



A recent decision of the U.S. Supreme Court represents a radical change for the system of investor protection in the United States

With the decision in *Morrison v. National Australia Bank* (NAB), the court ruled that the securities laws of the United States do not apply to non-US investors who purchased shares outside the United States. Therefore, these investors will need to seek other jurisdictions abroad as their only chance to recoup losses, while non-US companies are trying to reassure themselves that the "terrifying" threat of class action no longer exists.

The case involved alleged fraud by a Florida-based NAB subsidiary called Homeside Lending. The plaintiffs were Australian investors. NAB is an Australia-based bank with no direct operations in the US and its stock is not traded on US exchanges. That the deception that caused significant writedowns by NAB actually took place in Florida was not relevant, the court said. This would have been similar to a previous test that analyzed whether there was any conduct by the defendant in the US, or any effect in the US or on the US market. The NAB decision is important and unprecedented, does not take into account previous decisions of courts of appeals and will change the investor protection system thus reducing the number of these cases filed in the United States. The decision has already caused changes to the system of protection of investors in the U.S., and will also dramatically affect collective actions involving financial fraud. The basic question left as a result of the decision is one: whether the stock in question is traded on a U.S. exchange.

The repercussions, however, are numerous.

Now, European companies like Vivendi, EADS, Fortis, RBS and Porsche are celebrating the outcome of this important decision, a victory not only against the verdict in the Vivendi trial in New York, but also against class actions in the United States. Regarding the *Vivendi* case, currently in federal court in NY after a devastating verdict for the company, it is possible that the accused (the company Vivendi) will seek dismissal of the investors' claims or re-certification of the "class" (those investors who had sought damages in the class action), leaving investors with no possibility of recouping losses, the statute of limitations had expired long ago.

One wonders, however, what the investors in Vivendi shares who have lost their investment will do. Are there alternatives? What are the consequences of investing abroad? It is also possible that foreign companies may decide not to be listed on a U.S. exchange, in order to avoid costly litigation.

There are some basic, logical deductions that arise out of this decision. It will rein in the extraterritorial reach of U.S. securities fraud laws. This decision does not exclude purchases by foreigners on a US exchange, nor does it distinguish where a company is foreign, as long as the purchases were made on the US exchange.

La dernière décision de la Cour Suprême Américaine représente un changement radical pour le système de protection des investisseurs aux Etats-Unis

Avec la décision dans l'affaire *Morrison contre National Australia Bank* (« NAB ») la cour a décidé que le droit boursier des États-Unis ne s'appliquait pas aux investisseurs non-américains qui avaient acheté des actions en dehors des États-Unis. Par conséquent, ils devront chercher d'autres juridictions à l'étranger comme leur seule chance de récupération des pertes, et les sociétés non américaines peuvent se rasséréner maintenant que la menace « effrayante » des recours collectifs n'existe plus.

L'affaire s'agit de la fraude par une filiale de NAB en Floride (qui s'appelait Homeside Lending). Les plaignants étaient des investisseurs australiens. NAB est une société bancaire australienne sans opérations aux États-Unis ; ses actions ne sont pas négociées sur la bourse américaine. Que la déception de Homeside qui a causé des amortissements significatifs par NAB a eu lieu en Floride n'était pas pertinent, selon la cour. (Cela peut sembler similaire au test (avant la décision) qui avait analysé s'il y avait de la conduite par le défendeur aux États-Unis, ou un effet aux États-Unis ou sur le marché financier américain.)

La décision NAB est importante et sans précédent, qui n'a pas tenu compte des décisions précédentes prises par les cours d'appels et qui bouleversera le système et diminuera le numéro des poursuites intentées aux États-Unis. Cette décision a déjà porté des modifications au système de protection des investisseurs aux États-Unis et va affecter encore radicalement les actions de groupe qui concernent la fraude financière.

La question de base est si le titre en question soit négocié ou pas dans une bourse américaine.

Les répercussions sont plusieurs.

Maintenant, des sociétés européens comme Vivendi, EADS, Fortis, RBS et Porsche fêtent le résultat de cette décision importante, une victoire contre non seulement la décision de la culpabilité de Vivendi dans le procès à NY, mais aussi contre les actions de groupe aux États-Unis. En ce qui concerne l'affaire Vivendi, actuellement à la cour fédérale de NY après un verdict désastreux pour la société, il est possible que l'accusée (la société Vivendi) demandera le rejet de la plainte des investisseurs ou la ré-certification de la « classe » (les investisseurs qui avaient demandé l'endommagement dans la « class action »). Les délais de prescription étant expirés depuis longtemps.

On se demande, toutefois, ce que feront les investisseurs dans les actions Vivendi qui ont perdu leur investissement. Y a-t-il des alternatives ? Quelles seront les répercussions d'un investissement à l'étranger ? (Il se pourrait aussi que les sociétés étrangères puissent

continued:

The first effects are already being felt. In California, a judge has decided to dismiss the complaint of foreign investors (and their applications to act as "lead plaintiff") against Toyota, after the NAB decision. It will likewise be difficult to proceed with a possible lawsuit against BP, a company with many foreign investors who will surely be excluded, making it necessary for them to look for other jurisdictions to take action against the oil giant. Defendants are seeking even to apply this holding to other types of cases, including RICO (Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act) actions and other types of securities fraud cases. It is possible that a lawsuit against Porsche in the United States will be dismissed, where the shareholder-plaintiffs (U.S. hedge funds and others) had not purchased Volkswagen shares in the U.S. (VW, is in fact, not publicly traded in the U.S.). Other examples of cases that cannot proceed in the United States but will in Germany: Hypo Real Estate, IKB, Sky / Premiere.

Also in a case against Credit Suisse in the U.S., the foreign shareholders who purchased abroad had been previously dismissed, but now, following the NAB decision, the judge has also dismissed American plaintiffs who had acquired company stock through the Swiss Stock Exchange.

There remains some hope in the US. The recent financial system reform bill (Dodd-Frank Act) calls for studies on securities litigation and might lead to legislation to overturn this decision and the previous *Stoneridge* decision (that had limited lawsuits against those who aid or abet securities fraud). The act orders the SEC to study whether there should be a private right of action against foreign firms, even based on shares purchased overseas, if there was conduct within the United States in furtherance of the fraud.

It is indisputable that the United States has a unique legal system for investor protection, made more important by the international scope of the New York Stock Exchange. It is clear that this system, and in particular the class action, has created a level of investor protection that has no equal. But that may change now following this decision, yet it is more important as many other countries lack an effective method to protect the interests of harmed investors.

The new trend - and also the challenge after NAB - is to find jurisdictions that can actually make a complaint against the company and find a solution to the benefit of investors. It is always difficult, even impossible because of the lack of legislation in other countries, referred to protect investors. But the Anglo-Saxon countries have the same level of protection for investors (either domestic or foreign). In sum, in our opinion there will in the meantime be a proliferation of litigation in the world where similar issues will be tried in different countries with varying results. There will be different levels of investor protection in different countries. European investors will request more protection, which will, perhaps, be a further motivation for class actions in Europe and for the protection of investors. I can give you two recent examples: the EADS and Fortis (now Ageas) cases. Investor Foundations have been established in the Netherlands to bring claims against these two companies and will act on behalf of investors worldwide. These are cases following the

décider de ne pas se coter aux E-U pour éviter des litiges coûteux.) Il y a des déductions logiques de cette décision qui se posent : il va freiner la portée extraterritoriale des lois américaines des valeurs mobilières. Cette décision n'exclut pas des achats par des étrangers sur une bourse américaine, ni distinguer des sociétés étrangères, si les achats ont été effectués sur la bourse des États-Unis.

Les premiers effets se font déjà sentir. En Californie, par exemple, la juge a décidé de rejeter la plainte des investisseurs étrangers (et leurs applications d'agir comme « lead plaintiff », plaignant principal) contre la société Toyota, après la décision NAB. Il sera difficile procéder avec un possible litige contre BP, une société avec beaucoup d'investisseurs étrangers ; ces investisseurs seront certainement exclus et chercheront des autres juridictions pour porter plainte contre le géant pétrolier. Il est possible qu'un litige contre Porsche aux États-Unis sera rejeté du fait que les actionnaires-plaignants (des fonds de couverture américains et autres) n'ont pas acheté d'actions Volkswagen (VW) aux E-U (la société n'est pas cotée en bourse aux E-U). Autres exemples des cas qui ne peuvent pas procéder aux États-Unis mais en Allemagne : Hypo Real Estate, IKB, Sky/Premiere, and VW/Porsche.

Aussi dans le litige contre Crédit Suisse aux États-Unis, les actionnaires étrangers qui ont acheté des actions à l'étranger étaient déjà exclus, mais maintenant, après la décision NAB, le juge a également rejeté la plainte des investisseurs américains qui avaient acheté des actions négociées sur la Bourse Suisse.

Il reste un peu d'espoir aux États-Unis. La récente loi qui a réformé le système financier (Dodd-Frank Act) nécessite des études sur les litiges en valeurs mobilières et pourrait aboutir à une législation pour renverser cette décision et la décision précédente *Stoneridge* (qui avait limité des poursuites contre ceux qui avaient aidé ou encouragé les fraudes en valeurs mobilières). La Dodd-Frank Act ordonne à de la SEC (Securities and Exchange Commission) à étudier s'il devrait y avoir un droit privé qui permet les action contre les entreprises étrangères, basée sur des actions achetées à l'étranger, s'il y avait de la conduite aux États-Unis par la société.

Il est indiscutable que les États-Unis aient un système juridique de protection des investisseurs unique au monde, rendu plus important grâce à la portée internationale de la bourse de New York. Il est clair que la doctrine juridique (et, en particulier, l'action de groupe) a créé un système de protection pour les investisseurs qui n'a pas d'égal. Mais cela peut changer maintenant après cette décision, mais il est encore plus important parce que plusieurs autres pays n'ont pas une méthode efficace pour protéger les intérêts des investisseurs lésés.

La nouvelle tendance - et aussi le défi - est de trouver des juridictions dont on peut effectivement porter plainte contre la société et trouver une solution au bénéfice des investisseurs. C'est toujours difficile, voire impossible faute de l'absence d'une législation dans d'autres pays, visée à protéger les investisseurs. Néanmoins les autres pays Anglo-Saxonnes n'ont pas le même niveau de protection pour les investisseurs (soit domestiques soit étrangers).

continued:

example in Royal Dutch Shell, one of the first cases to use the Dutch law to protect the interests of aggrieved investors.

Alternatives exist, and we must be vigilant in searching for them and in pursuing all possible means of loss recovery for injured shareholders. Cooperation among law firms with specialties in specific jurisdictions will also be necessary as well to provide the top level of investor protection to affected investors.

Meanwhile, we must act, must make decisions and protect investments using the resources that we have now and above all, lawyers must have the capacity to advise on the proposals, opportunities, and drawbacks.

And so we wonder: what is happening to the proposals for an introduction of class actions in countries like France and Italy? Will international investors finally request EU-wide jurisdiction or class actions to decide the disputes of shareholders? We shall see!

Joseph Gulino
jgulino@drrt.com

Le résultat, à notre avis, sera une multiplication des litiges dans le monde entier où les mêmes questions seront jugées dans des pays divers avec des résultats divers. Il y aura des niveaux différents de protection des investisseurs dans les différents pays. Les investisseurs européens demanderont plus de mesure, peut-être cela représentera une motivation ultérieure pour l'action de groupe en Europe et pour la protection des investisseurs. Je vous donnerais deux exemples récents : les affaires EADS et Fortis (aujourd'hui Ageas). Des fondations d'investisseurs en Hollande ont été établies pour porter plainte contre ces deux sociétés et agiront pour le compte des investisseurs au niveau international. Il y a d'autres cas ayant une connexion néerlandaise et suivant l'exemple in Royal Dutch Shell, un des premiers cas à utiliser le droit néerlandais pour protéger les intérêts des investisseurs lésés.

Il y a des alternatives, et nous devons être vigilants en le recherchant et dans la poursuite de tous les moyens possibles de recouvrement des pertes pour les actionnaires lésés. La coopération entre les cabinets d'avocats avec des spécialités dans les juridictions spécifiques seront également nécessaires ainsi à fournir un niveau supérieur de protection des investisseurs aux investisseurs lésés.

Entre-temps, il faut agir, il faut prendre des décisions et protéger les investissements utilisant les moyens que l'on a actuellement. Surtout, les avocats doivent être à mesure de conseiller sur les propositions, les possibilités, et les inconvénients.

Et par conséquent on se demande : à quoi aboutiront les propositions d'une mise en place des actions de groupe en France ou en Italie ? Les investisseurs internationaux pourront-ils enfin demander un système de juridiction communautaire ou un système d'action de groupe pour décider des disputes des actionnaires ? On verra !

Joseph Gulino
jgulino@drrt.com