

JUILLET - AOÛT 2010 - N° 4

BULLETIN JOLY BOURSE

ACTUALITÉ DU DROIT FINANCIER

Direction scientifique

Jean-Jacques DAIGRE

Comité scientifique

Thierry BONNEAU
Laurent FAUGÉROLAS
Brigitte GARRIGUES
Nicolas RONTCHEVSKY
Bertrand de SAINT MARS
Thierry SAMIN
Dominique SCHMIDT

Directeur de la publication

Emmanuelle FILIBERTI

Directeur des rédactions

Frédéric FORTIN

Rédacteur en chef

Stéphane PRÉVOST

Rédactrice

Marija DIMITRIJEVIC

Secrétaire de rédaction

Noëlle CAZENAVE

Information financière

40

Diffusion de fausses informations. Action de groupe. Titres cotés sur un marché non américain. *Foreign-cubed class action*. Application des règles boursières américaines. Présomption de non-extraterritorialité du droit américain.

La section 10 (b) du Securities Exchange Act ne s'applique qu'aux transactions réalisées sur des actions cotées sur le marché américain et aux achats et ventes de titres intervenus aux États-Unis.

Pour accéder à la décision in extenso : <http://www.supremecourt.gov/opinions/09pdf/08-1191.pdf>

Fondement : Securities Exchange Act, § 10 (b)
Cour suprême des États-Unis, 24 juin 2010, n° 08-1191
Morrison et a. c/ National Australia Bank Ltd. et a.

SUPREME COURT OF THE UNITED STATES

Syllabus¹

MORRISON ET AL. v. NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD. ET AL.

CERTIORARI TO THE UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE SECOND CIRCUIT

No. 08–1191. Argued March 29, 2010—Decided June 24, 2010

In 1998, respondent National Australia Bank (National), a foreign bank whose “ordinary shares” are not traded on any exchange in this country, purchased respondent HomeSide Lending, a company headquartered in Florida that was in the business of servicing mortgages—seeing to collection of the monthly payments, etc. In 2001, National had to write down the value of HomeSide’s assets, causing National’s share prices to fall. Petitioners, Australians who purchased National’s shares before the write-downs, sued respondents—National, HomeSide, and officers of both companies—in Federal District Court for violation of §§10(b) and 20(a) of the Securities and Exchange Act of 1934 and SEC Rule 10b–5. They claimed that HomeSide and its officers had manipulated financial models to make the company’s mortgage-servicing rights appear more valuable than they really were; and that National and its chief executive officer were aware of this deception. Respondents moved to dismiss for lack of subject-matter jurisdiction under Federal Rule of Civil Procedure 12(b)(1) and for failure to state a claim under Rule 12(b)(6). The District Court granted the former motion, finding no jurisdiction because the domestic acts were, at most, a link in a securities fraud that concluded abroad. The Second Circuit affirmed.

Held:

1. The Second Circuit erred in considering §10(b)’s extraterritorial reach to raise a question of subject-matter jurisdiction, thus allowing dismissal under Rule 12(b)(1). What conduct §10(b) reaches is a merits question, while subject-matter jurisdiction “refers to a tribunal’s power to hear a case.” *Union Pacific R. Co. v. Brotherhood of Locomotive Engineers and Trainmen Gen. Comm. of Adjustment, Central Region*, 558 U. S., (internal quotation marks omitted). The District Court had jurisdiction under 15 U. S. C. §78aa to adjudicate the §10(b) question. However, it is unnecessary to remand in view of that error because the same analysis justifies dismissal under Rule 12(b)(6). Pp. 4–5.

2. Section 10(b) does not provide a cause of action to foreign plaintiffs suing foreign and American defen-

dants for misconduct in connection with securities traded on foreign exchanges. Pp. 5–24.

(a) It is a “longstanding principle of American law ‘that legislation of Congress, unless a contrary intent appears, is meant to apply only within the territorial jurisdiction of the United States.’” *EEOC v. Arabian American Oil Co.*, 499 U. S. 244, 248 (*Aramco*). When a statute gives no clear indication of an extraterritorial application, it has none. Nonetheless, the Second Circuit believed the Exchange Act’s silence about §10(b)’s extraterritorial application permitted the court to “discern” whether Congress would have wanted the statute to apply. This disregard of the presumption against extraterritoriality has occurred over many decades in many courts of appeals and has produced a collection of tests for divining congressional intent that are complex in formulation and unpredictable in application. The results demonstrate the wisdom of the presumption against extraterritoriality. Rather than guess anew in each case, this Court applies the presumption in all cases, preserving a stable background against which Congress can legislate with predictable effects. Pp. 5–12.

(b) Because Rule 10b–5 was promulgated under §10(b), it “does not extend beyond conduct encompassed by §10(b)’s prohibition.” *United States v. O’Hagan*, 521 U. S. 642, 651. Thus, if §10(b) is not extraterritorial, neither is Rule 10b–5. On its face, §10(b) contains nothing to suggest that it applies abroad. Contrary to the argument of petitioners and the Solicitor General, a general reference to foreign commerce in the definition of “interstate commerce,” see 15 U. S. C. §78c(a)(17), does not defeat the presumption against extraterritoriality, *Aramco, supra*, at 251. Nor does a fleeting reference, in §78b(2)’s description of the Exchange Act’s purposes, to the dissemination and quotation abroad of prices of domestically traded securities. Nor does Exchange Act §30(b), which says that the Act does not apply “to any person insofar as he transacts a business in securities without the jurisdiction of the United States,” unless he does so in violation of regulations promulgated by the SEC “to prevent... evasion of [the Act].” This would be an odd way of indicating that the Act always has extraterritorial application; the Commission’s enabling regulations preventing “evasion” seem directed at actions abroad that might conceal a domestic violation. The argument of petitioners and the Solicitor General also fails to account for §30(a), which explicitly provides for a specific extraterritorial application. That provision would be quite superfluous if the rest of the Exchange Act already applied to transactions on foreign exchanges—and its limitation of that application to securities of domestic issuers would

1 NDLR : le présent Syllabus est un résumé établi par le rapporteur de la Cour suprême pour le confort du lecteur et ne pouvant aucunement exprimer l’avis de la Cour.

be inoperative. There being no affirmative indication in the Exchange Act that §10(b) applies extraterritorially, it does not. Pp. 12–16.

(c) The domestic activity in this case—Florida is where HomeSide and its executives engaged in the alleged deceptive conduct and where some misleading public statements were made—does not mean petitioners only seek domestic application of the Act. It is a rare case of prohibited extraterritorial application that lacks *all* contact with United States territory. In *Aramco*, for example, where the plaintiff had been hired in Houston and was an American citizen, see 499 U. S., at 247, this Court concluded that the “focus” of congressional concern in Title VII of the Civil Rights Act of 1964 was neither that territorial event nor that relationship, but domestic employment. Applying that analysis here: The Exchange Act’s focus is not on the place where the deception originated, but on purchases and sales of securities in the United States. Section 10(b) applies only to transactions in securities listed on domestic exchanges and domestic transactions in other securities. The primacy of the domestic exchange is suggested by the Exchange Act’s prologue, see 48 Stat. 881, and by the fact that the Act’s regis-

tration requirements apply only to securities listed on national securities exchanges, §78(a). This focus is also strongly confirmed by §30(a) and (b). Moreover, the Court rejects the notion that the Exchange Act reaches conduct in this country affecting exchanges or transactions abroad for the same reason that *Aramco* rejected overseas application of Title VII: The probability of incompatibility with other countries’ laws is so obvious that if Congress intended such foreign application “it would have addressed the subject of conflicts with foreign laws and procedures.” 499 U. S., at 256. Neither the Government nor petitioners provide any textual support for their proposed alternative test, which would find a violation where the fraud involves significant and material conduct in the United States. Pp. 17–24.

547 F. 3d 167, affirmed.

Scalia, J., delivered the opinion of the Court, in which Roberts, C. J., and Kennedy, Thomas, and Alito, JJ., joined. Breyer, J., filed an opinion concurring in part and concurring in the judgment. Stevens, J., filed an opinion concurring in the judgment, in which Ginsburg, J., joined. Sotomayor, J., took no part in the consideration or decision of the case.

Note – Les leçons de l’affaire *Morrison*. Réflexions sur l’arrêt rendu par la Cour suprême des États-Unis le 24 juin 2010.

Le 24 juin 2010, la Cour suprême des États-Unis a rendu, dans l’affaire *Morrison c/ National Australia Bank Ltd.*, un arrêt qui ne passera pas inaperçu en dehors des États-Unis puisqu’il concerne, par définition, davantage les plaideurs étrangers que les plaideurs américains². L’arrêt condamne en effet, en des termes très fermes, les *foreign-cubed class actions* boursières, ainsi dénommées parce qu’elles sont, par rapport aux États-Unis, triplement étrangères puisqu’elles opposent des demandeurs non américains à des défendeurs non américains à propos de la qualité de l’information boursière donnée par une société cotée en bourse en dehors des États-Unis³.

La tentation, pour les plaideurs étrangers – en pratique pour les avocats spécialistes de la représentation de demandeurs dans des *class actions* qu’ils ont eux-mêmes suscitées après avoir identifié un mouvement suspect sur un cours de bourse –, de saisir le juge américain alors qu’à l’évidence la matière est plus étroitement rattachée à un ou plusieurs autres ordres juridiques est très forte. Il s’agit de bénéficier de l’arsenal procédural américain, tout entier destiné à créer

une forte insécurité juridique dont on espère qu’elle facilitera le règlement de litiges collectifs qui se trouvent ainsi livrés à une forme originale de régulation des relations économiques⁴. Celle-ci s’inscrit dans la plus pure tradition libérale puisque tant l’initiative du procès que sa transaction sont abandonnées aux parties, le juge se bornant, lorsqu’un règlement amiable a été trouvé entre les avocats de la classe et les défendeurs, à homologuer la transaction. Les ingrédients de cette insécurité juridique, ou, plus précisément, de cette insécurité judiciaire, sont les suivants. Le premier est naturellement l’existence d’une action collective dans laquelle, lorsqu’une classe présente les caractéristiques d’homogénéité lui permettant d’être « certifiée » par le juge, un nombre limité de plaideurs est censé représenter tous ceux qui se sont trouvés dans la même situation qu’eux, sauf pour ces derniers à déclarer expressément ne pas vouloir être représentés par la classe de façon à ne pas se trouver liés par son résultat. Le deuxième tient au mode de rémunération des avocats des demandeurs, autorisés à faire dépendre leurs honoraires du seul résultat obtenu. Il n’est pas rare que

2 L’auteur a représenté la France dans son intervention comme *amicus curiae* devant la Cour suprême des États-Unis dans l’affaire *Morrison*.
 3 Sur l’ensemble de la question, v. P. S. E. Schreiber « A Rat Res? Questioning the Value of Res Judicata in Rule 23 (b) Superiority Inquiries for Foreign Cubed Class Actions Securities Litigations » : 48 Colum. J. Transnat’l. L. 114, 115 (2009) ; S. J. Choi et L. J. Silberman, « Transnational Litigation and Global Securities Class Action Lawsuits » : 2009 Wis. L. Rev. 465 (2009).
 4 Sur l’insécurité juridique comme moteur de la régulation des relations commerciales aux États-Unis, v. par ex. A. Garapon et I. Papadopoulos, *Juger en Amérique et en France. Culture juridique française et common law*, Odile Jacob, 2003.

le montant des honoraires soit de l'ordre de 10 à 30 % du résultat⁵. Or, en 2009, le montant global des transactions intervenues dans les affaires boursières a été de 3,829 milliards. Sur une base conservatrice de 15 % du résultat, cela permet de penser que le montant des honoraires perçus cette année-là par les *class actions plaintiffs lawyers* a été de plus d'un demi-milliard de dollars dans les seules affaires boursières⁶. Le troisième, désormais bien connu, est celui du *pre-trial discovery* qui permet à une partie, avant même d'avoir articulé précisément ses prétentions, d'exiger de l'autre qu'elle lui donne accès à toute la documentation, y compris sous forme électronique, susceptible de se rattacher à l'affaire⁷. Le quatrième, dont l'importance ne saurait être sous-estimée, est que le risque pour les demandeurs – en réalité, les avocats qui financent l'action – est limité au fait d'exposer inutilement ses propres frais sans encourir le risque d'avoir à rembourser les frais et honoraires exposés par leurs adversaires pour les défendre. Le juge américain ne condamnera pas en effet la partie qui succombe à supporter les frais de ses adversaires, tant est forte l'idée que c'est à ce prix que l'accès à la justice est un droit réel et non seulement formel. Le cinquième, à lui seul facteur d'une insécurité maximale, est que ces procès, quelle que soit leur technicité, sont tranchés par un jury populaire dont les membres sont tirés au sort dans la population, le droit d'être jugé par un « jury de ses pairs » étant inscrit dans la constitution américaine⁸. Même si l'idée d'être jugée par un « jury de ses pairs » peut laisser rêver la partie française comparaisant, en matière commerciale, devant un jury populaire à Harris County, Texas, le droit américain est très attaché à ce qu'il considère comme la garantie d'une justice démocratique et équitable. Dans ce contexte, la possibilité pour une partie défenderesse d'être condamnée à des dommages-intérêts punitifs susceptibles d'aller bien au-delà du montant du préjudice réellement subi, qui n'existe, en matière boursière, que dans le droit des États fédérés et non dans le droit fédéral, apparaît presque comme un élément secondaire⁹.

Les États-Unis sont le seul État au monde à combiner ces différents éléments, ce qui devrait suffire à détruire le mythe qu'en droit comparé contemporain, le clivage fondamental passe encore entre États de *common law* et États de tradition civiliste. Le droit anglais notamment ne connaît, sauf rares exceptions, ni jury populaire, ni honoraire de résultat en matière civile et se montre très attaché à la règle selon laquelle la partie

qui succombe est invitée à régler les frais qu'elle a inutilement contraint ses adversaires victorieux à exposer (*costs follow the event*). C'est dire qu'elle ne partage nullement l'idéologie américaine de l'insécurité judiciaire comme facteur de règlement privé des relations commerciales collectives.

Les plaideurs étrangers – ou leurs avocats auto-désignés – ont donc toutes les raisons de tenter leur chance devant le juge américain, même si l'ordre juridique américain n'apparaît pas comme le plus étroitement lié à la situation litigieuse et, comme on aura l'occasion de le constater, cette tentation survivra à l'arrêt *Morrison*, ce qui rendra, à terme, indispensable l'organisation de la matière au plan international. C'est ce que l'on se propose de montrer (III) après avoir rappelé la teneur de l'arrêt *Morrison* (I) et ses conséquences prévisibles (II).

I - L'affaire *Morrison*

On ne pouvait imaginer d'exemple plus caricatural de *foreign-cubed class actions* que l'affaire *Morrison*. Dans cette espèce, trois actionnaires australiens ont assigné aux États-Unis une banque australienne, la National Australia Bank Ltd., cotée en Australie et sur diverses autres places (en Nouvelle-Zélande, à Tokyo et à Londres), mais pas aux États-Unis, sur le fondement d'une fraude boursière qui aurait consisté à ne pas avoir correctement informé le public sur la manière dont la filiale américaine de la banque a calculé la valeur actuelle de ses profits à venir. Il existait certes des détenteurs d'*American Depository Receipts* (ADRs) américains, dont *Morrison*, quatrième défendeur et comparse de bon secours, mais les premiers juges n'ont eu aucune difficulté à constater que celui-ci n'avait en réalité subi aucun préjudice du fait des informations critiquées¹⁰. On ne pouvait donc imaginer une situation plus pure dans laquelle, par rapport aux États-Unis, tout était étranger : les demandeurs, la défenderesse et les agissements litigieux.

La demande était, en l'espèce, si manifestement abusive que son issue ne faisait aucun doute. Des enjeux considérables s'attachaient, en revanche, au choix du critère sur le fondement duquel elle serait rejetée. C'est en effet, conformément à son rôle, pour fixer une jurisprudence divisée entre les cours d'appel fédérales que la Cour suprême a accepté de connaître de

5 À titre de comparaison, dans l'affaire *Enron*, les avocats des demandeurs ont prélevé, sur une transaction de 7,2 milliards de dollars intervenue en 2008, un montant de 688 millions de dollars.

6 574 millions sur la base d'une estimation à 15 %. Sur la question, v. par ex., E. M. Ryan et L. E. Simmons, *Securities Class Action Settlements: 2009 Review and Analysis*, Cornerstone Research, Inc, 2010.

7 Sur les délices de l'*e-discovery*, v. par ex., E. Burns, M. Greer Galloway, J. Gross, « E-Discovery : One Year of the Amended Federal Rules of Civil Procedure » : 64 N.Y.U Ann. Surv. Am. L. 201 (2008-2009).

8 7^e amendement concernant les procès en matière civile devant les juridictions fédérales.

9 Les dommages punitifs ont été jugés contraires à l'ordre public international dans certains États de tradition civiliste. V. par ex. au Japon, *Oregon Partnership Northcon I v. Mansei Kogyo K.K. et al.*, 51 Minshu 2573 (Cour suprême, 11 juill. 1997) : 41 Japanese Yearbook of International Law (1998), p. 104.

10 *Jure National Australia Bank Sec. Litig.* 2006 U. S. Dist. Lexis 94162 at p. 26-27.

l'affaire. Devant la Cour suprême, le véritable débat opposait donc en réalité, d'un côté, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) américaine, dont la position était soutenue par les États-Unis d'Amérique, agissant en qualité d'*amicus curiae*, et, de l'autre, les autres États souverains (l'Australie, mais aussi la France et le Royaume-Uni) qui ont également choisi d'intervenir au débat en qualité d'*amici curiae*, aux côtés des associations professionnelles, également mobilisées en tant qu'amis de la cour¹¹. Tous ces protagonistes demandaient le rejet de la demande mais les raisons de ce rejet étaient diamétralement opposées. La défenderesse elle-même n'a pris aucun risque, puisqu'au moment de sa plaidoirie orale, elle a abandonné une partie de son temps de parole aux États-Unis qui ont pris, de façon générale, une position de principe très défavorable aux défendeurs aux *class actions*, tout en reconnaissant qu'en l'espèce les demandeurs devaient être déboutés. Les États-Unis ont en effet plaidé en faveur de l'adoption du critère très large que souhaitait la SEC : la législation boursière américaine s'appliquerait dès lors que la fraude prétendue aurait eu des effets aux États-Unis ou que pourrait être constatée aux États-Unis « une conduite significative ayant permis à la fraude de s'accomplir ». Le critère était plus large encore que celui qui voudrait que le centre de gravité de la fraude alléguée se situe aux États-Unis ou que celle-ci ait eu des effets sur le territoire américain, comme l'avait estimé la cour d'appel dans l'affaire *Morrison*. Les autres États souverains ont insisté sur le fait que la courtoisie internationale – en langage moderne, le respect de la souveraineté étrangère – devait inciter les États-Unis à les laisser régir selon leurs vues des situations plus étroitement liées à leur propre ordre juridique. Ils ont insisté, comme l'ont fait les représentants de la banque et de l'industrie, sur la nécessité d'adopter un critère clair (*bright line test*), dont l'application ne suppose pas d'importantes investigations factuelles. Celles-ci donnent en effet systématiquement lieu à d'importantes demandes de production de documents qui engendrent des coûts considérables, de sorte que, même lorsque le défendeur l'emporte, son enlèvement devant les juridictions américaines ne le laisse pas indemne. Seul un critère clair et facile à mettre en œuvre satisfait les impératifs de prévisibilité et de sécurité juridique. C'est ce dernier courant qui, de manière éclatante, l'a emporté dans la décision du 24 juin 2010. Rendue à l'unanimité, celle-ci constitue une véritable apologie de la sécurité juridique et du respect de la souveraineté étrangère. Après avoir redressé la position de la cour d'appel qui voyait dans l'enjeu du litige une question de compétence des juridictions là où l'on se trouve en présence d'une question d'application dans l'espace de la loi américaine, la Cour suprême rappelle la pré-

somption selon laquelle une loi qui n'a pas expressément été déclarée extraterritoriale par le Congrès est supposée ne pas avoir un tel effet. Non sans avoir insisté sur la nécessaire prévisibilité des solutions, la Cour pose ensuite un critère simple dont elle relève elle-même qu'il peut être qualifié de *bright line test* : la loi américaine ne s'applique qu'aux « transactions réalisées sur des actions cotées sur le marché américain » et aux « achats et ventes de titres intervenus aux États-Unis¹² ». Le critère considère la transaction intervenue et non de la fraude alléguée¹³. En termes de sécurité juridique et de prévisibilité des solutions, comme en termes d'économie judiciaire de moyens et de respect de la souveraineté des États, on ne pouvait espérer un résultat plus net.

II - Les conséquences prévisibles de l'affaire *Morrison*

L'arrêt *Morrison* a déplacé le débat du terrain judiciaire au terrain législatif et invite d'ores et déjà les avocats des demandeurs en matière de *class actions* boursières à raffiner leurs stratégies contentieuses.

A - Le débat législatif

Le revers subi par la SEC devant la Cour suprême des États-Unis n'a pas mis un terme à son ambition de connaître et, le cas échéant, de sanctionner, en application de la loi américaine, d'éventuelles fraudes boursières relatives à des sociétés cotées en dehors des États-Unis et dont un seul élément constitutif serait constaté aux États-Unis. En réalité, on n'a jamais vu dans l'histoire jurisprudentielle américaine de réaction plus prompte. Au lendemain même du prononcé de l'arrêt *Morrison*, le texte du projet de loi dit *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010* a été enrichi d'une disposition destinée à restaurer le pouvoir de la SEC de sanctionner au titre de la loi américaine une fraude dont un élément constitutif aurait eu lieu aux États-Unis ou qui produirait un effet aux États-Unis. Sous le titre éloquent « *Extraterritorial jurisdiction* », un nouveau paragraphe complétant le paragraphe 22 actuel de l'*Exchange Act* dispose : « *The district courts of the United States and the United States courts of any Territory shall have jurisdiction of an action or proceeding brought or instituted by the Commission or the United States alleging a violation of section 17(a) involving (1) conduct within the United States that constitutes significant steps in furtherance of the violation, even if the securities transaction occurs outside the United States and involves only*

11 L'opinion majoritaire est rédigée par le juge Antonin Scalia. Elle est accompagnée des opinions convergentes mais séparées des juges Stephen Breyer, John Paul Stevens et Ruth Bader Ginsburg, qui introduisent certaines nuances dans le raisonnement.

12 Déc., p. 24.

13 Le critère retenu est qualifié par la Cour elle-même de « *transactional test* » : déc., p. 21.

foreign investors; or (2) conduct occurring outside the United States that has a foreseeable substantial effect within the United States ».

Il s'agit en substance de l'ancien critère de l'élément constitutif ou des effets qui était retenu par la jurisprudence antérieure à l'arrêt *Morrison*. Il importe d'observer que la démarche n'est pas contraire à la décision de la Cour suprême. Celle-ci fonde en effet tout son raisonnement sur le fait que l'extraterritorialité ne se présume pas : elle doit résulter expressément de la volonté du législateur. Le texte du *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* ayant été adopté par la Chambre des députés le 30 juin 2010, par le Sénat le 15 juillet 2010 et la loi ayant été signée par le président Obama le 21 juillet 2010, date à laquelle elle est entrée en vigueur, une telle volonté ne peut désormais être plus claire.

L'enjeu principal n'est cependant pas là puisque ce texte ne vise, en l'état, que les actions civiles et pénales introduites par la SEC elle-même. À propos des actions privées intentées sur le fondement de la législation américaine, le texte invite la SEC, selon une méthode que ne désavouerait pas l'Union européenne, à faire rapport, dans un délai de dix-huit mois à compter de l'adoption de la loi, sur l'opportunité d'introduire une action privée également extraterritoriale. Le texte invite la SEC à réfléchir sur ce que devrait être le champ d'application d'un tel droit, y compris sur la question de savoir s'il devrait être limité aux investisseurs institutionnels et sur celle de savoir si un critère de compétence plus restrictif que celui qui régit les actions de la SEC doit être retenu. Il précise que, dans son analyse, la SEC devra prendre en compte les conséquences en termes de courtoisie internationale de l'adoption d'une telle règle et faire le bilan coûts-avantages d'un tel prolongement éventuel de la compétence extraterritoriale de la SEC en matière de fraudes boursières. Inutile de préciser que l'activité de *lobbying*, y compris de la part du très puissant groupe d'intérêts des avocats demandeurs en matière de *class actions*, dont la participation au financement des campagnes électorales aux États-Unis est majeure, s'annonce intense. De leur côté, les États qui souhaitent laisser à leur loi et à leur juge une place dans la réglementation des fraudes boursières auraient tort de relâcher leurs amicales pressions diplomatiques sur leur partenaire américain. En réalité, le *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* les y invite lorsqu'il évoque le coût que pourrait avoir, en termes diplomatiques, l'adoption, par le législateur améri-

cain, d'un critère de compétence extraterritorial particulièrement large.

B - Les nouvelles stratégies contentieuses

Indépendamment de toute considération législative, les avocats demandeurs dans les *class actions* boursières aux États-Unis se verront contraints de raffiner leurs stratégies contentieuses pour tenir compte des contraintes résultant, en l'état, de l'arrêt *Morrison*. L'analyse détaillée de l'incidence de l'arrêt sur les affaires en cours dans lesquelles une société cotée aux États-Unis est attaquée par des demandeurs qui, au moins en partie, n'ont pas acquis leurs titres aux États-Unis, comme c'est le cas dans l'affaire *Vivendi*, dépasse de très loin le cadre de la présente étude. En revanche, il y a lieu de signaler le développement prévisible d'actions fondées, en tout ou en partie, sur l'application d'une loi étrangère devant le juge américain. Ainsi qu'on a pu l'observer, l'intérêt des demandeurs tient moins à l'application de la loi américaine pour régir le fond du litige qu'à l'accès à l'arsenal procédural qu'offre le déroulement d'un contentieux aux États-Unis. Or ces aspects sont régis par la loi du *for*, applicable à la procédure, quelle que soit la loi applicable au fond du différend. En d'autres termes, un procès avec *discovery*, honoraires de résultat et jury populaire n'est nullement incompatible avec l'application au fond du litige de la loi française ou de la loi australienne par exemple. Il y a donc fort à parier qu'une prochaine génération de *class actions* boursières tentera d'exploiter le caractère large de la compétence des juridictions américaines, essentiellement fondée sur l'existence d'une activité (*doing business*) de la partie défenderesse aux États-Unis¹⁴ pour inviter le juge (et le jury) américain à sanctionner, au moins pour une catégorie d'investisseurs, la méconnaissance des dispositions de fond d'un droit boursier étranger. Le fait que, dans la lignée des arrêts *Arbaugh* et *Union Pacific*¹⁵, la Cour suprême ait reproché, dans l'affaire *Morrison*, à la cour d'appel du deuxième circuit d'avoir motivé sa décision en termes de compétence des juridictions et non de droit applicable ouvre la voie à ce type de raisonnement. Pour la Cour suprême des États-Unis, la seule question en cause était celle de l'application, extraterritoriale ou non, de la législation boursière américaine¹⁶. La tâche des demandeurs soucieux de faire sanctionner aux États-Unis la violation prétendue d'un droit étranger n'en sera pas moins beaucoup plus délicate puisqu'il faudra non seulement

14 Sur l'ensemble de la question, v. par ex. B. Audit, « Le droit international privé en quête d'universalité » : Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye (RCDAI) 2003, t. 305, spéc. n° 422 et s.

15 *Union Pacific R. Co. v. Locomotive Engineers and Trainmen Gen. Comm. of Adjustment, Central Region*, 558 U. S. (2009) (slip op., at 12) ; *Arbaugh v. Y & H Corp.*, 546 U. S. 500, 514 (2006).

16 Déc., p. 4, II.

rapporter la preuve de la teneur de la loi étrangère mais d'abord et surtout de répondre à l'argument d'incompétence que les défendeurs pourront tirer de la notion de *forum non conveniens*. Il est en effet plus naturel pour le juge américain d'appliquer le droit local et de reconnaître que, presque par définition, il est préférable de laisser un juge étranger se préoccuper du respect d'un droit qui est le sien¹⁷. Cela ne signifie pas, naturellement, que les avocats spécialisés en matière de *class actions* ne tenteront pas leur chance en formulant aux États-Unis des demandes fondées sur une ou plusieurs législations étrangères, spécialement dans des hypothèses dans lesquelles plusieurs droits, dont le droit américain, seront potentiellement concernés, en mettant en avant l'avantage qu'il pourrait y avoir à consolider en un seul lieu toutes les procédures.

III - L'indispensable organisation de la matière au plan international

Les contentieux collectifs nés de la question du respect de la réglementation boursière appellent, plus que tout autre sujet, un effort d'organisation au plan international. Les raisons de cette nécessaire organisation tombent sous le sens. Les sociétés cotées le sont généralement sur une ou plusieurs places qu'elles ont choisies. Leurs titres, en revanche, peuvent être acquis par des personnes domiciliées partout dans le monde. Un marché secondaire organisé, tels que les programmes d'ADRs aux États-Unis, peut exister, avec ou sans le consentement de la société émettrice. Surtout, l'information donnée par la société sur tous les événements susceptibles d'intéresser ses actionnaires actuels ou potentiels a aujourd'hui une portée mondiale. Or les contentieux boursiers portent précisément sur la qualité de l'information donnée au marché. Un droit retenant, ce qui n'apparaît pas *a priori* déraisonnable, comme élément de rattachement l'effet actuel ou potentiel sur son marché de l'information – ou de l'absence d'information – critiquée serait donc virtuel-

lement applicable à toute information quel que soit son lieu d'émission. En clair, toutes les lois du monde ont vocation à saisir toutes les infractions boursières prétendues. On ne pourrait imaginer situation plus propice au *forum shopping* et donc situation dans laquelle un effort d'organisation internationale serait le mieux venu.

On peut se demander si un tel effort devrait porter sur la compétence des juridictions et sur la loi applicable ou se contenter de traiter de la question de la loi applicable, étant entendu que le réalisme commande, en tout état de cause, de laisser en dehors du champ d'application d'un éventuel instrument international en la matière les aspects répressifs de la matière. En dépit de l'intérêt qu'aurait une répartition internationale de la compétence des juridictions en matière boursière, un instrument moins ambitieux portant sur la loi applicable aux aspects civils des infractions à la réglementation boursière aurait, au moins dans un premier temps, de meilleures chances d'aboutir. L'instrument le plus efficace pour réaliser un effort significatif d'harmonisation en la matière serait à l'évidence une convention internationale à vocation universelle, la Conférence de La Haye de droit international privé apparaissant comme l'organisation internationale la mieux placée pour traiter un tel sujet. Celui-ci présente toutes les caractéristiques des sujets traités avec succès par la Conférence dont celle, essentielle, d'être suffisamment limité dans son champ d'application pour recouvrir des situations litigieuses dont la typologie est facile à imaginer. S'ils décidaient de mettre à l'ordre du jour des travaux futurs de la Conférence la question de la loi applicable aux aspects civils des infractions à la réglementation boursière, les États membres rendraient aux sociétés cotées et au marché un grand service en termes de sécurité juridique et de prévisibilité du résultat. Par l'hommage appuyé qu'il rend à ces valeurs chères à la tradition continentale, l'arrêt *Morrison* crée un climat qui n'aura jamais été aussi favorable à la négociation d'un tel instrument. Les États seraient bien inspirés d'en saisir l'occasion avant que le législateur américain, sous la pression de puissants groupes d'intérêts, ne cède à la tentation de régir unilatéralement la matière de la façon la plus extraterritoriale qui soit.

Emmanuel Gaillard
Professeur à l'université Paris XII
Managing Partner, Shearman & Sterling LLP Paris

¹⁷ Sur cette question, v. par ex. C. Chalas, *L'exercice discrétionnaire de la compétence juridictionnelle en droit international privé*, PUAM, 2001.