization and compliance with securities' laws and regulations. This person



dures had ingesteld noch gehandhaafd om haar financiële analisten te beschermen tegen belangenconflicten, en het werk van *senior analysts*, de inhoud van hun rapporten en de redelijkheid van hun ratings niet adequaat had gesuperviseerd.³¹

12. Het vonnis van het U.S. District Court for the Southern District of New York dat de schikking tussen de SEC en Morgan Stanley bevestigt en bindende kracht bezorgt³² – op basis waarvan de SEC zich verbond af te zien van het instellen van een procedure tegen Morgan Stanley op basis van Sections 15(b), 15B, 15C of 19(h) van de Securities Exchange Act of 1934³³ – voorziet in remedies die als volgt kunnen worden samengevat:

- Bevel tot staking: Morgan Stanley stemt in met een permanent verbod om (1) handelingen te stellen die ongepaste invloed van de *investment banking* activiteiten op de financiële analisten creëren of instandhouden en zo belangenconflicten creëren voor de analisten zonder deze conflicten op een adequate en gepaste manier te beheersen, en (2) impliciet of expliciet gunstige *research coverage* te beloven aan cliënten of potentiële cliënten van de *investment banking* activiteiten.³⁴
- Structurele maatregelen: Morgan Stanley zal een zogenaamde Chinese muur instellen tussen haar financiële analyse en *investment banking* activiteiten.³⁵ Hiertoe moeten beide activiteiten op andere fysieke locaties worden ondergebracht, gescheiden rapporteringslijnen worden ingesteld, afzonderlijk juridisch en *compliance* personeel worden aangesteld en gescheiden budgetteringsprocessen worden gebruikt. *Investment banking* personeel mag geen invloed uitoefenen op het bepalen van welke bedrijven door de analisten worden gevolgd, en analisten mogen niet deelnemen aan de marketing- en promotieactiviteiten van de *investment banking* afdeling. De compensatie en evaluatie van analisten moet volledig worden losgekoppeld van de *investment banking* activiteiten en resultaten, en voortaan in belangrijke mate worden gebaseerd op de kwaliteit en accuratesse van de research van de analist. Morgan Stanley moet ten slotte geschikte toezichtsprocedures instellen en handhaven om permanent te verifiëren of er geen ongepaste invloed wordt uitgeoefend door de *investment banking* activiteiten van de bank op de financiële analyses.³⁶
- Informatieverstrekking aan beleggers: Morgan Stanley zal in alle research rapporten vooraan moeten melden dat “Morgan Stanley does and seeks to do business with

shall: [...] establish a separate system of follow-up and review to determine that the delegated authority and responsibility is being properly exercised.”

³¹ SEC, *Morgan Stanley Complaint*, *supra* voetnoot 21, par. 54-59 & 72-76.

³² *Securities and Exchange Commission v. Morgan Stanley & Co., Inc.*, Civil Action No. 03 Civ. 2948 (WHP), 31 oktober 2003 (S.D.N.Y.), opgenomen in Litigation Release No. 18438 van 31 oktober 2003, te vinden op de Web Site van de SEC (<www.sec.gov/litigation/litreleases.shtml>, geraadpleegd op 14 juli 2004), verder afgekort als “*SEC v. Morgan Stanley*, Final Judgment”.

³³ 15 U.S.C. §§ 78o(b), 78o-4, 78o-5 en 78s(h). Deze Sections betreffen de bevoegdheid van de SEC om de registratie van effectenmakelaars, vereist om dat type activiteiten uit te oefenen, te schorsen of in te trekken wegens inbreuken op de op die makelaars toepasselijke gedragsregels.

³⁴ *SEC v. Morgan Stanley*, Final Judgment, *supra* voetnoot 32, I.A.

³⁵ *Securities and Exchange Commission v. Morgan Stanley & Co., Inc.*, Civil Action No. 03 Civ. 2948 (WHP), 31 oktober 2003 (S.D.N.Y.), Addendum A, Undertakings, I, opgenomen in Litigation Release No. 18438 van 31 oktober 2003, te vinden op de Web Site van de SEC (<www.sec.gov/litigation/litreleases.shtml>, geraadpleegd op 14 juli 2004), verder afgekort als “*SEC v. Morgan Stanley*, Undertakings”. Over dit type maatregelen in het algemeen, zie H. McVEA, *Financial Conglomerates and the Chinese Wall. Regulating Conflicts of Interest*, Oxford: Clarendon Press, 123-126 (1993); N.S. POSER, “Chinese Wall or Emperor’s New Clothes?”, 9 *The Company Lawyer* 119 & 159-163 (1988).

³⁶ *SEC v. Morgan Stanley*, Final Judgment, *supra* voetnoot 32, I.C.



companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report.”³⁷ Wanneer de analisten van Morgan Stanley ermee stoppen een bepaald bedrijf te volgen en te analyseren, dient Morgan Stanley een laatste rapport te publiceren waarin de redenen voor dit beëindigen worden uiteengezet.³⁸ Elk kwartaal dient Morgan Stanley op haar Web Site een overzicht te plaatsen van de gedetailleerde prestaties van haar analisten,³⁹ op basis waarvan op termijn door andere instellingen beleggersvriendelijke overzichten kunnen worden opgesteld over de accuratesse van de research van de firma, waardoor de concurrentie tussen de verschillende research analyse firma's zal verscherpen.⁴⁰

- Het beschikbaar stellen van onafhankelijke research: Morgan Stanley moet voor haar cliënten ten belope van \$75 miljoen⁴¹ financiële research betrekken bij niet minder dan drie onafhankelijke derde firma's. Morgan Stanley moet de beschikbaarheid van deze research melden aan haar cliënten in rekeninguittreksels, in haar eigen research rapporten en op haar Web Site.⁴²
- Monetaire sancties: Morgan Stanley betaalt enerzijds een *civil penalty* ten belope van \$25 miljoen,⁴³ en anderzijds een *disgorgement*⁴⁴ ten belope van \$25 miljoen om een fonds te stijven waaruit geschade beleggers zullen worden vergoed.⁴⁵

2. De relevantie van de Amerikaanse schikking in dit geschil

13. Het Parijse vonnis neemt – tegen het bezwaar van Morgan Stanley in maar zonder te argumenteren waarom – de klachten geuit door de SEC en A.G. Spitzer en het bestaan van de Amerikaanse schikking expliciet als basis om vast te stellen dat (1) de structuur van Morgan Stanley geen strikte scheiding tussen de diensten *investment banking* en financiële analyse bevatte en dat (2) haar analyses hierdoor werden beïnvloed door belangenconflicten en dus manifest een gebrek aan objectiviteit vertoonden. Dit is merkwaardig om twee redenen.

14. Vooreerst heeft Morgan Stanley door toe te stemmen tot de schikking deze aantijgingen bevestigd noch ontkend.⁴⁶ Het Amerikaanse vonnis stelt deze feiten en de onrechtmatigheid

³⁷ *SEC v. Morgan Stanley*, Undertakings, *supra* voetnoot 35, II.1.

³⁸ *SEC v. Morgan Stanley*, Undertakings, *supra* voetnoot 35, I.8.

³⁹ *SEC v. Morgan Stanley*, Undertakings, *supra* voetnoot 35, II.2.

⁴⁰ Zie W.H. DONALDSON (Chairman, S.E.C.), *Testimony Concerning Global Research Analyst Settlement*, Getuigenis voor de U.S. Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 7 mei 2003, VI, C. (Terms of the Settlements, Enhanced Disclosures), te downloaden van op de Web Site van de Senate Committee (<<http://banking.senate.gov/>>, geraadpleegd op 13 juli 2004), ook te vinden op de Web Site van de SEC (<www.sec.gov/news/testimony.shtml>, geraadpleegd op 13 juli 2004).

⁴¹ *SEC v. Morgan Stanley*, Final Judgment, *supra* voetnoot 32, II.A.3.

⁴² *SEC v. Morgan Stanley*, Undertakings, *supra* voetnoot 35, III.

⁴³ *SEC v. Morgan Stanley*, Final Judgment, *supra* voetnoot 32, II.A.1.

⁴⁴ *Disgorgement* is een typische vorm van *equitable remedy* waarbij de opbrengsten behaald uit een handeling die strijdig is met het *equity* moeten worden afgestaan. Een analoge sanctie wordt hier en daar ook aangewend in het *common law* contractenrecht; zie E.A. FARNSWORTH, “Your Loss or My Gain? The Dilemma of the Disgorgement Principle in Breach of Contract”, 94 *Yale L. J.* 1339-1393 (1985).

⁴⁵ *SEC v. Morgan Stanley*, Final Judgment, *supra* voetnoot 32, II.A.2.

⁴⁶ Zoals opgenomen in 17 C.F.R. §202.5(e) heeft de SEC als beleid geen schikkingen met remedies te aanvaarden wanneer de betrokken persoon de feiten op basis waarvan de SEC de remedies nodig en nuttig acht ontkent. Het is om deze reden dat Morgan Stanley de aantijgingen van de SEC in deze procedure niet kon blijven ontkennen. Zie *Securities and Exchange Commission v. Morgan Stanley & Co., Inc.*, 03 SV 2948



van de structuur en werking van Morgan Stanley dan ook niet vast.⁴⁷ In het kader van een vordering op basis van Artikel 1382, B.W., dient de eiser normaliter de feiten die volgens hem de fout van de verweerder vormen en die door de verweerder worden betwist, te bewijzen.⁴⁸ Het vonnis stelt het bewijs dat de analyses uitgevoerd door Morgan Stanley een gebrek aan objectiviteit vertoonden en dat dit te wijten zou zijn aan het ontbreken van een Chinese muur binnen Morgan Stanley echter niet zelf vast. Het berust blijkbaar op de omstandigheid dat andere eisers in een andere procedure over de structuur en werking van de zakenbank in een ander land⁴⁹ het bestaan van gelijkaardige feiten hebben *beweerd*, zonder dat deze feiten in die buitenlandse procedure door de verweerder werden toegegeven en zonder dat deze feiten door de rechter in die procedure werden *vastgesteld*.⁵⁰ Dit is des te merkwaardiger in het licht van het feit dat de betreffende vaststellingen door de SEC en A.G. Spitzer zelfs in het Amerikaanse rechtstelsel geen bewijskracht hebben die door Amerikaanse rechtbanken in andere geschillen zonder meer zou worden erkend.⁵¹

Natuurlijk betekent dit niet dat Morgan Stanley zich niet zou hebben bezondigd aan dergelijke inbreuken en dat de analyses uitgevoerd en gepubliceerd door Morgan Stanley wel onpartijdig zouden zijn, maar wel dat de Rechtbank deze firma alleen op basis van de gehanteerde redenering aansprakelijk kon stellen voor zover die feiten in een tegensprekelijk debat effectief door LVMH werden bewezen, wat hier toch niet echt blijkt te zijn gebeurd.

15. Hier komen we bij de tweede reden waarom de redenering van de Rechtbank op dit punt merkwaardig is. Er is een essentieel verschil tussen de vaststellingen van de SEC en de andere eisers in de Amerikaanse procedure en de vaststellingen die in het Parijse geschil zouden nodig zijn om tot aansprakelijkheid van Morgan Stanley te komen op basis van de door de Rechtbank gehanteerde redenering. De Amerikaanse procedure werd voornamelijk geïnspireerd door beleidsmotieven, gericht op het doorvoeren van herstructureringen en gedragswijzigingen in de sector van de financiële analyse om in de toekomst problemen te vermijden en vooral het vertrouwen in de sector te herstellen. De vaststellingen die hierbij relevant zijn,

(S.D.N.Y.), Consent of Morgan Stanley & Co. Incorporated, par. 18, opgenomen in SEC Litigation Release nr. 18117 van 28 april 2003, te vinden op de SEC Web Site (<www.sec.gov/litigation/litreleases.shtml>, geraadpleegd op 14 juli 2004), verder afgekort als “*SEC v. Morgan Stanley*, Consent”.

⁴⁷ *SEC v. Morgan Stanley*, Final Judgment, *supra* voetnoot 32, stelt expliciet in de aanhef: “[...] Defendant Morgan Stanley [...] having [...] consented to entry of this Final Judgment without admitting or denying the allegations of the Complaint (except as to jurisdiction) [...]”.

⁴⁸ Voor Belgisch recht, zie L. CORNELIS, *Beginselen van het Belgische buitencontractuele aansprakelijkheidsrecht*, Antwerpen-Apeldoorn: Maklu Uitgevers & Brussel: CED-Samsom, Deel I, §31, pp. 47-48 (1989).

⁴⁹ Morgan Stanley wierp expliciet als verweer op dat “LMH [...] déforme le contenu et les conséquences des procédures américaines [...] en partant du postulat – erroné – que des fraudes auraient été commises aux États-Unis par Morgan Stanley et que de telles fraudes l’auraient été aussi en Grande-Bretagne et en France.”

⁵⁰ Cf. A. PIETRANCOSTA, *op. cit. supra* voetnoot 4, p. 133 (“[...] on pourra cependant rester sur sa faim à la lecture du jugement qui, pour l’essentiel, se contente de renvoyer à des éléments d’enquêtes, non attestés judiciairement, effectuées aux États-Unis”); A. COURET, *op. cit. supra* voetnoot 4, p. 339, §25 (“On peut au demeurant, à la lecture du jugement, s’interroger sur la réalité de ce phénomène car il paraît découler davantage du passé reproché à la banque et qui a fait l’objet d’une transaction avec le parquet de New York que de certitudes démontrées par les demandeurs”).

⁵¹ Dat is precies de reden waarom de schikkingen de vermelding bevatten dat de financiële instellingen toestemmen zonder de beweringen van de eis te bekennen. In de paragraaf in de toestemming van Morgan Stanley tot de schikking waarin wordt verduidelijkt waarom Morgan Stanley de aantijgingen ook niet ontkent (zie hierover *supra* voetnoot 46), goedgekeurd door de SEC en de rechtbank, staat hierover expliciet dat “[n]othing in this paragraph affects Defendant’s: [...] right to take legal or factual positions in defense of litigation or in defense of other legal proceedings in which the Commission is not a party”; zie *SEC v. Morgan Stanley*, Consent, *supra* voetnoot 46, par. 18.

zijn globaal en stellen alleen algemene tendensen vast, zonder noodzakelijk individuele door de banken uitgevoerde analyses te beoordelen.⁵²

In het hier besproken geschil dient echter te worden bewezen dat er *in concreto* een causaal verband bestond tussen de niet-gepaste structuur en interne werking van Morgan Stanley en het gebrek aan accuratesse van de specifieke berichten die zij over LVMH en Gucci hebben verspreid om tot een inbreuk op de onpartijdigheidsplicht te kunnen besluiten. De sprong van de algemene vaststellingen van de SEC naar de toepassing in dit concrete geval wordt in het vonnis niet gearchit. Anders uitgedrukt: zelfs al zou Morgan Stanley verschillende vooringenomen analyses hebben gepubliceerd doordat haar analisten werden geconfronteerd met belangenconflicten, dan nog impliceert dit niet dat het niet-correct of onterecht zijn van de berichten en opinies over LVMH ook een gevolg was van partijdigheid.⁵⁴

16. Dit brengt ons bij de waarschijnlijk belangrijkste juridisch-technische kritiek die op het vonnis kan worden uitgebracht. De Rechtbank baseert haar conclusie dat Morgan Stanley een inbreuk heeft gepleegd op haar plicht tot onafhankelijkheid en onpartijdigheid op de vaststelling dat een reeks door de zakenbank verspreide berichten en opinies incorrect of onterecht bleken te zijn. Dit is op zich echter een niet-toereikende feitelijke vaststelling om tot die juridische conclusie te komen; daartoe is vereist dat de incorrecte en onterechte berichtgeving niet de werkelijke opinie van de financiële analisten weerspiegelden maar wel waren gericht op het behartigen van de belangen die Morgan Stanley bij Gucci heeft.⁵⁵

Welnu, nergens in het vonnis wordt dit vastgesteld. Er is geen spoor van feiten, laat staan bewijzen, dat de analisten van Morgan Stanley zelf niet overtuigd waren dat de berichten en opinies die ze publiceerden correct waren.⁵⁶ Meer zelfs: de Rechtbank maakt geen vergelijking tussen de berichten en opinies verspreid door Morgan Stanley en de berichtgeving van andere financiële analisten. Dit is opmerkelijk, vermits Morgan Stanley had beweerd dat haar opinies over LVMH werden gedeeld door andere analisten en dat, indien dit inderdaad zo was, hieruit meteen zou blijken dat het verwijt van partijdigheid en afhankelijkheid wegens de relatie met Gucci onterecht is. SCHMIDT schrijft in zijn commentaar bij dit vonnis dan ook terecht: “Le jugement, partant du postulat qu’il pose lui-même d’un « manque d’objectivité des analyses de la banque », s’abstient de démontrer *in concreto* ce manque d’objectivité tant

⁵² Deze algemene vaststellingen zijn overigens ook niet onbetwist. Zie bv. A.P. LJUNGQVIST, F. MARSTON & W.J. WILHELM Jr., “Competing for Securities Underwriting Mandates: Banking Relationships and Analyst Recommendations”, Centre for Economic Policy Research Discussion Paper nr. 4162, december 2003 (beschikbaar op <www.cepr.org/pubs/dps/DP4162.asp>), die uit onderzoek afleiden dat de aanbevelingen van financiële analisten in de praktijk niet blijken te worden beïnvloed door de wens *investment banking* business te genereren.

⁵³ Zie ook A. PIETRANCOSTA, *op. cit. supra* voetnoot 4, p. 133-134.

⁵⁴ Men kan het vergelijken met de bewijsproblemen van een eiser die een aansprakelijkheidsvordering instelt tegen de producent van de sigaretten die hij jaren heeft gerookt met het oog op het vergoeden van de schade die hij heeft doordat hij aan kanker lijdt: het is niet omdat op basis van statistisch medisch onderzoek een causaal verband kan worden vastgesteld tussen roken en gezondheidsproblemen dat de ziekte van deze persoon ook effectief werd veroorzaakt door het roken van die sigaretten. Naast door roken, kan kanker ook nog door andere factoren worden veroorzaakt.

⁵⁵ Zie ook D. SCHMIDT, *op. cit. supra* voetnoot 4, 392-393.

⁵⁶ Cf. J.-J. DAIGRE, *op. cit. supra* voetnoot 4, p. 220 (“Surtout, une recommandation n’est fiable que si elle reflète vraiment l’opinion du professionnel, son intime conviction, donc que si elle est pleinement indépendante”).



en ce qui concerne la personne responsable du service d'analyse incriminé qu'en ce qui concerne les analyses elles-mêmes au regard des opinions des autres professionnels".⁵⁷

D. Creëren belangenconflicten een vermoeden van partijdigheid?

17. En toch is deze conclusie van de Rechtbank niet helemaal vreemd voor wie vertrouwd is met de juridische behandeling van belangenconflicten. Wanneer men bereid is tussen de lijnen te lezen en zich enigszins te bezondigen aan *Hineininterpretieren*, kan in de uitspraak een impliciete analoge toepassing worden herkend van een van de basisprincipes die ook gelden binnen fiduciaire relaties uit het Anglo-Amerikaanse *equity*, het meest typische juridische referentiekader voor de behandeling van belangenconflicten als algemeen fenomeen, en een belangrijke inspiratiebron van recente reglementering inzake belangenconflicten in financiële materies.⁵⁸

18. Een *fiduciary* blijkt steeds een persoon te zijn die om een of andere reden de juridische plicht heeft andermans – de begunstigde genoemd – belangen te behartigen en bij de keuzes die hij hierbij kan maken abstractie moet maken van eventuele andere door zijn keuze geraakte belangen. De fiduciair is dus onderhevig aan een loyauteplicht, die hem gebiedt zijn keuzes *exclusief* op de te behartigen belangen van de begunstigde te baseren.⁵⁹ Het bijzondere aan de fiduciaire loyauteplicht is echter niet deze algemene normatieve inhoud ervan, maar wel de bijzondere, meer specifieke regels die eruit worden afgeleid. Zo stelt een fiduciaire regel dat indien een *fiduciary* bij de mogelijkheid een bepaalde handeling te stellen wordt geconfronteerd met een belangenconflict⁶⁰ en hij maakt een keuze zonder hiervoor vooraf de toestemming te hebben verkregen van de voldoende geïnformeerde begunstigde, het recht

⁵⁷ D. SCHMIDT, *op. cit. supra* voetnoot 4, 393.

⁵⁸ Zo waren de gedragsregels voor beleggingsondernemingen opgenomen in Artikel 11, Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, *Pb.L.* 141/027 van 11 juni 1993, en omgezet in ons recht in Artikel 36, §1, Wet van 6 april 1995 inzake de secundaire markten, het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en de beleggingsadviseurs, *B.S.*, 3 juni 1995, binnen afzienbare tijd te vervangen door de regels opgenomen in Artikel 26-27, Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, *B.S.*, 4 september 2002, duidelijk geïnspireerd op de Britse SIB principes, die in belangrijke mate waren geïnspireerd door het fiduciaire recht. Ondertussen is Richtlijn 93/22/EEG vervangen door Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van richtlijn 93/22/EEG van de Raad, *Pb.L.* 145/1 van 30 april 2004, waarin in Artikel 18-24 meer uitgewerkte gedragsregels werden opgenomen.

⁵⁹ Zie hierover L.S. SEALY, "Fiduciary Relationships", 1962 *Cambridge L. J.* 69-81, 76 (1962); *IBID.*, "Some Principles of Fiduciary Obligation", 1963 *Cambridge L. J.* 119-140, 122 (1963); K.B. DAVIS, Jr., "Judicial Review of Fiduciary Decisionmaking – Some Theoretical Perspectives", 80 *Northwestern Univ. L. Rev.* 1-99, 25 (1985); D.A. DEMOTT, "Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation", 1988 *Duke L. J.* 879-924, 882 (1988); R. COOTER & B.J. FREEDMAN, "The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences", 66 *N.Y.U. L. Rev.* 1045-1075, 1074 (1991); - F.H. EASTERBROOK & D.R. FISCHER, "Contract and Fiduciary Duty", 36 *J. Law & Econ.* 425-446, 425 (1993); zie bv. *City Bank Farmers Trust Co. v. Cannon*, 291 N.Y. 125, 131-32, 51 N.E.2d 674, 675-676 (1943) ("Undivided loyalty is the supreme test, unlimited and unconfined by the bounds of classified transactions [...]. [T]he rule is designed to obliterate all dividend loyalties which may creep into a fiduciary relationship"); *Bayer v. Beran*, 49 N.Y.S.2d 2, 5 (1944) ("The fiduciary must subordinate his individual and private interests to his duty to the [beneficiary] whenever the two conflict [...]").

⁶⁰ Het te behartigen belang van de begunstigde vereist een keuze die afwijkt van de keuze die het eigen belang van de *fiduciary* (*conflict of interest and duty*) of een ander belang dat hij moet behartigen (*conflict of duties*) zou vereisen.



ervan zal uitgaan dat de betwiste handeling door de fiduciair werd gesteld met het oog op de behartiging van het met het belang van de begunstigde strijdige belang.⁶¹

Het fiduciair recht hanteert hier dus eigenlijk een vermoeden van fout. De *ratio* van dergelijk vermoeden is duidelijk: volgens het gemeenrecht zou de begunstigde moeten bewijzen dat de fiduciair de keuze heeft gemaakt op basis van een ander dan zijn belang om de handeling van de fiduciair te kunnen aanvechten, en dit bewijs kan in de praktijk zelden worden geleverd doordat de begunstigde niet over de nodige informatie kan beschikken⁶² of een rechtbank deze informatie niet achteraf kan verifiëren.⁶³ Op basis van het gemeenrecht alleen zouden dan ook al te veel gevallen waarin de fiduciair zijn loyauteitsplicht heeft geschonden onopgemerkt of niet-geremedieerd blijven.⁶⁴ Het fiduciaire vermoeden is dus een noodzakelijk instrument om het in de praktijk mogelijk te maken dat in de als fiduciair aangemerkte relaties de begunstigde bereid is te vertrouwen op de *fiduciary*, wat een essentiële vereiste is om dergelijke relaties überhaupt leefbaar te maken.⁶⁵

19. Een globale lezing van het vonnis doet de indruk ontstaan dat de Rechtbank (1) gezien het bestaan van de incorrecte berichten over LVMH die Morgan Stanley heeft verspreid (2) terwijl zij werd geconfronteerd met een belangenconflict en (3) geen bijzondere maatregelen had genomen om dit conflict te beheersen, ervan uitgaat dat de berichtgeving van Morgan Stanley wel zal zijn geïnspireerd door haar eigenbelang. Omdat Morgan Stanley er blijkbaar niet in slaagt dit vermoeden te ontkrachten, nemen de rechters aan dat zij een fout heeft begaan. Dit is op het eerste gezicht misschien niet consistent met de theorie inzake de Aquiliaanse aansprakelijkheid, die stelt dat de eiser de bewijslast van de fout draagt. De ingeroepen fout bestaat hier uit het benadelen van LVMH door middel van incorrecte berichtgeving teneinde Gucci te steunen, en dit intentioneel element lijkt hier immers niet *in concreto* te worden bewezen.

20. Maar het betreft hier wel een inbreuk op de onpartijdigheidsplicht, die toch essentieel verschilt van de algemene zorgvuldigheidsplicht. De zorgvuldigheidsplicht houdt niet in dat men keuzes moet maken *exclusief* gebaseerd op de belangen van een ander, en sluit dus ook niet uit dat rekening wordt gehouden met andere rechtmatige belangen, zelfs de belangen van de persoon die wordt verweten de fout te hebben begaan.⁶⁶ Bij de onpartijdigheidsplicht,

⁶¹ Zie R. COOTER & B.J. FREEDMAN, *op. cit. supra* voetnoot 59, 1048 & 1054-1055 (“To overcome difficulties in proof, the law infers disloyalty from its appearance, presuming that a fiduciary will appropriate the principal’s asset when it is in her self-interest to do so”).

⁶² Zie E.J. WEINRIB, “The Fiduciary Obligation”, 25 *Univ. Toronto L. J.* 1-22, 4 (1975); W. BISHOP & D.D. PRENTICE, “Some Legal and Economic Aspects of Fiduciary Remuneration”, 46 *Modern L. Rev.* 289-309, 290 (1983); R. COOTER & B.J. FREEDMAN, *op. cit. supra* voetnoot 59, 1046-1047, 1049 & 1051; K.B. DAVIS, Jr., *op. cit. supra* voetnoot 59, 43.

⁶³ Zo stelde Lord ELDON bijvoorbeeld reeds in *Ex Parte James*, 8 Ves.Jun. 337, op 345, 32 E.R. 385 (1803): “The doctrine as to purchases by trustees, assignees, and persons having a confidential character, stands much more upon general principle than upon the circumstances of any individual case. It rests upon this; that the purchase is not permitted in any case, however honest the circumstances, the general interest of justice requiring it to be destroyed in every instance; as no court is equal to the examination and ascertainment of the truth in much the greater number of cases” (geciteerd in A.J. MCCLEAN, “The Theoretical Basis of the Trustee’s Duty of Loyalty”, 7 *Alberta L. Rev.* 218-238, 220 (1969)).

⁶⁴ R. COOTER & B.J. FREEDMAN, *op. cit. supra* voetnoot 59, 1074.

⁶⁵ Met deze fiduciaire regel is het risico dat overblijft voor de begunstigde grotendeels beperkt tot de kans dat de fiduciair het belangenconflict waarmee deze wordt geconfronteerd geheim houdt. Zie K.B. DAVIS, Jr., *op. cit. supra* voetnoot 59, 45.

⁶⁶ De normaal zorgvuldige persoon – de *bonus pater familias* – vermijdt immers niet alle schade: de mate van zorg die hij besteedt, staat echter wel in verhouding tot de normaliter te verwachten schadelijke gevolgen van zijn handelen. De zorgvuldigheidsnorm creëert geen resultaatsverbintenis om schade te voorkomen, wel een middelenverbintenis om “redelijke” inspanningen te leveren om voorzienbare schade te voorkomen. Bij het



daarentegen, gaat het – net zoals bij de fiduciaire loyautiteitsplicht – over een juridisch verbod met bepaalde belangen rekening te houden bij het maken van keuzes. Het feit dat een schadeverwekker een persoonlijk belang had bij zijn handelen is dus op zich geen probleem wanneer dit handelen wordt beoordeeld op basis van de algemene zorgvuldigheidsplicht, maar is wel een reden voor verhoogde alertheid wanneer dit handelen moet worden beoordeeld op basis van een onpartijdigheidsplicht.

Is het dan ook niet aangewezen om bij aansprakelijkheidsvorderingen gebaseerd op een inbreuk op een onpartijdigheidsplicht rekening te houden met de bijzonder moeilijke bewijslast en te vertrekken van een vermoeden dat de persoon geconfronteerd met een belangenconflict een fout heeft begaan wanneer deze incorrecte en partijdig lijkende berichten heeft verspreid?⁶⁷ Net zoals de fiduciaire regel is dergelijk vermoeden bij Aquiliaanse aansprakelijkheid wegens een schending van een onpartijdigheidsplicht eigenlijk niets meer dan het uitgaan van wat in de praktijk meer wel dan niet het geval zal zijn.⁶⁸ Doordat werkelijk volledig abstractie maken van het eigenbelang ver genoeg verwijderd is van de “normale menselijke natuur”, kan men er beter niet vanuit gaan dat de persoon geconfronteerd met het belangenconflict zich zo heeft gedragen.

Dit hoeft niet als strijdig met de bewijslast van de eiser te worden beschouwd, vermits de eiser de fout hier wel degelijk bewijst,⁶⁹ zij het met als bewijsmiddel een feitelijk vermoeden gebaseerd op andere door hem bewezen feiten, met name (1) het aanwezig zijn van een belangenconflict in hoofde van de persoon die gehouden was tot een onpartijdigheidsplicht in combinatie met (2) het incorrect of onterecht zijn van de verspreide partijdig lijkende berichten en opinies. Indien dit feitelijk vermoeden wordt aanvaard, dan komt het de aangesproken persoon toe te bewijzen dat de vermoede inbreuk op de onpartijdigheidsplicht in dit concrete geval niet heeft plaatsgevonden.⁷⁰

21. Het aanvaarden van dergelijk feitelijk vermoeden bij vermeende inbreuken op de onpartijdigheidsplicht is echter niet alleen consistent met de gangbare interpretatie van de Aquiliaanse aansprakelijkheid, het is ook beleidsmatig nuttig.

Vooreerst heeft de onpartijdigheidsplicht van analisten – net zoals bij journalisten – als *ratio* het mogelijk maken van maatschappelijk vertrouwen in hun berichtgeving. Dergelijk vertrouwen zal pas bestaan indien men over het algemeen ervan kan uitgaan dat deze plicht in de praktijk ook wordt nageleefd. Om die veronderstelling geloofwaardig te maken, dient niet

beoordelen van het gedrag van de schadeverwekker op basis van de zorgvuldigheidsnorm wordt dus wel degelijk toegelaten dat de schadeverwekker rekening houdt met zijn eigen belangen – de “kost” van de zorg.

⁶⁷ Dit kan ook worden vergeleken met het Franse leerstuk van de “*faits fautifs*” in verkeerszaken waarin werd aanvaard dat in veel gevallen de omstandigheden waarin een verkeersongeval is gebeurd op zichzelf een fout tonen, zodat het slachtoffer alleen deze omstandigheden moet bewijzen en niet het subjectief schuldgehalte van de persoon die wordt aangesproken. Alhoewel dit leerstuk geen succes was en zelden expliciet werd aangehaald in rechterlijke beslissingen, geeft het toch vrij goed weer wat in verkeersuitspraken in de praktijk vaak gebeurt. Zie hierover D. SIMOENS, “Hoofdlijnen in de evolutie van het aansprakelijkheidsrecht”, *R.W.*, 1980-1981, k. 1984-1985, §22.

⁶⁸ Zie bv. *Michaud v. Girod*, 45 U.S. (4 How.) 503, 554 (1846) (de loyautiteitsplicht “provides against the probability in many cases, and the danger in all cases, that the dictates of self-interest will exercise a predominant influence, and supersede that of duty”); *Dutton v. Willner*, 52 N.Y. 312, 319 (1873) (de loyautiteitsplicht is “founded upon consideration of policy [...] not merely to afford a remedy for discovered frauds, but to reach those which may be concealed”); *Rice v. Davis*, 136 Pa. 439, 442, 20 A. 513, 514 (1890) (“One who has the power will be too readily seized with the inclination to use the opportunity for serving his own interests at the expense of the principal”); alle geciteerd in R. COOTER & B.J. FREEDMAN, *op. cit. supra* voetnoot 59, 1054.

⁶⁹ Cf. L. CORNELIS, *op. cit. supra* voetnoot 48, §33, p. 50.

⁷⁰ Cf. L. CORNELIS, *op. cit. supra* voetnoot 48, §33, p. 51.



alleen effectief bewezen partijdigheid te worden gecensureerd, maar moet ook elke schijn van partijdigheid worden vermeden.⁷¹

Ten tweede legt dergelijk vermoeden het risico dat belangenconflicten inhouden – met name de verhoogde kans op misbruiken en de hieruit voortvloeiende aantasting van de geloofwaardigheid van een hele sector – op de schouders van de partij die het best geplaatst is om dit risico in te schatten en te minimaliseren. Dat financiële analisten zich hierdoor in de toekomst sneller zullen onthouden van berichtgeving die door belangenconflicten kan zijn beïnvloed, meer inspanningen zullen leveren om aantoonbaar belangenconflicten te vermijden of in te dijken, en hun belangenconflicten publiek zullen bekendmaken om de bestemmingen van hun berichtgeving te waarschuwen dat zij geen onpartijdigheid mogen verwachten, lijkt ons eerder positief dan negatief.

E. De schade en causaliteit

22. Eens de fout vastgesteld, vereist het toekennen van een vordering op basis van Artikel 1382, B.W., dat ook de schade die door deze fout werd veroorzaakt wordt geïdentificeerd. Hierbij stelt zich niet alleen het probleem dat de omvang van de schade moet worden begroot, maar ook dat moet worden beoordeeld welke schade door deze fout werd veroorzaakt.

Op dit punt biedt het vonnis nog weinig inzichten, omdat de Rechtbank vaststelt dat zij over onvoldoende gegevens beschikt om de specifieke materiële schade en de causaliteit *in concreto* te beoordelen, en hiervoor een expert de opdracht geeft de nodige elementen te verzamelen. Het is dus normaliter wachten op een tweede vonnis dat deze facetten beslist, maar in het licht van het feit dat Morgan Stanley ondertussen beroep heeft aangetekend tegen het vonnis van 12 januari 2004 is het mogelijk dat het nooit zover komt.

23. Alhoewel het voor de uiteindelijke concrete beslechting van het onderhavige geschil dus misschien niet bepalend zal blijken te zijn, dient toch te worden opgemerkt dat de Rechtbank op het vlak van de causaliteit en de schade vrij gemakkelijk tot algemene conclusies is gekomen.⁷² Het vonnis stelt namelijk vast dat Morgan Stanley een internationale financiële instelling van de eerste rang is, maar gaat er dan zonder bijkomende motivering van uit dat de beleggers noodzakelijkerwijze belang hebben gehecht aan haar opinies. De rechters stellen ook vast dat LVMH een onderneming van eerste rang is in de gevoelige sector van de luxegoederen, en gaan er vervolgens zonder concreet bewijs van uit dat de financiële analyses van Morgan Stanley noodzakelijkerwijze een impact hebben gehad op LVMH en op de gespecialiseerde analisten. Volgens de Rechtbank bevorderden positieve berichten over Gucci de waarde van Gucci en vermits beide ondernemingen elkaar beconcurreren in deze gevoelige sector werd de waarde van Gucci ook bevorderd door negatieve berichten over LVMH, zeker doordat de berichten vaak in vergelijkende vorm werden gepubliceerd. Dit lijken allemaal veronderstellingen die niet noodzakelijk met de concrete feiten overeenstemmen.⁷³

⁷¹ Zo kan men ook vaststellen bv. bij de onafhankelijkheids- en onpartijdigheidsplicht van rechters dat een schijn van partijdigheid volstaat om een rechter te wraken, zonder dat vereist wordt dat de eiser bewijst dat de rechter werkelijk onpartijdig is; zie Cass., 14 oktober 1996, *Arr. Cass.*, 1996, 918. Hetzelfde geldt bij onafhankelijke experten; zie A. VIANDIER, “La responsabilité de l’expert indépendant”, in *Mélanges AEDBF II*, Editions de la Revue Banque Éditeur, 1999, 419 (“Au surplus, outre l’indépendance, ce qui est exigé c’est également l’apparence d’indépendance”).

⁷² Zie ook A. PIETRAN COSTA, *op. cit. supra* voetnoot 4, p. 132-133; A. COURET, *op. cit. supra* voetnoot 4, p. 338, nr. 18.

⁷³ Cf. A. COURET, *op. cit. supra* voetnoot 4, p. 338, nr. 18 en i.h.b. voetnoot 33.

24. Maar zelfs indien men aanneemt dat de fout van Morgan Stanley aan LVMH imago- en merkschade heeft berokkend, dan nog blijft het probleem van de concrete begroting van deze schade. De bijzondere kosten die LVMH heeft moeten doen om door middel van publiciteit de incorrecte indruk die bij het publiek kan zijn ontstaan weg te nemen en die door de in het vonnis aangestelde expert moeten worden begroot, kunnen hierbij helpen. Het zijn immers objectief te verifiëren kosten die LVMH als normaal redelijk persoon heeft gemaakt om de imago- en merkschade veroorzaakt door de fout van Morgan Stanley te beperken, die als zodanig in aanmerking komen voor vergoeding.⁷⁴ Maar voor de eigenlijke imago- en merk-schade zelf ligt het moeilijker. Het is waarschijnlijk om die reden dat het vonnis deze schade door middel van een morele schadevergoeding van €30 miljoen tracht ongedaan te maken. Het feit dat morele schade door de Rechtbank soeverein kan worden begroot, impliceert echter dat de omvang van deze vergoeding niet op basis van objectief verifieerbare gegevens kan worden gejustificeerd.

F. Besluit

25. Alhoewel verschillende specifieke elementen in de motivering van het besproken vonnis om tot een fout van Morgan Stanley te besluiten voor kritiek vatbaar zijn, lijkt ons de onderliggende impliciete redenering van de Rechtbank verdedigbaar. Indien een zakenbank geconfronteerd wordt met een belangenconflict en zonder specifieke maatregelen te nemen om dit probleem te beheersen informatie en aanbevelingen verspreidt die eerder systematisch dan occasioneel consistent lijken met vooringenomenheid, dan kan op basis van een feitelijk vermoeden worden aangenomen dat een inbreuk werd gepleegd op de onpartijdigheidsplicht. Indien de zakenbank er niet in slaagt dit vermoeden te ontkrachten door aan te tonen dat haar berichtgeving *in concreto* niet werd beïnvloed door partijdigheid, dan kan hieruit worden afgeleid dat een fout in de zin van Artikel 1382, B.W., werd gepleegd. Maar deze redenering veronderstelt wel dat de eiser effectief heeft aangetoond dat de berichtgeving inderdaad eeder systematisch dan occasioneel niet correct was, wat ons inziens in dit vonnis niet echt voldoende werd vastgesteld.

26. Ook op het vlak van de causaliteit en de schade is de karige redenering van de Rechtbank betwistbaar: het is niet omdat een zakenbank – zelfs al heeft deze groot aanzien – partijdige informatie heeft verspreid, dat de onderneming waarover deze informatie ging hierdoor ook effectief schade heeft geleden. Bovendien is de begroting van dergelijke schade – indien men al vaststelt dat dergelijke schade werd geleden – bijzonder moeilijk. En hier ligt ons inziens de hoogste drempel om problemen inzake belangenconflicten in de praktijk door middel van de gemeenrechtelijke buitencontractuele aansprakelijkheid te beheersen. Indien het al mogelijk is de fout – die bij inbreuken op een onpartijdigheidsplicht net zoals bij inbreuken op een loyauteitsplicht in essentie een intentioneel element bevat – te bewijzen door middel van feitelijke vermoedens, dan blijft het vaak zo dat het slachtoffer er niet in zal slagen te bewijzen dat deze fout *in concreto* achteraf objectief vast te stellen en te begroten schade heeft veroorzaakt. Het toekennen van een morele schadevergoeding kan deze hindernis proberen te omzeilen, maar het arbitraire karakter van de omvang van dergelijke vergoeding – zeker indien ze zo hoog wordt gesteld als in dit geval – creëert uiteindelijk al te grote onzekerheid voor de sector van de financiële analyse. Dit is dan ook meteen de belangrijkste beleidsmatige kritiek die op dit vonnis kan worden gegeven.

⁷⁴ Zie L. CORNELIS, *op. cit. supra* voetnoot 48, p. 186, nr. 105; E. DIRIX, *Het begrip schade*, in Reeks Aansprakelijkheidsrecht 3, Antwerpen: Maklu, p. 58, nr. 81 (1984).

Financial Law Institute

The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of the University of Ghent, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.