

LA RESPONSABILIDAD CIVIL DE LOS ANALISTAS DE INVERSIONES EN FRANCIA: COMENTARIO A LA SENTENCIA DE LA CORTE DE APELACIONES DE PARIS DE 30 DE JUNIO DE 2006 EN EL ASUNTO “LVMH/MORGAN STANLEY”

*Por Alejandro Fernández de Araoz, Socio
Araoz & Rueda*

1. Introducción

La presente Nota tiene por objeto analizar el régimen jurídico vigente en Francia en materia de la responsabilidad civil de los analistas de inversiones por los daños y perjuicios provocados por el contenido de sus informes de análisis.

Para ello, aprovecharemos la publicación de la reciente sentencia de la Corte de Apelaciones de 30 de junio de 2006 recaída sobre el asunto “LVMH/Morgan Stanley”, que estimaba parcialmente el recurso de Morgan Stanley contra la sentencia del Tribunal de Comercio de París de 12 de enero de 2004. En esta resolución, se declaraba que Morgan Stanley había incurrido en una negligencia grave en los informes de análisis que cubrieron LVMH durante el período 1999–2003. Se condenaba a Morgan Stanley a indemnizar a LVMH con 30 millones de Euros por los daños y perjuicios tanto patrimoniales como morales. Ambas partes recurrieron la sentencia de primera instancia del Tribunal de Comercio.

El interés de la sentencia recaída en apelación estriba en que se trata de uno de los escasos pronunciamientos jurisprudenciales existentes en la Unión Europea en materia de responsabilidad civil de los analistas de inversiones. Asimismo, constituye un motivo de interés añadido, toda vez que las categorías dogmáticas y conceptos jurídicos del Derecho privado francés son, como es bien sabido, muy similares a las existentes en nuestro ordenamiento por la recepción en nuestro Código Civil del Código napoleónico.

2. Hechos objeto de la controversia

2.1. Identificación de las partes

Morgan Stanley (“MS”) es un prestigioso banco de inversiones norteamericano, que opera globalmente en los principales mercados de valores del mundo, incluyendo el mercado francés.

Una de las actividades en las que ha acumulado un indudable prestigio es la de análisis de inversiones, dedicando para ello numerosos profesionales expertos en estudiar, valorar y analizar numerosas empresas cotizadas, efectuando las consiguientes recomendaciones sobre los valores analizados.

Al igual que en la mayoría de los restantes bancos de inversión, MS contaba con expertos por sectores (por ejemplo, energía, telecomunicaciones, alimentación, bienes de equipo, distribución, etcétera), uno de los cuales era lo que se denominaba como el sector de “bienes de lujo” (*luxury goods*).

Louis Vuitton Moët Hennessy (“LVMH”) es, por su parte, una conocida multinacional francesa de bienes de lujo en sectores muy distintos, algunas de cuyas marcas más conocidas son las siguientes:

- Vinos y champán: Hennessy, Moët & Chandon, Veuve Clicquot, Dom Perignon, Château d' Yquem.
- Moda y marroquinería: Louis Vuitton, Kenzo, Loewe, Givenchy, Christian Dior.
- Perfumes y cosméticos: Guerlain y Christian Dior.
- Relojes y joyería: Tag Heuer, Chanmet.
- Distribución selectiva: Séphora, DFS (*duty free*), le Bon Marché, la Samaritaine.

LVMH cotiza en el Eurolist de la Bolsa Euronext de París.

2.2. Hechos que motivaron la demanda

Bajo la dirección de la conocida analista Claire Short, MS publicó unos boletines quincenales de análisis sobre el sector de productos de lujo. Desde 1999 a 2002, MS cubrió en sus informes las vicisitudes de la evolución de LVMH. Pues bien, a juicio de esta última, MS recogió en sus informes unas manifestaciones claramente denigratorias, que provocaron el descrédito y que le irrogaron, por ello, unos daños y perjuicios cuyo resarcimiento se reclama. Estas manifestaciones supuestamente denigratorias identificadas por LVMH fueron las siguientes.

A) Difusión de afirmaciones falsas sobre las relaciones existentes entre las partes.

Entre 1999 y 2002, en más de 95 ocasiones y pese a que LVMH interesara varias veces la rectificación de este extremo, los informes de MS recogían la mención que un directivo de MS pertenecía al Consejo de Administración de LVMH. Si bien es cierto que un ejecutivo de MS fue consejero de una filial norteamericana de LVMH hasta 1998 y consultor para el Grupo, esta afirmación era manifiestamente inexacta y no fue subsanada.

En opinión de LVMH, se trata de un error pernicioso y deliberado ya que, revelando este supuesto conflicto de interés, se pretendía crear una apariencia de mayor objetividad.

A juicio de la Corte de Apelaciones, esta inexactitud o error es claramente imputable a MS si bien no entiende que existiera una voluntad o intencionalidad de causar un daño, ni que ello provocara un daño demostrable.

B) MS formó supuestamente parte de un sindicato de colocación de valores de LVMH.

LVMH reprocha asimismo a MS que manifestara entre 1999 y 2000, en 37 ocasiones y como un nuevo pero inexistente conflicto de interés, que MS había actuado como jefe de fila o miembro de un sindicato colocador de valores de LVMH.

Los hechos probados pusieron de manifiesto que, si bien ello había sido cierto 3 años antes, MS había "arrastrado" esta mención, sin corregir o subsanar la misma. Con ello, nuevamente, LVMH sostiene que se pretendía crear artificialmente una apariencia de objetividad.

En opinión de la Corte de Apelaciones, estamos ante un nuevo error, que es negligente y culpable, aunque no se acredita una intencionalidad de provocar el menoscabo o descrédito de LVMH.

C) Manifestaciones erróneas sobre el ratio de endeudamiento de LVMH.

En una entrevista con un alto directivo de MS publicada el 16 de marzo de 2002 en el diario económico "Financial Times", se manifiesta que el ratio de endeudamiento de LVMH era del 37% mientras que las pruebas pusieron de manifiesto que el ratio real era del 28%.

A juicio de la Corte de Apelaciones, se trató de un error culpable ya que MS debió haber contrastado con rigor esta información.

D) Comentarios efectuados sobre la calificación *rating* de LVMH.

La agencia de calificación Standard & Poor's rebajó la calificación de LVMH en abril de 2002 a BBB+.

Comentando esta modificación a la baja en el *rating* de LVMH, MS recogió comentarios ciertamente negativos y/o pesimistas sobre LVMH y sus perspectivas futuras, manifestando que la futura evolución podría incidir negativamente sobre la cotización del valor.

A juicio de LVMH, estos informes le provocaron un importante perjuicio ya que, a causa de ello, tuvo que cancelar una emisión de obligaciones canjeables que tenía proyectada. En su opinión, dichas manifestaciones adolecían de una grave falta de rigor, objetividad y falta de imparcialidad.

Tras analizar los informes de otras agencias de calificación (por ejemplo, Fitch), con opiniones más o menos divergentes, la Corte de Apelaciones llega a la conclusión de que, en este aspecto, las valoraciones realizadas por MS fueron razonables por lo que rechazó cualquier culpabilidad.

E) Comentarios sobre la marca "Louis Vuitton".

LVMH continúa alegando que las diferentes manifestaciones y calificativos realizados por parte de MS sobre su marca más emblemática, "Louis Vuitton", minaron gravemente la imagen del grupo, llegando a quebrar la confianza que los potenciales inversores podían tener en él. Asimismo, se le imputa una evidente discriminación en el trato dado a "Louis Vuitton" respecto del dado a Gucci, cuando existen los mismos riesgos de madurez de marca.

Tras analizar pormenorizadamente los comentarios y calificativos publicados por MS, así como los informes de otras firmas de análisis y bancos de inversiones, la Corte de Apelaciones concluye que las referencias realizadas a la "madurez" de la marca, no sólo no son denigratorias, sino que puede concluirse que la constatación del incremento y fortaleza de las ventas pese a la "madurez" de la marca, constituyen precisamente un elogio.

F) Críticas derivadas de la exposición del riesgo de cambio al yen/dólar, así como de los problemas aduaneros en los EE.UU.

LVMH imputa a MS la crítica sistemática que se le hace de los riesgos de fluctuación del yen debido a la fuerte concentración de ventas en el turismo japonés, argumentando tanto que existen medidas suficientes para contrarrestar estos riesgos como que la única finalidad ha sido favorecer a Gucci, cuando lo cierto es que esta última tiene el mismo problema.

MS niega dichas alegaciones, manifestando que se ha limitado a constatar una evidente sensibilidad de las ventas a la depreciación del dólar, toda vez que añade que LVMH ha tomado medidas para limitar ese impacto, trasladando parte de la producción a EE.UU.

La Corte de Apelaciones consideró que no sólo no existía denigración o menoscabo alguno del crédito en dichas manifestaciones, sino que podía incluso considerarse que eran o tenían un carácter positivo o de halago.

G) Cuestionamiento de la credibilidad y capacidad de reacción del equipo directivo de LVMH.

LVMH reprocha a MS que haya emitido opiniones “escépticas” sobre las previsiones de crecimiento del grupo, así como sobre la capacidad de su equipo directivo para afrontar los retos planteados cuando, en cambio, manifestaba gran confianza en el equipo de Gucci, faltando con ello a los deberes de rigor, imparcialidad y objetividad.

Tras analizar las manifestaciones concretas realizadas, la sentencia que ahora analizamos concluye que las mismas se basaron en hechos objetivos y que no hubo intención de denigrar.

H) Descuento del 10% sobre la cotización y la destrucción de valor.

Tras examinar la política de adquisiciones llevada a cabo entre 1999 y 2002, así como los resultados y parámetros financieros generados por LVMH, MS expuso en varias ocasiones las razones por las cuales consideraba que resultaba justificado entender procedente un descuento de un 10% sobre la cotización.

En opinión de LVMH, MS incurre nuevamente en una vulneración del deber de rigor (el método aplicado era incorrecto y la lógica de su razonamiento también), de objetividad (no es cierto que hubiera destrucción de valor entre 1990 y 2001) y de imparcialidad (se aplica otra vara de medir a Gucci).

Tras estudiar y valorar pormenorizadamente el tema, la Corte de Apelaciones llega a la conclusión de que los parámetros financieros empleados por MS eran correctos o, cuanto menos, razonables y que se empleaban por otros prestigiosos bancos de inversión. Tampoco comparte que se quisiera discriminar a favor de Gucci y que el análisis fuera deliberada o intencionadamente sesgado.

I) Contexto general de las manifestaciones realizadas por MS: los conflictos de interés.

LVMH sostiene que el análisis de inversiones tan perjudicial que ha venido sufriendo por parte de MS obedece, en el fondo, a un conflicto de interés manifiesto consistente en tratar de favorecer a su gran rival, Gucci, que era un gran cliente de MS, y denigrar sistemáticamente a LVMH. Asimismo, LVMH continuó afirmando que la yuxtaposición de tan numerosas apreciaciones y descalificaciones negativas por parte de MS no podía deberse a la casualidad sino a intención manifiesta y deliberada de denigrar y perjudicar a la misma.

En opinión de la Corte de Apelaciones, estas afirmaciones no resultan probadas. En primer lugar, existe una bipolaridad o rivalidad evidentes en el sector del lujo entre LVMH y Gucci. Asimismo son también conocidos los lazos entre Gucci y MS. No obstante, de los documentos aportados, la Corte de Apelaciones estima que no existe una intencionalidad

denigratoria, ni siquiera unas faltas de rigor u objetividad que pudieran ser consideradas negligentes. Por otra parte, si bien la acumulación de opiniones o juicios negativos parecería indicar una voluntad de denigrar o desacreditar, no es menos cierto que éstas se unen a otros juicios de valor positivos y elogiosos, sin perjuicio de que la Corte no comparta la calificación que hace LVMH del carácter denigratorio de muchos de ellos. Por ello, desestima esta nueva imputación.

3. Análisis jurídico

Reviste indudable interés el análisis de la fundamentación jurídica de la demanda empleada por LVMH para sustentar su reclamación.

Con carácter general, la demanda se fundamenta en los principios y categorías de la responsabilidad civil delictual o extracontractual recogidos por los arts. 1382 y 1383 del Código Civil francés. Como recuerda en la sentencia comentada la Corte de Apelaciones, esta responsabilidad puede desencadenarse no sólo por el abuso de un derecho, como es también la libertad de difundir informes de análisis financiero, sino también por la infracción de normas o reglas aplicables a la conducta de determinados colectivos de profesionales como son los analistas financieros.

Una cuestión relacionada era la de en qué medida resultaba encuadrable en las categorías de la responsabilidad civil delictual los actos de denigración en ausencia de una relación de competencia (lo que excluía, por ello, la competencia desleal) y con independencia de que existiera una intención o propósito específico de perjudicar al tercero. Esta cuestión resultó finalmente menos controvertida y existía acuerdo a la hora de admitir que las conductas de denigración o menoscabo del crédito de un tercero resultan perfectamente encuadrables en la categoría de la responsabilidad civil extracontractual.

En cuanto a la cuestión relativa a las normas profesionales específicas de la actividad de análisis de inversiones, se suscitó un interesante debate en torno a la ley aplicable a un banco de inversión global, cuyos informes se elaboran en inglés y que no estaban necesaria o específicamente dirigidas al mercado francés. En todo caso, con independencia del calado de esta cuestión indudablemente compleja, la sentencia analizada no acabó por profundizar en la misma a la vista de que existía un acuerdo unánime entre las partes respecto a que eran de aplicación a la actividad los principios de rigor, objetividad, imparcialidad, así como la obligación de recoger de modo expreso los conflictos de interés que pudieran existir.

Asimismo, existió un debate muy interesante sobre el alcance del derecho de libertad de expresión y opinión, así como sus límites (sobre esta cuestión en derecho español puede verse nuestro anterior trabajo al respecto; *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: "Las normas de conducta", en *AA.VV. Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, Coords. F. Sánchez Calero y J. Schez.-Calero Guilarte, Madrid, 2003, pp. 244 y ss.). En este sentido, la sentencia entiende que resulta plenamente compatible el ejercicio de estos derechos con sujeción a los límites de las normas aplicables a una actividad regulada y a los legítimos derechos de terceros.

Por último, en cuanto a los daños y perjuicios, el problema del nexo de causalidad es evidente, toda vez que corresponde a LVMH probar que aquellas manifestaciones o informaciones en las que la Corte sí que encontró culpa o negligencia fueron las que ocasionaron los perjuicios. Ante la complejidad de la cuestión, la Corte acordó nombrar a un perito para que evaluara los posibles daños que hubieran podido irrogar las conductas

concretas que fueron admitidas como negligentes y, una vez recibido el citado informe, se fijaría el *quantum* indemnizatorio.

4. Conclusiones; la perspectiva en derecho español

Como es natural, la Sentencia comentada ha recibido valoraciones desiguales por ambas partes, así como por los comentaristas en general. Mientras que por una parte es indudable que la Corte de Apelaciones ha revocado en buena medida la sentencia del tribunal de instancia, rechazando la práctica totalidad de las imputaciones de LVMH, no es menos cierto que algunas han prosperado aunque hayan sido menos relevantes. Desde una perspectiva cuantitativa, los daños deberán determinarse todavía por el peritaje acordado por lo que es prematuro pronunciarse sobre el particular.

En todo caso, esta Sentencia permite concluir que aquellas informaciones diseminadas públicamente por analistas de inversiones que no se ajusten a los requisitos de rigor y objetividad van a ser susceptibles de ser atacadas en Francia en base a categorías generales de responsabilidad civil extracontractual por aquellas sociedades que se sientan perjudicadas por ellos, sin que los analistas puedan apoyarse de forma generalizada en su libertad de expresión u opinión.

En nuestro ordenamiento, el régimen jurídico de la actividad de los analistas de inversiones ha recibido escasa atención mientras que el problema del análisis de la responsabilidad de los mismos se ha realizado mayoritariamente desde una perspectiva de Derecho Administrativo sancionador (*vid.* ESPÍN GUTIÉRREZ, C., “El análisis de inversiones y los conflictos de interés”, en AA.VV. *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, vol. II, Madrid, 2006, pp. 1405 y ss.; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Las normas de conducta”, en AA.VV. *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, Coords. F. Sánchez Calero y J. Schez.-Calero Guilarte, Madrid, 2003, pp. 135 y ss.; BERCOVITZ ÁLVAREZ, R., “La responsabilidad de los analistas de inversiones”, *RDBB*, núm. 85, 2002, pp. 7 y ss.; para una perspectiva sobre la responsabilidad civil, nos remitimos al trabajo inédito de YZQUIERDO TOLSADA, M. y ALEMANY EGUIDAZU, J., *Funciones y responsabilidades del analista financiero*, trabajo presentado al I^{er} Premio Jaime Fernández de Aroz sobre Corporate Finance, Madrid, 2005). Se trata, por tanto, de una cuestión pendiente que, al igual que otros “gatekeepers” que rodean a las sociedades cotizadas (por ejemplo, bancos de inversión, auditores, etcétera), precisa de una mayor concreción, sin que existan hasta la fecha precedentes en nuestro país.

Desde un punto de vista del diseño normativo y a rasgos generales, caben a nuestro juicio dos grandes opciones.

Por una parte, existe la opción de dejar la cuestión a las categorías generales de la responsabilidad civil contractual y extracontractual tal y como están en la actualidad en nuestro Derecho privado; mientras esta opción presenta la ventaja indudable de contar con una amplísima y rica jurisprudencia ya consolidada, es evidente que los preceptos del Código Civil tienen también carencias a la hora de que los inversores que entiendan que han sido perjudicados por un informe de analistas puedan encauzar sus acciones de resarcimiento.

Por otra parte, el legislador puede optar por promulgar normas concretas para este tipo de acciones, que es lo que se ha hecho recientemente para la responsabilidad derivada del folleto informativo con el Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo y el Real Decreto

1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos (sobre este particular, puede verse la Nota de GRIMALDOS GARCÍA, M.I., “Algunos apuntes acerca del desarrollo reglamentario del régimen de la responsabilidad civil derivada del contenido del folleto”, *RDBB*, núm. 102, 2006, pp. 271 y ss.).

En todo caso, no queremos dejar de advertir que estamos ante una cuestión de enorme complejidad. El análisis de inversiones desempeña un papel fundamental en los mercados de valores. Por ello, frente a propuestas más rígidamente reglamentistas dirigidas a exigir de los analistas de inversiones unas pruebas de acceso a una profesión regulada y supervisada por un órgano administrativo específico como es el caso de los auditores u otras profesiones (en este sentido, *vid.* BELANDO GARÍN, B., “Los analistas de valores. Entre la intervención pública y la autorregulación”, *RDBB*, núm. 99, 2005, pp. 157 y ss.) y otras con una proyección más sensacionalista que han optado por destacar fundamentalmente los excesos y abusos cometidos por algunos analistas durante muchos años (por ejemplo, GASPARINO, Ch., *Blood on the Street: The Sensational Inside Story of How Wall Street Analysts Duped a Generation of Investors*, Nueva Cork, 2005), pensamos que el ordenamiento jurídico debe reaccionar con exquisita prudencia puesto que se corre el riesgo de desincentivar y ralentizar el análisis cuando lo deseable sería posiblemente lo contrario (para una visión de la complejidad del problema y de la dificultad de proponer soluciones equilibradas, puede verse COFFEE, J.C., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006, cap. 7).

Desde esta perspectiva de prudencia y enfatizando la necesidad de informar al inversor acerca de los posibles conflictos de interés existentes en los analistas de inversiones y en las recomendaciones que éstos pudieran llegar a formular, se nos antoja que la Directiva 2003/125/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses (ahora transpuesta a nuestro ordenamiento interno por el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado) constituyen un reflejo de esa postura equilibrada y ponderada. No menos importantes son las normas recientemente promulgadas sobre conflictos de interés y publicación de “informes de inversiones” por la reciente Directiva 2006/73/EC, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento aplicables a las empresas de inversión (arts. 24y ss.).

A ello, deberá añadirse las limitaciones derivadas de la autorregulación de la que, si bien somos en términos generales escépticos, puede desempeñar en este campo un papel mayor en la medida que están en juego la credibilidad y reputación en los mercados de las entidades que publican los informes de análisis.
