

## La responsabilité des sociétés cotées en bourse liée à leurs communications financières défailtantes



Prof. Dr. iur. ROLF WATTER,  
LL.M., Rechtsanwalt, Zürich



PAULA REICHENBERG,  
lic. iur., Zürich

Plan:

- A. Introduction
- B. Publications des sociétés cotées en bourse
  - I. Les obligations de publication selon le droit des sociétés
  - II. Les obligations de publication selon le droit des marchés des capitaux
  - III. Les informations fournies spontanément par les sociétés
- C. Responsabilité
  - I. Conditions de responsabilité
  - II. Les éventuels chefs de responsabilité et le degré de faute
    - 1. Responsabilité contractuelle (art. 97 CO)
    - 2. La responsabilité pour prospectus d'émission (art. 752 CO)
    - 3. Responsabilité dans l'administration et la gestion de la SA (art. 754 CO)
    - 4. Responsabilité délictuelle (art. 41 al. 1 CO couplé d'une norme protectrice)
    - 5. Art. 41 al. 2 CO: faits contraires aux mœurs
    - 6. La responsabilité fondée sur la confiance
- D. Synthèse et conclusion

### A. Introduction

En 1985, dans le cadre de la révision du droit des sociétés, KASPAR VILLIGER, alors chef du parti radical démocratique, faisait valoir que l'absence d'obligation de publication constituait sans aucun doute aux yeux du praticien l'un des avantages économiques majeurs offerts par la place suisse.<sup>1</sup> Il est aujourd'hui admis à l'inverse que les obligations de publication sont une condition nécessaire au développement d'un marché des capitaux transparent et efficace, propre à optimiser l'allocation des capitaux et à encourager la confiance des investisseurs.<sup>2</sup> La controverse porte aujourd'hui principalement sur les sanctions attachées aux violations des devoirs de publication, que ce soit pour la société concernée ou ses organes.<sup>3</sup> Le présent article porte en particulier sur les sanctions civiles. Il se penchera sur l'opportunité de différents régimes de responsabilité applicables et examinera si des solutions satisfaisantes peuvent être fondées sur les normes de droit existantes. Par ailleurs, les solutions retenues sur les places boursières étrangères seront évoquées,

puisque celles-ci constituent l'alternative principale des sociétés qui estimeraient la réglementation suisse trop lourde, comme des investisseurs qui exigeraient une protection accrue.

### B. Publications des sociétés cotées en bourse

Le présent article se concentre sur les publications destinées aux investisseurs actuels ou potentiels, aux analystes financiers et aux bourses, ainsi que sur toute information communiquée par voie médiatique susceptible d'influencer le marché des capitaux.<sup>4</sup> Il ne sera ni traité des informations destinées exclusivement aux actionnaires, ni de celles réservées aux créanciers.<sup>5</sup> Le cas particulier relatif aux fonds de placement ne sera pas abordé.<sup>6</sup>

En Allemagne, la doctrine majoritaire a considéré dès l'entrée en vigueur du code de commerce de 1870 que les obligations de publicité visaient non seulement la protection des actionnaires et des créanciers, mais aussi celle des investisseurs potentiels, à savoir de l'ensemble du public. La

- 1 Séance du 1.10.1985, Bulletin officiel du Conseil national 1985, 1662, cité notamment par BALTHASAR STÜCKELBERGER, Unternehmensinformation und Recht, thèse, Zurich 2004, 89, n. 520.
- 2 MARTIN TAUFER, Allgemeine Bemerkungen über die Ad-hoc-Publizitätsvorschrift nach Artikel 72 des Kotierungsreglements der Schweizer Börse (SWX), PJA/AJP 2000, 1120 ss, 1121 s.; ROLF WATTER, Prospekt(haft)pflicht heute und morgen, PJA/AJP 1992, 48 ss, 49, et références citées; PETER HSU, Ad-hoc-Publizität, thèse, Zurich 2000, 76 et 79.
- 3 Outre les inconvénients subis directement par la société et donc par ses investisseurs du fait de la sanction, les investisseurs souffriront souvent d'une chute du cours des actions, si des irrégularités sont relevées auprès de la société et que le marché craint (ou sait) que les mesures de redressement adoptées ne sont pas satisfaisantes ou que ces irrégularités ne sont qu'un indice de problèmes plus profonds.
- 4 Les communications externes adressées par exemple aux clients, partenaires commerciaux, autorités politiques ou groupes d'intérêts ne seront pas abordées. Pour une analyse détaillée des diverses formes de communications externes d'une entreprise: B. STÜCKELBERGER (n. 1), 7.
- 5 Comme le droit à l'information sur l'organisation de la gestion, art. 716b al. 2, 2<sup>e</sup> phr., CO.
- 6 Cf. loi fédérale du 18.3.1994 sur les fonds de placement.

législation communautaire a affirmé ce principe en 1968,<sup>7</sup> mais ce point de vue ne s'est développé en Suisse que récemment, et non sans réticence.<sup>8</sup> Quoique le droit des sociétés accorde certains droits de regard aux créanciers et au grand public, sa protection reste centrée sur l'actionnaire, non sur l'investisseur potentiel (p. ex. acquéreur d'actions, d'obligations, d'options).<sup>9</sup> Un pas majeur a été franchi lors de l'introduction du nouveau droit boursier en 1997 et des normes d'autorégulation proposées par le SWX, scellant le droit de tout investisseur, actuel ou potentiel, à l'information.<sup>10</sup>

## I. Les obligations de publication selon le droit des sociétés

Pour l'essentiel, le droit des sociétés impose au profit des investisseurs la publication des informations suivantes<sup>11</sup>:

- les informations "statutaires" sur la société, le nom des personnes autorisées à représenter la société et l'identité des réviseurs (art. 641 et 720 CO) et toute modification, notamment les augmentations du capital-actions (art. 659h et 653h);
- les prospectus d'émission en cas d'augmentation du capital-actions ou du capital-participations (art. 652a et 656a CO) ou pour l'émission d'emprunts par obligation (art. 1156 CO);
- pour les sociétés cotées en bourse: les comptes annuels, les comptes de groupe (y compris les annexes au bilan)<sup>12</sup> et le rapport des réviseurs (art. 697h CO), tels qu'approuvés par l'assemblée générale.

Les obligations de publicité prévues par le droit des sociétés mettent l'accent sur la *vérité* des informations diffusées. La diligence<sup>13</sup> dans la publication, la garantie de l'égalité de traitement<sup>14</sup> des destinataires et le caractère complet<sup>15</sup> de l'information diffusée ne sont en revanche pas promus.

## II. Les obligations de publication selon le droit des marchés des capitaux

Les obligations de publication prévues par le droit du marché des capitaux et examinées dans le cadre de cette étude trouvent leur fondement dans l'art. 8 LBVM, qui impose aux bourses d'édicter un *règlement de cotation* comprenant des prescriptions sur les informations à fournir aux investisseurs pour leur permettre d'apprécier les caractéristiques des valeurs mobilières et la qualité de l'émetteur.<sup>16</sup> Le règle-

tiers: perspectives de droit européen et de droit suisse, SJ 2004 II, 67 ss, 99, 71.

- 8 Cf. réforme du code des obligations du 4.10.1991 (RO 1992, 33 ss) et B. STÜCKELBERGER (n. 1), 88, 90, 92, 95 et références citées.
- 9 V. ENGAMMARE/R. WEBER (n. 7), 99.
- 10 HANS CASPAR VON DER CRONE, *Auf dem Weg zu einem Recht der Publikumsgesellschaften*, RJB 1997, 73 ss, 81 ss.
- 11 Pour les pays membres de l'Union Européenne: cf. notamment directive 68/151/CEE (n. 7); deuxième directive 77/91/CEE du Conseil, du 13.12.1976, tendant à coordonner pour les rendre équivalentes les garanties qui sont exigées dans les États membres des sociétés au sens de l'art. 58 al. 2 du traité, en vue de la protection des intérêts tant des associés que des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital (JO n. L 26 du 31.1.1977); quatrième directive 78/660/CEE du Conseil, du 25.7.1978, fondée sur l'article 54 para. 3g du traité et concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés (JO n. L 222 du 14.8.1978, 11); directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15.12.2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE (JO n. L 390 du 31.12.2004, 38); ROGER FRANKHAUSER, *Europaweit einheitliches System der handelsrechtlichen Publizität*, REPRAX 2003, 30 ss; V. ENGAMMARE/R. WEBER (n. 7), 74 ss.
- 12 Cf. art. 662 al. 2 CO pour le bilan non consolidé et art. 663g al. 2 pour les comptes de groupe. Contrairement au règlement de cotation (cf. n. 19), le CO n'impose pas le respect de standards de comptabilité particuliers, et se contente de prescrire des principes généraux: art. 662 ss et 957 ss CO.
- 13 Le moment de la publication des comptes et du rapport des réviseurs n'est pas prescrit par la loi. Il faut cependant considérer qu'elle doit intervenir sans délai après l'approbation par l'assemblée générale: ROLF WEBER, *BaK*, no 5 ad art. 697h CO; PETER BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, 3<sup>e</sup> éd., Zurich 2004, § 12, no 219.
- 14 Le CO favorise *de facto* l'accès à l'information de certains investisseurs actuels (les actionnaires), qui reçoivent ces documents 20 jours avant l'assemblée générale, par rapport à d'autres investisseurs actuels (p.ex. détenteurs d'obligations) et aux investisseurs potentiels. Les actionnaires disposent de plus d'un droit d'information lors de l'assemblée générale (art. 697 CO) et du droit à exiger un contrôle spécial (art. 697a CO).
- 15 En effet, à moins qu'une société ne présente ses comptes en conformité aux standards IFRS, US-GAAP (ou au moins FER), les comptes annuels n'offrent guère qu'une information sommaire sur la situation économique générale d'une société. Par ailleurs, l'art. 697h CO ne prescrit étonnamment pas la publication du rapport de gestion – à la différence des art. 47 et 50 de la quatrième directive 78/660/CEE (n. 11), et art. 2 al. 1, lit. f, de la directive 68/151/CEE (n. 7); R. WEBER, *BaK*, no 4 ad art. 697h CO; P. BÖCKLI (n. 13), § 12, no 226.
- 16 La LBVM prévoit d'autres obligations de publication, qui ne seront pas traitées ici plus avant. On mentionnera: (a) l'obligation de publicité des participations (art. 21 LBVM), qui contrairement à l'art. 663c CO, oblige la société à une publication *immédiate* et (b) les prescriptions s'attachant à réaliser la transparence dans le cadre des offres publiques d'acquisition (art. 22 ss et 29 LBVM).

7 Première directive 68/151/CEE du Conseil, du 9.3.1968, tendant à coordonner, pour les rendre équivalentes, les garanties qui sont exigées, dans les États membres, des sociétés au sens de l'article 58 deuxième alinéa du traité, pour protéger les intérêts tant des associés que des tiers (JO n. L 65 du 14.3.1968, 8), modifiée par la directive 2003/58/CE du 15.7.2003 (JO n. L 221 du 4.9.2003, 13); VALÉRIE ENGAMMARE/ROLF WEBER, *Transparence des sociétés à l'égard des actionnaires et des*

ment de cotation (RC)<sup>17</sup> édicté par le SWX décrit la procédure qui doit être suivie pour que des valeurs mobilières puissent être admises au négoce sur une bourse.

Parmi les conditions d'accès à la bourse, on compte notamment l'établissement d'un *prospectus de cotation* (art. 32 à 44 RC).<sup>18</sup>

Parmi les conditions de maintien de la cotation, nous rappelons ici:

- l'établissement et la publication de rapports périodiques, à savoir (i) d'un *rapport de gestion annuel* dans son intégralité,<sup>19</sup> comportant en outre des indications sur l'organisation et la fonction de la direction et du contrôle de l'entreprise (*Corporate Governance*)<sup>20</sup> (art. 64 RC) et (ii) de *rapports intermédiaires* (art. 65 RC);
- la *publicité événementielle* (ou publicité "ad hoc"), à savoir le devoir d'informer le marché de faits susceptibles d'influencer les cours qui sont survenus dans la sphère d'activité de l'émetteur et qui ne sont pas connus du public (art. 72 et 74 RC);<sup>21</sup>
- la publicité des *transactions du management* (art. 74a RC);<sup>22</sup>
- divers *devoirs d'annonce* au SWX, régis par la Circulaire no 1 de l'Instance d'admission du 15 janvier 2004.

Le droit des marchés des capitaux, promouvant le bon fonctionnement du marché, combat les transactions à des prix ne correspondant pas à la valeur réelle des titres.<sup>23</sup> Les informations diffusées ne doivent ainsi pas seulement être *vraies*: elles doivent avant tout être suffisamment *complètes* et être publiées *en diligence*, en garantissant l'*égalité de traitement* des destinataires.<sup>24</sup> L'investisseur doit pouvoir

fiant la directive 2001/34/CE (JO n. L 345 du 31.12.2003, 64); directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15.12.2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE (JO n. L 390 du 31.12.2004, 38).

- 19 À savoir le rapport annuel, les comptes annuels et le rapport des organes de révision (art. 64 RC). La Directive SWX du 29.1.2004 concernant les exigences en matière d'établissement des rapports financiers (Directive établissement des rapports financiers – DRF), fondée sur les art. 64 ss RC, entrée en vigueur le 1.1.2005, impose aux émetteurs cotés au segment principal le respect des normes comptables IFRS (International Financial Reporting Standards) ou US GAAP (United States Generally Accepted Accounting Principles). Sur les segments SWX Local Caps, Sociétés Immobilières et Sociétés d'investissement, les normes Swiss GAAP FER sont en outre autorisées. Concernant les normes IFRS, voir la publication de l'International Accounting Standards Board: International Financial Reporting Standards 2004, including International Accounting Standards and interpretations, as at 31 March 2004, Londres 2004. Pour les comptes consolidés, voir en particulier le Standard IAS 27, Consolidated and separate financial statements; P. BÖCKLI (n. 13), § 10, no 335 ss.
- 20 Selon la Directive SWX concernant les informations relatives à la Corporate Governance du 17.4.2002.
- 21 Au sens de l'art. 72 RC, sont réputés susceptibles d'avoir une influence sur les cours *les faits nouveaux qui, en raison de leur effet important sur le patrimoine, la situation financière ou la marche des affaires de l'émetteur, sont de nature à entraîner une modification notable des cours. L'émetteur informe dès qu'il a connaissance des principaux éléments du fait nouveau.* L'art. 72 RC a été révisé le 30.9.2004 (entrée en vigueur le 1.7.2005) et est à présent complété par la Directive concernant la publicité événementielle. Selon la nouvelle teneur de l'art. 72 RC, seront réputés susceptibles d'avoir une influence sur les cours *les faits qui sont de nature à entraîner une modification notable des cours.* L'interprétation des différents éléments constitutifs de cette disposition a fait l'objet d'une abondante littérature – parmi d'autres: B. STÜCKELBERGER (n. 1), 132 ss.; HSU (n. 2), 128 ss – et de commentaires du SWX lui-même ("Commentaires relatifs au devoir de fournir des informations sur des faits susceptibles d'influencer les cours selon l'art. 72 du nouveau Règlement de cotation (publicité événementielle)" de novembre 1996, qui établit une liste d'exemples de faits à publier et de cas ne relevant pas de l'obligation d'informer). Voir aussi le Communiqué de l'instance d'admission no 1/2005 du 10.1.2005 (qui annonce un nouveau commentaire).
- 22 Cf. la Directive concernant la publicité des transactions du management du 7.1.2005, disponible sous [www.swx.com/admission/regulation/guidelines\\_fr.html](http://www.swx.com/admission/regulation/guidelines_fr.html).
- 23 Art. 1 LBVM, art. 1 RC; HSU (n. 2), 14 ss; M. TAUFER (n. 2), Allgemeine Bemerkungen über die Ad-hoc-Publizitätsvorschrift nach Artikel 72 des Kotierungsreglements der Schweizer Börse (SWX), PJA/AJP 2000, 1120 ss, 1121 s.; B. STÜCKELBERGER (n. 1), 119; R. WEBER, BaK, no 5 ad art. 20–21 LBVM.
- 24 JOHANNES KÖNDGEN, Die Ad hoc-Publizität als Prüfstein informationsrechtlicher Prinzipien, in: Festschrift für Jean Nicolas Druey, Zurich 2002, 791 ss, 793.

17 Règlement de cotation du 24.1.1996, tel qu'amendé, disponible sous [www.swx.com/admission/regulation/rules\\_fr.html](http://www.swx.com/admission/regulation/rules_fr.html).

18 Aux termes de l'art. 32 RC, l'émetteur qui souhaite demander la cotation d'une valeur doit publier un prospectus de cotation contenant les informations permettant à des investisseurs qualifiés de se faire un jugement fondé sur le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur ainsi que sur les droits liés à la valeur faisant l'objet de la demande. Les risques particuliers doivent être expressément mis en évidence. Le contenu du prospectus est prescrit de manière détaillée par l'art. 35 RC et l'Annexe au RC. Pour les pays membres de l'Union Européenne: cf. directive 2001/34/CE du Parlement Européen et du Conseil du 23.5.2001, concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs (JO n. L 184 du 6.7.2001, 1); directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4.11.2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modi-

décider en connaissance de cause si son investissement doit être maintenu, augmenté ou réduit. Enfin, l'immédiateté de la diffusion des informations exerce une influence préventive contre les délits d'initiés.<sup>25</sup>

Dans ce contexte, on évoquera les informations fournies aux analystes et aux journalistes financiers, et le risque d'une violation de l'égalité de traitement entre les investisseurs.<sup>26</sup>

Le droit du marché des capitaux dispose d'un système de sanctions propres.<sup>27</sup> Le RC prévoit en ses art. 81 ss diverses mesures sanctionnant une contravention à un devoir d'information.<sup>28</sup> Ce système a cependant été qualifié par de nombreux auteurs de trop indulgent, d'inefficace et d'inadéquat,<sup>29</sup> en partie à tort si l'on connaît la vigueur avec laquelle les sociétés cotées se défendent des procédures initiées par le SWX. Sa force dissuasive demeure cependant restreinte en comparaison d'un système efficace de sanctions civiles.

### III. Les informations fournies spontanément par les sociétés

Pour des raisons d'image ou de promotion notamment, les émetteurs peuvent choisir de rendre compte au public d'informations dont la publication n'est prescrite ni par la loi, ni par le RC. On mentionnera les informations sur les conséquences sociales et environnementales de l'activité de la société ("développement durable de la société", "Sustainability" ou "Nachhaltigkeit")<sup>30</sup>, la publication de "manuels d'investisseurs" et les déclarations publiques de pronostics. Le caractère spontané de ces publications n'exclut cependant pas les conséquences civiles (*infra, ad note 77, 129*).

## C. Responsabilité

### I. Conditions de responsabilité

Le non-respect d'obligations de publicité (que ce soit par le retard dans la publication, l'omission de publier ou la publication d'informations fausses, trompeuses ou incomplètes) et les publications spontanées fausses ou trompeuses peuvent causer des dommages aux patrimoines d'investisseurs actuels ou potentiels. La question principale résidera dans la détermination des possibles *fondements juridiques* d'une responsabilité, soit de la société, soit directement de ses organes, en faveur des investisseurs. L'organe engage sa responsabilité personnelle pour faute,<sup>31</sup> qui peut être imputée à la société en vertu de l'art. 722 CO. Seront ainsi principalement mises en cause les personnes responsables de l'information défaillante ou ayant signé ou approuvé le document. La responsabilité des membres du conseil d'administration dépendra de la nature et de l'importance du document: en ce qui concerne les publications événementielles, il arrivera souvent en pratique que le conseil soit informé en même temps que le public.

À titre liminaire, on précisera que contrairement à ce que semblent craindre certains auteurs,<sup>32</sup> le cercle des *poten-*

*tiels lésés* ne s'étend pas à l'ensemble des investisseurs actuels et potentiels. Selon les conditions du dommage et

25 À ce sujet, voir, parmi d'autres, MARIE VON FISCHER, Die Ad-hoc-Publizität nach Art. 72 Kotierungsreglement unter besonderer Berücksichtigung der Haftungsfrage, thèse, Berne 1999, 47 ss.

26 Selon le principe d'égalité de traitement consacré par l'art. 72 RC [*in fine*] une diffusion sélective de l'information à un cercle privilégié de personnes (médias, analystes, actionnaires importants, conseillers financiers etc.) n'est pas admissible. L'égalité de traitement n'est cependant que relative: si l'égalité doit être respectée de manière absolue entre les personnes se trouvant dans une situation comparable, différents groupes peuvent en revanche être informés de manière différente, pour autant que les différences concernent la densité de l'information, la perception intellectuelle des données de base et la compréhension du contexte (c.-à-d. si elles ne constituent que des précisions, et non une nouvelle information en soi). À l'inverse, un supplément d'informations concernant des événements extraordinaires et distribué de manière sélective ou à un seul destinataire se révélera problématique. Voir à ce sujet les Commentaires SWX (n. 21), 15 s; ROLF WEBER, Praxis der SWX Swiss Exchange zur Ad-hoc-Publizität, RSDA 2002, 297 ss, 300.

27 Ainsi les art. 41 s. LBVM en cas de violation intentionnelle de l'obligation de déclarer une participation.

28 Les sanctions varient de la fixation d'un délai à des mesures plus sévères, comme la suspension du négoce, la radiation de la cotation, l'exclusion de l'émetteur ou une amende pouvant s'élever à CHF 200 000.– au plus. Un cumul des peines est possible. L'émetteur se soumet à ces mesures de sanctions par le dépôt de la demande de cotation auprès de l'instance d'admission du SWX (art. 51 RC).

29 M. TAUFER (n. 2), 1125 s.; B. STÜCKELBERGER (n. 1), 149 et références citées; J. KÖNDGEN (n. 24), 802; DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zurich 2004, no 277; MARKUS RUFFNER, Gesteuerte Selbstregulierung der Börsen, in: CHRISTIAN MEIER-SCHATZ (éd.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, Berne/Stuttgart/Vienne 1996, 54; ALEXANDER DE BEER, Fairness und Transparenz durch Ad-hoc-Publizität, L'EC 1/1998, 33 ss, 38. L'amende maximale de CHF 200 000.– serait trop indulgente en comparaison des dommages qui peuvent surgir auprès des investisseurs. Par ailleurs, une décotation frapperait plus les investisseurs, qui ne pourraient plus vendre leurs valeurs mobilières, que l'émetteur même.

30 HANS CASPAR VON DER CRONE/MARIEL HOCH, Nachhaltigkeit und Nachhaltigkeitsreporting, PJA/AJP 2002, 40 ss. On notera qu'en France, les sociétés étaient tenues dès 1977 de publier un bilan social, contenant des informations de développement durable. Le décret no 2002-221 du 20.2.2002 (JO 21.2.2001), fondé sur l'art. 116 de la loi sur les Nouvelles Régulations Économiques du 15.5.2001 (loi NRE), prescrit que le rapport devra également comprendre des informations sur la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementales de son activité. V. ENGAMMARE/R. WEBER (n. 7), 97; B. STÜCKELBERGER (n. 1), 185 ss.

31 Art. 55 al. 3 CC et art. 754 CO (*infra*, chap. II.3).

32 M. TAUFER (n. 2), 1128.

du rapport de causalité adéquate, seuls deux groupes devraient être retenus: les investisseurs qui ont acheté alors que le cours était surévalué, et ceux qui ont vendu alors que le cours était sous-évalué.<sup>33</sup>

Le présent article n'abordera pas la question du calcul du *dommage*<sup>34</sup> et n'examinera pas plus avant la question du *rapport de causalité*<sup>35</sup>. Nous nous contenterons de relever que le Tribunal fédéral, dans un cas de comptes annuels falsifiés, a admis l'existence d'un rapport de causalité sans examen trop sévère.<sup>36</sup> Dans les récents arrêts "Biber Holding AG" et "Administrateurs Swissair", au contraire, le Tribunal fédéral s'est fondé principalement sur l'absence d'un rapport de causalité pour rejeter les actions.<sup>37</sup> Selon nous, le lésé n'a pas besoin de démontrer qu'il a pris personnellement connaissance de l'information erronée ou qu'il en aurait pris connaissance si elle avait été publiée: le fait qu'il a présumé que le cours boursier reflétait toutes les informations importantes sur la société et que ces informations étaient justes doit suffire.<sup>38</sup> La seule question importante reste ainsi de savoir si l'information (ou l'absence d'information) en question a eu une influence sur le prix du marché.<sup>39</sup> Le défendeur peut en revanche prouver que l'investisseur a acheté les titres en se fondant sur d'autres considérations.<sup>40</sup>

## II. Les éventuels chefs de responsabilité et le degré de faute

### 1. Responsabilité contractuelle (art. 97 CO)

Sur le marché secondaire, l'émetteur n'est en règle générale pas partie aux transactions boursières, qui s'effectuent entre acheteurs et vendeurs par le biais d'intermédiaires financiers. Même sur le marché primaire, la distribution au public des actions se fait généralement par le biais d'intermédiaires financiers, non directement par la société. Émetteur et investisseurs ne sont ainsi pas liés par des relations contractuelles.<sup>41</sup>

### 2. La responsabilité pour prospectus d'émission (art. 752 CO)

Cet article ne s'attardera pas sur la responsabilité pour le prospectus d'émission, déjà traitée en détail par ailleurs.<sup>42</sup> On se bornera à rappeler que la responsabilité fondée sur l'art. 752 CO<sup>43</sup> concerne non seulement les prospectus prescrits par la loi (art. 652a, 656a et 1156 CO), mais aussi les prospectus publiés volontairement par les sociétés dans le cadre de placements publics ou privés de papiers valeurs émis en masse.<sup>44</sup> Le prospectus de cotation (art. 32–44 RC),

et en est encore titulaire au moment où l'inexactitude devient connue, 4) a acheté les papiers valeurs avant la publication et les aliène avant que l'inexactitude ne devienne connue.

- 34 ATF 120 IV 122, 134, c. 6b; voir aussi à ce sujet ROLF WATTER, Investorenschaden wegen falscher Rechnungslegung, in: Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zurich 2004, 429 ss, 438 s.; KNUT SAUER, Kausalität und Schaden bei der Haftung für falsche Kapitalmarktinformation, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2005, 24 ss, 30 ss.
- 35 Voir à ce sujet R. WATTER, Investorenschaden (n. 34), 439 s.
- 36 ATF du 24.11.2000, 4C.344/1998, c. 4c: "Dass eine fehlende Bilanzierung eines Darlehens in einer gemessen an der Kapitalstärke der betreffenden Gesellschaft bedeutenden Höhe, jedenfalls aber die Auflistung nicht existierender Debitorenbestände geeignet sind, beim Kreditgeber einen Irrtum über die finanzielle Situation dieser Gesellschaft und damit seinen Kreditentschluss hervorzurufen oder zumindest zu begünstigen, kann nicht abgestritten werden".
- 37 ATF du 18.5.2005, 4C.70/2005, c. 2.2; ATF du 9.11.2004, 4C.III/2004, c. 3.2.2.
- 38 K. SAUER (n. 34), 26 ss, selon lequel un investisseur laïque se comporterait même de façon coûteuse et absurde s'il prenait connaissance de toutes les informations à disposition. Un comportement rationnel doit le pousser à accepter le prix actuel du marché comme juste. En droit américain: théorie du "Fraud on the Market": arrêt *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988); R. WATTER, Investorenschaden (n. 34), n. 29 et 40. Il appartient ensuite au défendeur de prouver que l'investisseur a acheté les titres en se fondant sur d'autres considérations et que ces considérations ont été déterminantes, ou qu'il savait que l'information était fautive. *Contra*: K. SAUER (n. 34), 29; A. DE BEER, Fairness und Transparenz (n. 29), 38.
- 39 K. SAUER (n. 34), 29.
- 40 R. WATTER, Investorenschaden (n. 34), 439 s; ROLF WATTER, BaK, no 1 et 26 ss *ad* art. 752 CO; R. WATTER, Prospekt(haft)pflcht (n. 2), 59; Voir aussi MICHAEL NOTH/EVELYNE GROB, Rechtsnatur und Voraussetzungen der obligationenrechtlichen Prospekthaftung – ein Überblick, PJA/AJP 2002, 1435 ss, 1455; HARALD BÄRTSCHL, Verantwortlichkeit im Aktienrecht, thèse, Zurich 2001, 234.
- 41 M. TAUFER (n. 2), 1126; pour plus de détails: ROLF WATTER, Handel in Wertschriften auf einer Netto-Basis, in: Aspekte des Wirtschaftsrechts, Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994, Zurich 1994, 181 ss, 185 ss; R. WATTER, Investorenschaden (n. 34), 433.
- 42 R. WATTER, BaK, n. 3 ss *ad* art. 752 CO; R. WATTER, Prospekt(haft)pflcht (n. 2), 48 ss; ROLF WATTER/DIETER DUBS, Organverhaltens- und Organhaftungsregelung im Börsenrecht, PJA/AJP 1998, 1208 ss, 1312 s.; VITO ROBERTO/THOMAS WEGMANN, Prospekthaftung in der Schweiz, RSDA 2001, 161 ss. Voir aussi ATF du 9.11.2004, 4C.III/2004, c.2.
- 43 L'art. 752 CO constitue une *lex posterior* et une *lex specialis* par rapport à l'art. 1156 al. 3 CO, qui n'a plus de portée propre que lorsque l'émetteur n'est pas une société anonyme. À ce sujet: R. WATTER, BaK, no 23 *ad* art. 1156 CO; M. NOTH/E. GROB (n. 40), 1437.
- 44 Parmi d'autres, FRÉDÉRIC LENOIR, Prospekthaftung im Zusammenhang mit Going Publics, thèse, Zurich 2004, 59 ss; M. NOTH/E. GROB (n. 40), 1438; DIETER ZOBL/RETO ARPAGAU, zur Prospekt-Prüfungspflicht der Banken bei Emmissionen, in: Aspekte des Wirtschaftsrechts, Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994, Zurich 1994, 195 ss, 200.

33 Ces catégories correspondent à celles qu'a retenues le législateur allemand dans les § 37b et 37c WpHG: le tiers qui 1) a acheté les papiers valeurs après l'omission et en était encore titulaire au moment de la publication, 2) a acheté les papiers valeurs avant la survenance du fait et les a vendus après l'omission, 3) a acheté les papiers valeurs après la publication

s'il n'est pas identique au prospectus d'émission, constituera en général un "document analogue au prospectus d'émission" au sens de l'art. 752 CO.<sup>45</sup> Le degré de faute requis est l'intention ou la négligence.<sup>46</sup>

### 3. Responsabilité dans l'administration et la gestion de la SA (art. 754 CO)

Lorsqu'un membre du conseil d'administration ou de la direction d'une société anonyme est responsable d'une omission ou d'un retard de publication, ou d'une publication fautive, il se pose la question de savoir s'il peut être tenu personnellement du dommage en découlant pour les investisseurs sur la base de l'art. 754 CO.<sup>47</sup>

Selon la jurisprudence fédérale, l'acquéreur d'actions vaut déjà au moment de l'achat comme *actionnaire* au sens de cette norme, et possède par conséquent la légitimation active pour faire valoir le dommage subi lors de l'acquisition.<sup>48</sup> Par analogie, les acquéreurs d'obligations devraient déjà valoir au moment de l'achat comme *créanciers sociaux* au sens de l'art. 754 CO. En revanche, les acquéreurs d'options sont clairement dépourvus de légitimation active.<sup>49</sup>

Cependant, pour pouvoir se fonder sur l'art. 754 CO, le lésé doit démontrer qu'il a subi un *dommage direct*, par opposition à un dommage subi par la société (art. 756 CO), qui ne touche qu'indirectement le lésé (*dommage indirect*)<sup>50</sup>. Avant l'arrêt du Tribunal fédéral "X-Corporation" rendu en 1996, la distinction entre dommages direct et indirect s'opérait en fonction de la masse patrimoniale atteinte: un dommage était direct si le créancier ou l'actionnaire était touché dans son patrimoine indépendamment d'un dommage de la société.<sup>51</sup>

L'arrêt X-Corporation devait introduire une nouvelle définition – largement controversée – selon laquelle ne comptait comme dommage direct que le dommage issu de la violation d'une norme du droit des sociétés anonymes conçue *exclusivement pour protéger les parties lésées* (soit actionnaires, soit créanciers), à l'exclusion de la société ou de tiers.<sup>52</sup> Par exemple, l'obligation faite aux membres du conseil d'administration de traiter les actionnaires de manière égale (art. 717 al. 2 CO) ne protège que les actionnaires: sa violation par un membre du conseil peut provoquer un dommage direct. Il n'existe en revanche aucune norme qui protège exclusivement les acquéreurs d'actions, sans protéger en même tant les autres investisseurs (acquéreurs d'options ou d'obligations), à savoir l'ensemble du public.<sup>53</sup> Par conséquent, le dommage des acquéreurs d'actions ou d'obligations subi en raison de l'achat devait toujours, selon cette définition, être qualifié d'"indirect" ou, pour reprendre la lettre de la loi, de "dommage subi par la société" (art. 756 CO). Cette définition, à laquelle le Tribunal fédéral avait recouru sous prétexte de garantir l'égalité de traitement des créanciers dans la faillite<sup>54</sup>, avait trouvé application également lors d'actions en responsabilité introduites avant l'ouverture de la faillite.<sup>55</sup> Elle conduisait notamment à des résultats difficilement soutenables lorsque les investisseurs avaient été seuls lésés et que la société n'avait pas été touchée par le comportement fautif des administrateurs ou avait même

tiré profit des dommages des investisseurs.<sup>56</sup> Après avoir apporté de timides nuances à cette jurisprudence sibylline

45 R. WATTER, BaK, no 14 ad art. 752 CO; R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (n. 2), 48, n. 1; R. WATTER/D. DUBS (n. 42), 1312; F. LENOIR (n. 44), 59 s. et 66 s.; ANDREAS ROHR, Grundzüge des Emissionsrechts, Zurich 1990, 212 s. Pour une définition des caractéristiques d'un prospectus et la comparaison avec une publication événementielle selon le droit allemand, voir l'arrêt du Bundesgerichtshof du 19.7.2004, *Infomatec AG I*, II ZR 218/03, publié dans: Die Aktiengesellschaft 2004, 543 ss: selon cette jurisprudence, une publication événementielle ne présente les caractéristiques d'un prospectus que si elle donne des informations sur tous les paramètres importants nécessaires à une décision de placement.

46 ATF 129 III 71, 75, c. 2.4 s.

47 L'art. 754 CO se lit comme suit: *Responsabilité dans l'administration, la gestion et la liquidation: 1) Les membres du conseil d'administration et toutes les personnes qui s'occupent de la gestion ou de la liquidation répondent à l'égard de la société, de même qu'envers chaque actionnaire ou créancier social, du dommage qu'ils leur causent en manquant intentionnellement ou par négligence à leurs devoirs. 2) Celui qui d'une manière licite, délègue à un autre organe l'exercice d'une attribution, répond du dommage causé par ce dernier, à moins qu'il ne prouve avoir pris en matière de choix, d'instruction et de surveillance, tous les soins commandés par les circonstances.*

48 ATF du 28.9.2000, 4C.198/2000, c. 3; ATF du 19.12.1997, PRA 1998 no 121, 680 ss, 680 s., c. 3.

49 R. WATTER, Investorenschaden (n. 34), 449.

50 ATF 128 III 180, c. 2, 183: S'ils n'ont été lésés que de manière indirecte, c'est-à-dire en raison de l'insolvabilité de la société, ils ne pourront, après ouverture de la faillite, plus agir que sur la base d'un mandat procédural de la masse en faillite, en qualité de cessionnaire des droits de la masse (art. 260 LP, art. 757 al. 2 CO). Le cessionnaire peut alors réclamer réparation de tout le dommage causé directement à la société et indirectement à ses créanciers.

51 ATF 122 III 176, c. 7b, 190; 110 II 391, c. 1, 393.

52 Ne peut ainsi constituer un dommage direct au sens de l'art. 754 CO un dommage découlant de la violation des règles sur la constitution effective du capital social, qui ne sont pas conçues exclusivement dans l'intérêt des actionnaires ou des créanciers, mais également dans l'intérêt de la société (ATF 128 III 180, c. 2c, 183). De même, la règle prévoyant l'obligation d'aviser le juge en cas de surendettement (art. 725 CO) n'a pas été édictée dans le seul intérêt des actionnaires ou créanciers, mais aussi dans l'intérêt de la société elle-même et des tiers en général (ATF 128 III 180, c. 2c, 183, et ATF du 18.12.2001, 4C.160/2001, c. 2.e.bb).

53 Voir p.ex. ATF du 18.12.2001, 4C.160/2001, c. 2.e.bb: "*Wenn aber Art. 725 aOR nicht nur eine Gläubigerschutzbestimmung ist, sondern auch bezweckt, die Allgemeinheit zu schützen, dann macht der Kläger, der sich auf die Verletzung von Art. 725 aOR beruft, nach der eingangs erwähnten Rechtsprechung keinen unmittelbaren Gläubigerschaden, sondern einen Gesellschaftsschaden bzw. mittelbaren Gläubigerschaden geltend*".

54 ATF 122 III 176, c. 7c, 194.

55 ATF 125 III 86, c. 3a, 88.

56 R. WATTER, Investorenschaden (n. 34), 449.

dans des arrêts isolés<sup>57</sup>, le Tribunal s'est référé à nouveau, dans le récent arrêt Biber Holding AG, à la définition classique des dommages direct et indirect. Le domaine d'application de la définition controversée a quant à lui été restreint aux cas où l'action est introduite après l'ouverture de la faillite et où la société a elle aussi subi un dommage.

Ainsi, dans les cas où la définition controversée du dommage direct ne s'applique pas, les acquéreurs d'actions ou d'obligations lésés lors de l'achat (qui seraient selon la jurisprudence citée plus haut légitimés, comme "actionnaires" et "créanciers sociaux", à ouvrir action selon l'art. 754 CO), auraient tout avantage à suivre cette voie plutôt que de se fonder sur le régime délictuel, notamment en ce qui concerne la prescription, le fardeau de la preuve de la faute et la solidarité.<sup>58</sup> En outre, selon la lettre de l'art. 754 CO, les membres du conseil d'administration et les personnes qui s'occupent de la gestion ne sont pas seulement responsables pour leurs actes illicites (cf. *infra* C.II.4 pour l'énumération des normes fondant l'illicéité), mais aussi pour la violation – même par négligence – d'un "devoir" leur incombant. Ces "devoirs" leur sont impartis non seulement par le droit des sociétés, mais aussi par le RC, les statuts, une décision de l'assemblée générale, etc. Ils répondent en outre personnellement du dommage causé par un organe auquel l'exercice de cette attribution a été délégué, s'ils ne prouvent avoir pris en matière de choix, d'instruction et de surveillance, tous les soins commandés par les circonstances. Puisqu'il incombera généralement aux administrateurs ou aux personnes s'occupant de la gestion de s'assurer de la publication correcte et immédiate des informations financières, les acquéreurs d'actions ou d'obligations lésés lors de l'achat pourront ainsi faire valoir contre eux le dommage découlant du retard d'une publication événementielle (*violation du devoir* d'un organe), alors qu'ils ne pourraient le faire valoir contre la société même (qui n'est tenue que *des actes illicites* commis dans la gestion de ses affaires par les personnes autorisés à la gérer ou à la représenter – art. 722 CO). En d'autres termes, un directeur pourrait être tenu personnellement des dommages subis par des acquéreurs d'actions à la suite d'un retard par négligence simple dans une publication événementielle. Comme cette erreur n'est pas illicite (cf. *infra*, C.II.4), la société, quant à elle, ne répondrait pas.

Cette construction pénalise de manière excessive et induit les membres du conseil d'administration et les personnes qui s'occupent de la gestion. Elle ne peut être retenue. Selon nous, leur responsabilité envers les investisseurs ne peut s'étendre au-delà de la responsabilité de la société elle-même pour les actes illicites de ses organes. Cette solution place les investisseurs en actions ou en obligations sur pied d'égalité avec les autres investisseurs (notamment en options). Elle évite en outre d'inciter les investisseurs en actions et en obligations à introduire action dès qu'ils croient ressentir une faillite. Un tel comportement pourrait induire l'effet pervers d'une "*self-fulfilling prophecy*", puisque l'annonce de telles actions en justice découragerait immédiatement les fournisseurs de livrer et pourrait provoquer la faillite. La "course des créanciers" que le Tribunal fédéral souhaitait éviter durant la faillite aurait alors simplement

lieu avant, avec des conséquences encore plus insatisfaisantes.

#### 4. Responsabilité délictuelle (art. 41 al. 1 CO couplé d'une norme protectrice)

Puisque les dommages découlant de la violation d'un devoir de publication seront toujours des dommages purement patrimoniaux, ils ne donneront droit à des dommages et intérêts selon l'art. 41 al. 1 CO que s'il existe dans l'ordre juridique une norme écrite ou non-écrite édictée notamment dans le but de protéger le lésé dans les droits atteints par l'acte incriminé.<sup>59</sup> Ces normes peuvent se trouver dans le droit privé comme public, en particulier dans le droit pénal.<sup>60</sup>

##### 4.1. Dispositions du code pénal

À titre liminaire, nous poserons la question de savoir si une contravention par *négligence* à des normes prévoyant des *délits intentionnels* peut donner lieu à une responsabilité civile, alors qu'elle n'est pas pénalement répréhensible. La doctrine est partagée à ce sujet. Selon BÖCKLI, il importerait peu que seuls les actes intentionnels soient poursuivis par certaines normes du droit pénal: le droit civil ne s'appuierait sur la norme pénale que pour examiner l'illicéité d'un acte. Celle-ci serait donnée dès que tous les éléments objectifs de l'énoncé de faits légal sont réunis. Il appartiendrait ensuite au droit civil de déterminer quel degré de faute donne

57 ATF du 28.9.2000, 4C.198/2000, c. 4b. Voir aussi les considérations du Tribunal fédéral sur la manière de calculer le dommage, ATF du 19.6.2001, 4C.366/2000, c. 3b.cc.

58 Quoique dans un arrêt isolé, le Tribunal fédéral ait suggéré que dans tous les cas où un organe d'une société anonyme est pris à partie, la prescription et la solidarité devraient être régis par les art. 759 à 761 CO, même si le fondement juridique invoqué est l'art. 41 CO ou la responsabilité pour culpa in contrahendo: ATF du 3.2.2000, 4C.343/1999, c. 3é "Or, il se justifie de soumettre l'action en réparation d'un tel dommage au délai de prescription prévu par l'art. 760 CO, en tant que *lex specialis*, conformément à la tendance actuelle qui va dans le sens d'une application des art. 759 à 761 CO à toutes les actions en responsabilité du droit de la société anonyme, sans égard au type de dommage allégué ou au fondement juridique invoqué". Selon nous, un traitement égal de tous les investisseurs (y compris des investisseurs en options), quel que soit le fondement juridique invoqué, doit être promu. Qu'un délai de cinq ans soit plus souhaitable qu'un délai d'un an ne va cependant pas de soi.

59 ATF 122 III 176, c. 7, 192; 119 II 127, c. 3, 128 s.; 115 II 15, c. 3, 18; 101 II 69, c. 2, 72; parmi d'autres: FRANCO LORANDI, Haftung für reinen Vermögensschaden, recht 1990, 19 ss, 23; HEINZ REY, Ausservertragliches Haftpflichtrecht, Zurich 2003, no 705 et renvois.

60 Parmi d'autres: ROLAND BREHM, BK, no 33 ad art. 41 CO.

lieu à responsabilité.<sup>61</sup> Selon DAENIKER, WALLER, AEPLI et BRUNNER, en revanche, les éléments subjectifs de l'énoncé de faits légal devraient aussi être pris en compte pour fonder une responsabilité civile.<sup>62</sup> D'après eux, le législateur n'aurait voulu protéger le patrimoine que lorsque toutes ces conditions étaient remplies.<sup>63</sup> Les deux théories doivent à notre avis être nuancées. En droit pénal, les éléments subjectifs de l'énoncé de fait légal peuvent être de deux sortes: les uns relèvent de la question de l'*illicéité* ("Subjektive Unrechtselemente"), les autres de la *faute* ("Schuldmerkmale").<sup>64</sup> La condition de l'*intention* (art. 18 CP), à savoir la *conscience* de tous les éléments objectifs de l'énoncé de faits légal et la *volonté* de les réaliser<sup>65</sup>, relève indubitablement de la *faute*.<sup>66</sup> Mais certains délits requièrent en outre que des *états d'esprit* particuliers aient été à l'origine du comportement ou aient accompagné le comportement de l'auteur (absence particulière de scrupules, art. 112 CP; mobile égoïste, art. 115 CP; bassesse de caractère, art. 231 ss CP, etc.) ("Gesinnungsmerkmale") ou que l'auteur ait nourri un *dessein* particulier en commettant l'infraction (dessein d'enrichissement illégitime, art. 161<sup>bis</sup> CP; dessein de détruire un groupe racial, art. 264 CP, etc.) ("Absichten"<sup>67</sup>). Ces éléments peuvent relever, selon la disposition, de l'*illicéité*, de la *faute*, ou des deux. La doctrine pénale est très divisée dans leur catégorisation.<sup>68</sup> Le "dessein de porter atteinte aux intérêts pécuniaires ou aux droits d'autrui, ou de se procurer ou de procurer à un tiers un avantage illicite" est cependant largement reconnu comme élément subjectif d'*illicéité* (par exemple du délit de faux dans les titres, art. 251 CP).

Nous concluons ainsi avec BÖCKLI que pour déterminer si une contravention à une norme pénale peut entraîner une responsabilité civile, la question de la *faute* doit être examinée selon l'échelle du droit civil.<sup>69</sup> En revanche, nous rejoignons

parce que la propriété est protégée par le code pénal, mais parce qu'il s'agit d'un bien absolu. Par ailleurs, contrairement à l'argumentation de la Cour, l'art. 53 CO, qui concerne uniquement l'appréciation autonome des faits par le juge civil, n'apporte pas de réponse à cette question.

- 62 VIKTOR AEPLI, Zum Verschuldensmassstab bei der Haftung für reinen Vermögensschaden nach Art. 41 OR, SJZ 1997, 405 ss, 407; DANIEL DAENIKER/STEFAN WALLER, Kapitalmarktbezogene Informationspflichten und Haftung, in: ROLF H. WEBER (éd.), Verantwortung im Unternehmensrecht, vol. 41, Zurich 2003, 55 ss, 106; CHRISTOPH BRUNNER, Liability of Publicly Held Corporations for a Violation of a Duty to Disclose, in Particular the "Ad Hoc Publicity", Comparative Study of the Relative Law in the United States and Switzerland, Berne 1998, 125 s. Aussi: D. ZOBL/S. KRAMER (n. 29), no 286.
- 63 V. AEPLI (n. 62), fonde partiellement son point de vue sur une argumentation erronée. Selon lui, ne pas tenir compte des éléments subjectifs de l'énoncé de fait légal reviendrait à sanctionner civilement une escroquerie par négligence, puisque la condition du comportement astucieux ne serait plus posée. Or, la condition de l'astuce constitue au sens du droit pénal un *élément objectif* de l'énoncé de fait légal. Pour un clair aperçu de la théorie pénale: JÖRG REHBERG/ANDREAS ECKERT/STEFAN FLACHSMANN, Tafeln zum Strafrecht, Besonderer Teil, 3<sup>e</sup> éd., Zurich 1998, table 50; BERNARD CORBOZ, les infractions en droit suisse (en deux volumes), Berne 2002, no 16 ss *ad art.* 146 CP.
- 64 GÜNTER STRATENWERTH, Schweizerisches Strafrecht, Allgemeiner Teil I: Die Straftat, 2<sup>e</sup> éd., Berne 1996, no 46 ss; STEFAN TRECHSEL/PETER NOLL, Schweizerisches Strafrecht, Allgemeiner Teil, 5<sup>e</sup> éd., Zurich 1998, 74; FRANZ RIKLIN, Schweizerisches Strafrecht, Allgemeiner Teil I, Verbrechenlehre, Zurich 1997, § 13, no 49 ss.
- 65 En sus, pour les délits de résultat: la conscience que les actes entrepris peuvent entraîner le résultat, avoir conscience du déroulement causal qui y mènera et vouloir ce résultat. S. TRECHSEL/P. NOLL (n. 64), 105.
- 66 L'art. 18 CP, qui prévoit que sauf disposition expresse et contraire de la loi, un crime ou un délit n'est punissable que s'il a été commis intentionnellement, porte le titre marginal "culpabilité".
- 67 Définition du terme: S. TRECHSEL/P. NOLL (n. 64), 101.
- 68 F. RIKLIN (n. 64), § 13, no 53; GÜNTER STRATENWERTH, Schweizerisches Strafrecht, Allgemeiner Teil I: die Straftat, 2<sup>e</sup> éd., Berne 1996, § 9, no 46 ss.
- 69 Dans le même sens, ATF 89 II 239, c. 6, 248: "Da nach Art. 41 OR auch ersatzpflichtig ist, wer einem andern aus Fahrlässigkeit widerrechtlich Schaden zufügt, kann eine Haftung der Klägerin auch in Betracht kommen, wenn sie eine Täuschung von Dritten über die finanzielle Lage der Beklagten nicht (auch nicht eventuell) beabsichtigte, aber doch bewusst eine ungerechtfertigte Gutschrift erteilte und bei gehöriger Aufmerksamkeit voraussehen konnte, dass die Gutschrift Dritte irreführen werde. Die Ausstellung einer wissentlich falschen Erklärung, die Dritte irreführen kann, ist widerrechtlich, auch wenn der Aussteller eine solche Täuschung nicht beabsichtigt, und bedeutet bei Voraussehbarkeit dieses Erfolgs ein Verschulden". La solution est différente en droit allemand, où le degré de *faute* est déterminé selon la norme pénale: STEFAN RÜTZEL, Der aktuelle Stand der Rechtsprechung zur Haftung bei Ad-hoc-Mitteilungen, AG 2003, 69 ss, 77 et références citées.

61 P. BÖCKLI (n. 13), § 18, no 71; PETER BÖCKLI, Ad-hoc-Publikität und Insiderstrafnorm: Nach- und Feinschliff für das Informationsrecht des Kapitalmarktes, in: CHRISTOPH BÜHLER (éd.), Informationspflichten des Unternehmens im Gesellschafts- und Börsenrecht, Berne/Stuttgart/Vienne 2003, 87 ss, 107. Suivant malheureusement une argumentation peu convaincante, la Chambre civile de la Cour de Justice genevoise a tranché dans ce sens dans un arrêt du 20.2.1998, *JAM c. B. Bank Plc.*, SJ 1998, 646 ss., 647s.: "Un acte illicite qui ne serait pas poursuivable, faute d'intention, au plan pénal, peut n'en constituer pas moins un acte illicite fautif, entraînant la responsabilité de son auteur, au plan civil; ainsi en va-t-il par exemple du dommage à la propriété, que l'article 144 CP ne réprime que dans la mesure où il a été commis intentionnellement." Selon la définition suisse de l'*illicéité*, cependant, un dommage à la propriété ne donne pas lieu à réparation

drons DAENIKER, WALLER et AEPLI pour dire que les éléments subjectifs de l'énoncé de faits légal qui relèvent de l'illicéité, pour autant que la norme en contienne, devront aussi être réalisés pour fonder une responsabilité civile. La catégorisation des éléments subjectifs (autres que l'intention ou la négligence, qui relèvent toujours indubitablement de la faute) devra être effectuée de manière individuelle pour chaque disposition invoquée.

En l'occurrence, plusieurs normes pénales entrent en considération, notamment celles concernant l'escroquerie (art. 146 CP), l'atteinte astucieuse aux intérêts pécuniaires d'autrui (art. 151 CP), les faux renseignements sur des entreprises commerciales (art. 152 CP), les fausses communications aux autorités chargées du registre du commerce (art. 153 CP), la manipulation de cours (art. 161<sup>bis</sup> CP), le faux dans les titres (art. 251 CP) et l'inobservation des prescriptions légales sur la comptabilité (art. 325 CP).<sup>70</sup> Il s'agit dans chaque cas d'examiner si la norme a pour but de protéger les intérêts individuels des investisseurs.

L'art. 146 CP<sup>71</sup> (escroquerie) protège sans aucun doute les intérêts pécuniaires individuels. Les éléments constitutifs objectifs sont notamment l'existence d'une *tromperie*<sup>72</sup> et d'une *astuce*<sup>73</sup> de la part de l'auteur.<sup>74</sup> D'autre part, l'illicéité selon l'art. 146 CP n'est réalisée que si l'auteur a agi dans le dessein de se procurer ou de procurer à un tiers un enrichissement illégitime (élément subjectif d'illicéité, *supra*, ad note 64).<sup>75</sup> L'examen de la réalisation de cette dernière condition est cependant inutile pour fonder l'illicéité d'un état de fait selon l'art. 41 CO, puisqu'en l'absence de dessein d'enrichissement, l'art. 151 CP (atteinte astucieuse aux intérêts pécuniaires d'autrui) s'applique.<sup>76</sup>

garant des organes de la société vis-à-vis des investisseurs: l'obligation incombe à la société en tant que telle, non directement à des organes particuliers. L'omission d'effectuer des publications événementielles ou le retard dans la publication de telles informations ne tombera donc sous le coup de l'art. 146 CP que dans la mesure où l'on considère qu'il s'agit d'une *dissimulation de faits vrais*. À notre avis, il faut juger de la question sous la perspective générale de l'ensemble du flux d'informations diffusées par la société sur le marché: une société qui publie régulièrement des publications événementielles et qui tait ponctuellement certains faits n'omet pas de publier, mais dissimule des faits vrais.

73 Selon le Tribunal fédéral, ATF 120 IV 122, c. 6a.bb, 134, l'utilisation abusive d'écrits fallacieux dont la véracité ne peut être contrôlée par la victime (ou de la véracité desquels on ne peut attendre un contrôle par la victime) constitue une manœuvre frauduleuse et par là un *acte astucieux*. Voir aussi ATF 113 Ib 170, c. 3c.aa, 173; ALEXANDER DE BEER, *Börsenmanipulationen und Betrug*, RPS 1992, 272 ss, 276 s.; S. TRECHSEL (n. 72), no 7 ss ad art. 146 CP; V. ROBERTO/T. WEGMANN (n. 42), 164. Dans les cas d'absence de publication événementielle ou de retard dans la publication, l'existence d'une astuce sera en revanche difficile à prouver.

74 B. CORBOZ (n. 63), no 16 ss ad art. 146 CP.

75 À ce sujet, on relèvera une controverse doctrinale quant à la question de savoir si l'enrichissement doit correspondre à l'appauvrissement de la victime (condition d'identité de la matière – "Stoffgleichheit"). Le Tribunal fédéral a tranché cette controverse en concluant qu'il suffisait que l'avantage recherché et la perte subie procèdent de la même décision: "tel est le cas lors d'une manipulation du cours, lorsque la décision de la victime (en l'occurrence acheter des titres) est directement provoquée par la tromperie voulue par l'auteur". Le principe de la "Stoffgleichheit" doit se limiter à l'existence d'un rapport de causalité entre l'enrichissement projeté et l'appauvrissement: ATF 122 II 422, c. 3b.bb, 430 s.; ATF 84 IV 89, 91. Voir aussi ALEXANDER DE BEER, *Börsenmanipulationen* (n. 73), 278 ss. *Contra*: S. TRECHSEL (n. 72), no 12 ad art. 137–161<sup>bis</sup> CP; MARCEL NIGGLI, *Kursmanipulation als Betrug? Tatsachen, Täuschung und Stoffgleichheit am Beispiel von BGE 122 II 422, PJA/AJP 1998, 395 ss, 402 ss*. Le principe de la "Stoffgleichheit" est en revanche fortement ancré en droit allemand, ce qui exclut la référence à l'escroquerie dans un cas de fausse information des marchés (§ 263 du Strafgesetzbuch allemand du 15.5.1871, cit. "D-StGB"): voir notamment l'arrêt du Bundesgerichtshof allemand, *Infomatec AG I* (n. 45), c. II.6. Le code pénal allemand connaît en revanche le délit d'"escroquerie concernant les placements en capitaux" (*Kapitalanlagebetrug* – § 264a D-StGB), qui ne requiert pas de dessein d'enrichissement. Cette norme pénale ne concerne cependant que la publication de prospectus ou de vues d'ensemble sur la situation économique de la société ("Darstellungen oder Übersichten über den Vermögensstand"), à l'exclusion de la publicité événementielle: arrêt *Infomatec AG I* (n. 45), c. II.5.

76 Atteinte astucieuse aux intérêts pécuniaires d'autrui: "Celui qui, sans dessein d'enrichissement, aura astucieusement induit en erreur une personne par des affirmations fallacieuses ou par la dissimulation de faits vrais ou l'aura astucieusement confortée dans son erreur et l'aura ainsi déterminée à des actes préjudiciables à ses intérêts pécuniaires ou à ceux d'un tiers sera, sur plainte, puni de l'emprisonnement ou de l'amende". Voir ATF 122 II 422, c. 3b.cc, 431.

70 R. BREHM, BK, no 44 ad art. 41 CO.

71 "Celui qui, dans le dessein de se procurer ou de procurer à un tiers un enrichissement illégitime, aura astucieusement induit en erreur une personne par des affirmations fallacieuses ou par la dissimulation de faits vrais ou l'aura astucieusement confortée dans son erreur et aura de la sorte déterminé la victime à des actes préjudiciables à ses intérêts pécuniaires ou à ceux d'un tiers sera puni de la réclusion pour cinq ans au plus ou de l'emprisonnement."

72 La *tromperie* peut consister en des affirmations fallacieuses, la dissimulation de faits vrais ou dans le fait de conforter la dupe dans son erreur. Dans les cas d'absence de publication ou de retard dans une publication, il faudra déterminer s'il s'agit d'une dissimulation de faits vrais (comportement actif), ou d'une omission (comportement passif). Selon la doctrine et la jurisprudence fédérale, le simple *silence* ne constitue une tromperie que si l'escroc avait un *devoir d'informer*, découlant de la loi, d'un contrat, ou de la bonne foi (uniquement en cas de *position de garant* dans la dernière hypothèse): ATF 113 Ib 170, c. 3c.aa, 172 s.; CORBOZ (n. 63), no 10 ad art. 146 CP; STEFAN TRECHSEL, *Schweizerisches Strafgesetzbuch: Kurzkommentar*, Zurich 1997, no 7 ad art. 161<sup>bis</sup> CP, qui cite l'obligation légale faite au Conseil d'administration d'aviser le juge en cas de surendettement (art. 725 al. 2 CO). On ne peut guère considérer que l'art. 72 RC fonde une position de

Si les conditions d'astuce et de tromperie sont réalisées,<sup>77</sup> les art. 146 ou 151 CP sanctionnent toute publication fallacieuse, y compris les publications événementielles et les publications spontanées, qu'elles revêtent ou non une importance considérable. L'omission de publier ou le retard dans une publication événementielle ne sont en revanche sanctionnés que si l'on peut considérer qu'ils représentent, par rapport au flux général d'informations diffusées par la société sur le marché, une dissimulation de faits vrais (comportement actif).<sup>78</sup> L'existence d'une astuce en cas de retard ou d'absence de publication sera en revanche difficile à démontrer.<sup>79</sup>

L'art. 152 CP se lit comme suit:

"Celui qui, en qualité de fondateur, titulaire, associé indéfiniment responsable, fondé de pouvoir, membre de l'organe de gestion, du conseil d'administration ou de l'organe de révision ou liquidateur d'une société commerciale, coopérative ou d'une autre entreprise exploitée en la forme commerciale, aura donné ou fait donner, dans des communications au public ou dans des rapports ou propositions destinés à l'ensemble des associés d'une société commerciale ou coopérative ou aux participants à une autre entreprise exploitée en la forme commerciale, des renseignements faux ou incomplets d'une importance considérable, susceptibles de déterminer autrui à disposer de son patrimoine de manière préjudiciable à ses intérêts pécuniaires, sera puni de l'emprisonnement ou de l'amende."

Le Tribunal fédéral a confirmé que cette norme, qui s'inscrit dans le chapitre sur la protection du patrimoine, protège avant tout le patrimoine contre le risque de dispositions préjudiciables.<sup>80</sup> Tous les investisseurs dont les intérêts pécuniaires ont été lésés par de faux renseignements d'une importance considérable sur des entreprises commerciales se trouvent ainsi dans son champ de protection.<sup>81</sup> Comme exposé plus haut, une violation d'une norme pénale par négligence simple suffit à fonder une base d'illicéité selon l'art. 41 CO, pour autant que les éléments subjectifs d'illicéité soient réalisés (*supra*, ad n. 69). Mais à la différence des art. 146 et 151 CP, l'art. 152 CP ne requiert ni l'existence d'une astuce ou d'une tromperie, ni la réalisation d'éléments subjectifs d'illicéité. Il couvre par ailleurs tout type de communication, rapport ou proposition, donc aussi les publications événementielles et les publications spontanées.<sup>82</sup> Or, si une sanction civile pour négligence simple dans la publication de prospectus, de comptes et de rapports de gestion paraît idoine, en raison du temps à disposition de la société et de la fonction de quasi-garantie revêtue par les deux premières publications<sup>83</sup>, une telle sanction ne semble pas adaptée à la nature des publications événementielles, qui doivent être publiées avec grande rapidité.

Selon nous, la condition de l'importance considérable que doivent revêtir les renseignements faux ou incomplets pour être sanctionnés par l'art. 152 CP doit par conséquent servir de garde-fou contre des conséquences civiles excessives. Une interprétation restrictive des termes d'"importance considérable" – plus restrictive que l'interprétation des "faits susceptibles d'influencer les cours" selon l'art. 72 RC – pourrait permettre de restreindre *de facto* la responsabilité

pour publications événementielles défailtantes à des cas de négligence grave. La doctrine pénale suisse semble cependant avoir interprété jusqu'à présent cette notion de manière très large: un renseignement faux revêtirait une importance considérable dès qu'il est susceptible de déterminer autrui à disposer de son patrimoine de manière préjudiciable à ses intérêts pécuniaires.<sup>84</sup> La question n'a pas été tranchée clairement par la jurisprudence suisse jusqu'à présent.<sup>85</sup>

À titre de comparaison, le code des sociétés allemand contient une norme pénale similaire à l'art. 152 CP (§ 400 AktG<sup>86</sup>), qui ne sanctionne que les informations fausses ou incomplètes contenues dans des prospectus ou dans des présentations ou vues d'ensemble sur la situation financière de la société.<sup>87</sup> À moins qu'elles ne présentent ces caractéristiques, les publications événementielles sont ainsi exclues du champ d'application de la norme allemande, même si elles sont susceptibles de déterminer autrui à disposer de son patrimoine de manière préjudiciable.

77 Nous notons que le Tribunal fédéral semble avoir accepté qu'une tromperie suffisait à fonder une illicéité selon l'art. 41 CO: ATF du 24.11.2000, 4C.344/1998, c. 3e; ATF 108 II 419, c. 5, 421 s. (tromperie volontaire dans ce dernier cas).

78 Cf. *supra*, n. 72.

79 Cf. *supra*, n. 73.

80 ATF du 21.1.2000, 2P.604/1999, c. 2c. Selon le Tribunal, il n'est pas exclu cependant que l'art. 152 CP protège, outre le patrimoine, l'intérêt public à ce que les sociétés commerciales soient gérées selon le principe de la bonne foi. Le Tribunal relève enfin qu'il est sans importance que dans certains cas, le nombre de lésés soit important.

81 P. HSU (n. 2), 279; D. DAENIKER/S. WALLER (n. 62), 104.

82 B. CORBOZ (n. 63), no 6, 9 *ad* art. 152, selon lequel l'art. 152 al. 1 CP vise le rapport de gestion, le rapport de révision, les comptes annuels, tout autre rapport spécial, un communiqué ou une proposition. Voir aussi les Commentaires du SWX (n. 21), 16 s.: "8.1 (iii) Les prescriptions de l'art. 152 CP pourraient bel et bien être appliquées dans le cadre de la publicité événementielle, en cas de publication de fausses informations pouvant avoir des conséquences importantes."

83 Cf. aussi *infra*, ad n. 95 et 98.

84 B. CORBOZ (n. 63), no 6, 9 *ad* art. 152. À notre avis, cette interprétation n'est pas compatible avec le texte de la loi, puisqu'elle élimine tout bonnement une des conditions de l'énoncé de fait légal, en l'assimilant à une autre.

85 Dans un arrêt de 1978, ATF 104 IV 77, le Tribunal fédéral a estimé que l'usage des termes "Finanz und Treuhand AG" sur un papier à lettre, éveillant à tort l'impression que la société en question présentait une certaine importance, remplissait la condition d'importance considérable au sens de l'art. 152 CP. Le Tribunal avait cependant nié l'application de cette disposition parce que la condition de communication publique n'était pas réalisée.

86 Aktiengesetz du 6.9.1965.

87 Voir par exemple l'arrêt *Infomatec AG I* (n. 45), c. II.4.

L'art. 152 CP ne traite pas du cas de l'absence totale de publication ou du retard dans la publication d'informations d'une importance considérable: il ne sanctionne expressément que celui qui aura donné ou fait donner des renseignements faux ou incomplets, non celui qui aura omis de donner des renseignements importants (contrairement à l'art. 153 CP).<sup>88</sup> Certains auteurs proposent une interprétation très large des "renseignements incomplets" qui couvriraient aussi l'omission d'informer.<sup>89</sup> Même si le résultat d'une telle interprétation serait à notre avis souhaitable, elle ne résiste pas à une analyse grammaticale du texte, qui précise que les renseignements incomplets sont donnés dans des communications au public, des rapports ou des propositions. L'omission de publier une information événementielle pourra donc tout au plus être sanctionnée lorsque la société aura émis d'autres communications événementielles, qui pourront alors être qualifiées d'incomplètes. Ce résultat n'est pas satisfaisant.

L'art. 153 CP<sup>90</sup>, concernant les fausses communications aux autorités chargées du registre du commerce, tend à protéger la fiabilité du registre public. Sa place parmi les infractions contre le patrimoine peut cependant légitimement laisser penser qu'elle vise aussi la protection du patrimoine de toute personne se fiant au registre du commerce. Cette disposition sanctionne aussi l'omission d'une communication obligatoire. La portée pour la protection des investisseurs est cependant relativement limitée, puisque comme indiqué ci-dessus, les normes du droit des sociétés imposant les publications au registre du commerce ne requièrent pas l'immédiateté de la communication (*supra*, ad note 13).

Le caractère de norme protectrice de l'art. 161<sup>bis</sup> CP (manipulation des cours)<sup>91</sup> est controversé en doctrine. Selon certains auteurs, il ne protégerait pas le patrimoine des investisseurs individuels, mais uniquement la loyauté du marché boursier et l'égalité des chances.<sup>92</sup> Selon nous, il faut reconnaître à cette norme le caractère de norme protectrice, ce qui permettrait, en cas de dessein d'influencer notablement les cours et de dessein d'enrichissement, de sanctionner la non-publication d'informations événementielles, sans imposer la preuve de l'existence d'une astuce (*supra*, ad note 79).

L'art. 251 CP<sup>93</sup> sanctionne les faux dans les titres. Selon le Tribunal fédéral, les infractions du droit pénal relatif aux titres protègent la confiance qui, dans les relations juridiques, est placée dans un titre comme moyen de preuve. L'art. 251 CP protège sans aucun doute, selon sa teneur, des intérêts individuels. Au sens de l'art. 251 CP, un titre mensonger (faux intellectuel, "Falschbeurkundung")<sup>94</sup>, n'est répréhensible que si le titre revêt une valeur probante accrue.<sup>95</sup> Aux termes de la jurisprudence, une simple allégation, par nature sujette à vérification ou discussion, ne suffit pas; il doit résulter des circonstances concrètes ou de la loi que le document est digne de confiance, de telle sorte qu'une vérification par le destinataire n'est pas nécessaire et ne saurait être exigée.<sup>96</sup> Il s'agit principalement, selon la jurisprudence actuelle, des actes authentiques et de la comptabilité commerciale.<sup>97</sup> La qualité de valeur probante accrue a été en outre reconnue au prospectus d'émission<sup>98</sup> et à un

procès-verbal d'assemblée générale servant de pièce justificative pour une inscription au registre du commerce, mais refusée au rapport de gestion<sup>99</sup>. Il est ainsi peu probable que la qualité de valeur probante accrue soit reconnue à des

88 Comp. *supra*, n. 72: l'omission n'est sanctionnée qu'en présence d'un devoir de publier incombant à l'organe en vertu de la loi, d'un contrat ou de la bonne foi (dans ce dernier cas en présence d'un devoir de garant). Comme la loi n'impose pas de devoir de publication à l'organe même, celui-ci ne peut être pénalement répréhensible pour omission selon l'art. 152 CP.

89 D. ZOBL/S. KRAMER (n. 29), no 287; P. BÖCKLI, Ad-hoc-Publizität (n. 61), 106 s.

90 "Celui qui aura déterminé une autorité chargée du registre du commerce à procéder à l'inscription d'un fait contraire à la vérité ou lui aura tu un fait devant être inscrit sera puni de l'emprisonnement ou de l'amende."

91 "Celui qui, dans le dessein d'influencer notablement le cours des valeurs mobilières traitées en bourse en Suisse pour se procurer ou procurer à un tiers un enrichissement illégitime, diffuse de mauvaise foi des informations trompeuses ou effectue des achats et des ventes sur de telles valeurs mobilières imputées directement ou indirectement à la même personne ou à des personnes liées dans ce but, sera puni de l'emprisonnement ou de l'amende."

92 À ce sujet, B. CORBOZ (n. 63), no 1 ad art. 161<sup>bis</sup> CP; S. TRECHSEL (n. 72), no 2 ad art. 161<sup>bis</sup> CP; P. HSU (n. 2), 279, et références citées. Pro: NIKLAUS SCHMID, Zu neueren Entwicklungen auf dem Gebiete des schweizerischen Börsenstrafrechts, in: Aspekte des Wirtschaftsrechts, Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994, Zurich 1994, 525 ss, 531. Contra: JACQUES IFFLAND, Note concernant l'arrêt Fondation F. rendu le 27.9.1996 par la 1ère Cour de droit public du Tribunal fédéral, SZW 1997, 121 ss, 122 s.; D. ZOBL/S. KRAMER (n. 29), no 281.

93 "Celui qui, dans le dessein de porter atteinte aux intérêts pécuniaires ou aux droits d'autrui, ou de se procurer ou de procurer à un tiers un avantage illicite, aura créé un titre faux, falsifié un titre, abusé de la signature ou de la marque à la main réelles d'autrui pour fabriquer un titre supposé, ou constaté ou fait constater faussement, dans un titre, un fait ayant une portée juridique, ou aura, pour tromper autrui, fait usage d'un tel titre, sera puni de la réclusion pour cinq ans au plus ou de l'emprisonnement. [...]"

94 Faux qui résulte de l'altération de la vérité par le contenu de l'écrit, par opposition au faux matériel, qui se commet physiquement, et qui est répréhensible en tous les cas. B. CORBOZ (n. 63), no 98 ss ad art. 251 CP.

95 B. CORBOZ (n. 63), no 119 ss ad art. 251 CP; ATF 126 IV 65, c. 2a, 67 s.; 125 IV 17, c. 2a.aa, 23; 123 IV 61, c. b, 64 s.

96 ATF 126 IV 65, c. 2a, 68.

97 B. CORBOZ (n. 63), no 133 et 157 ss ad art. 251 CP, et jurisprudence citée.

98 ATF 120 IV 122, c. 4d.bb, 128.

99 ATF 120 IV 122, c. 5c.aa, 130.

publications événementielles.<sup>100</sup> Comme indiqué plus haut, le "dessein de porter atteinte aux intérêts pécuniaires ou aux droits d'autrui ou de se procurer ou de procurer à un tiers un avantage illicite" constitue un élément subjectif d'illicéité, qui doit être pris en compte par le droit civil.<sup>101</sup>

Enfin, l'art. 325 CP (inobservation des prescriptions légales sur la comptabilité) sanctionne celui qui, intentionnellement ou par négligence, aura contrevenu à l'obligation légale de tenir une comptabilité régulière, et celui qui, intentionnellement ou par négligence, aura contrevenu à l'obligation légale de conserver ses livres, lettres et télégrammes d'affaires.

#### 4.2. Dispositions du droit des sociétés

Le Tribunal fédéral a reconnu à plusieurs dispositions du droit des sociétés une fonction protectrice non seulement en faveur des actionnaires, des créanciers sociaux ou de la société, mais aussi du public en général. Ainsi en est-il des dispositions dictant la procédure à suivre en cas de sous-bilan ou de surendettement d'une SA (art. 725 s. CO)<sup>102</sup> ou des dispositions sur les obligations des contrôleurs (notamment art. 728 s. et 731 CO)<sup>103</sup>. Peuvent aussi entrer en considération les dispositions concernant l'établissement du rapport annuel (art. 662 ss CO, en particulier art. 662a al. 1 et 663d al. 1 CO), les devoirs de diligence et de fidélité des membres du conseil d'administration (art. 717 CO), la réduction du capital-actions (art. 732 ss CO) ou les règles de comptabilité commerciale (art. 664 ss et 957 s. CO).

Le conseil d'administration et les directeurs agissent donc illicitement au sens de l'art. 41 CO s'ils enfreignent des dispositions du droit des sociétés ayant également été édictées pour protéger les tiers.<sup>104</sup>

Ces dispositions ne prévoient cependant aucune obligation de diligence dans la publication, et ne concernent ni la publicité événementielle, ni les informations spontanées.<sup>105</sup>

#### 4.3. Dispositions de la LBVM

L'art. 8 LBVM (admission des valeurs mobilières) constitue une disposition cadre, dont la portée serait nulle sans sa mise en œuvre par le règlement de cotation. Elle n'est pas suffisamment claire et précise pour que l'on puisse lui reconnaître la qualité d'une norme protectrice.<sup>106</sup>

#### 4.4. Art. 72 RC

De nombreux auteurs ont examiné la question de savoir si l'art. 72 RC pouvait être considéré comme norme protectrice fondant une responsabilité civile au profit d'investisseurs lésés.<sup>107</sup> Il faut relever tout d'abord à ce sujet que ni la LBVM ni le RC ne contiennent de dispositions fondant ou excluant expressément une telle responsabilité. Les commentaires du SWX ne se prononcent pas non plus de manière déterminée sur ce sujet. Ils indiquent toutefois qu'une responsabilité n'est pas exclue.<sup>108</sup>

Se pose d'abord la question de savoir si le règlement de cotation ne doit pas être considéré comme un simple accord

entre la bourse et l'émetteur (comparable à des clauses contractuelles, des conditions générales ou aux statuts d'une association), qui ne lierait que ces parties et dont il ne pourrait découler de protection pour des tiers.<sup>109</sup> Cette théorie,

100 Pour la présentation de différentes conceptions doctrinales: B. CORBOZ (n. 63), no 135 ss *ad* art. 251 CP.

101 Quant à la controverse portant sur la nécessité de l'identité de la matière, cf. *supra*, n. 75.

102 ATF du 18.12.2001, 4C.160/2001, c. 2e.bb. et références citées.

103 ATF 117 II 315, c. 4d, 318: "l'organe de contrôle agit illicitement au sens de l'art. 41 CO s'il enfreint ses devoirs, les dispositions sur les obligations des contrôleurs ayant été également édictées pour protéger les tiers"; 106 II 232, c. 2c, 235, et les arrêts cités.

104 *Mutatis mutandis*, ATF 117 II 315, c. 4, 318.

105 Le Code des obligations prévoit uniquement l'obligation d'informer les actionnaires lors de l'Assemblée générale, si l'un d'eux fait usage de son droit d'informations. P. BÖCKLI (n. 13), § 12, no 149.

106 Le Message LBVM, 1282, précise que, contrairement à la loi sur les banques, la LBVM ne vise pas à protéger les investisseurs contre les pertes financières que peut provoquer l'évolution des cours sur les marchés. Comparer aussi à la jurisprudence allemande, qui avait nié à l'ancien § 88 Börsengesetz la qualité de norme protectrice, selon l'argument que la loi sur les bourses ne visait que la protection de la fiabilité et de la justesse des prix sur les bourses et les marchés, avec les profits qui en découlent pour la vie économique en général. Même si les individus en tiraient indirectement profit, la loi n'avait pas été édictée pour préserver leurs intérêts individuels: arrêt *Infomatec AG I* (n. 45); MARTIN LANZ, BaK, no 1 *ad* art. 8 LBVM.

107 Pour un exposé des différents points de vue: M. TAUFER (n. 2), 1126 ss; MARCEL LIVIO AELLEN, Limitierte Schutzfunktion der Ad-hoc-Publizität, NZZ du 24.10.1996, Nr. 248, 25; P. HSU (n. 2), 271 ss.

108 Commentaires SWX (n. 21), 19: "[...] l'Instance d'admission a fait établir un avis de droit portant sur les éventuelles conséquences qu'une infraction à ces dispositions pourrait entraîner en termes de responsabilité civile. Il résulte de cette expertise que l'on ne peut exclure la responsabilité d'un émetteur qui enfreindrait les dispositions de l'art. 72. [...] La publicité événementielle selon l'art. 72 doit être considérée comme une norme visant à protéger le patrimoine des investisseurs. Même si la qualité de norme protectrice devrait être déniée à l'art. 72 du point de vue du droit objectif, la responsabilité de l'émetteur ne peut en tous cas pas être exclue a priori, en raison de l'apparence fondée sur le Règlement et de l'obligation de faire dérivée de l'art. 72 (devoir du garant). Même si d'autres juristes ne parviennent pas exactement aux mêmes conclusions, force est aujourd'hui d'admettre que l'éventualité d'une responsabilité de l'émetteur ne peut être exclue en cas d'infraction à l'art. 72."

109 Selon R. BREHM, BK, no 38 *ad* art. 41 CO, cependant, les normes protectrices peuvent aussi être trouvées en dehors du droit positif, comme dans des normes d'associations: p. ex.

soutenue par certains auteurs,<sup>110</sup> repose principalement sur l'argument que la LBVM ne prescrit ni le monopole du SWX ni l'obligation de cotation en bourse: celui qui ne souhaiterait pas être soumis à cette réglementation pourrait renoncer à la cotation ou créer son propre système d'échange. C'est oublier, semble-t-il, que l'art. 8 LBVM impose clairement à la bourse d'édicter des normes sur les informations à fournir aux investisseurs pour leur permettre d'apprécier les caractéristiques des valeurs mobilières et la qualité de l'émetteur, et que les standards internationaux reconnus doivent être pris en considération.<sup>111</sup> L'art. 4 al. 2 LBVM soumet par ailleurs les règlements à l'approbation de la Commission fédérale des banques, qui émet des recommandations et exige le respect de certains niveaux de protection.<sup>112</sup> Enfin, la bourse n'est ni habilitée à refuser les demandes de cotation qui remplissent les conditions fixées, ni à accepter celles qui ne les remplissent pas.<sup>113</sup> La volonté du législateur suisse (comme celles des législateurs américains et européens) concernant la nécessité de transparence du marché, d'information des investisseurs et de l'égalité de traitement entre les investisseurs semble claire et l'existence d'une marge de manœuvre réservée à l'autonomie privée – du moins en ce qui concerne l'obligation de publications événementielles – est plus que douteuse.

Le règlement de cotation est donc un ensemble de règles (peu importe à notre sens qu'il soit de droit public<sup>114</sup> ou de droit privé<sup>115</sup>), de nature contraignante et exhaustive, qui peut être considéré comme une ordonnance d'application de la LBVM, édicté par le SWX sur délégation de compétence. Avec la LBVM, le RC pose des conditions nécessaires au bon fonctionnement et à l'intégrité des marchés financiers.<sup>116</sup> Ces règles lient en premier lieu l'émetteur et la bourse, mais déploient aussi des effets sur les autres acteurs du marché et le public en général.<sup>117</sup>

Que les relations entre les émetteurs et la bourse aient été réglées de sorte à favoriser le bon fonctionnement du marché et la confiance des investisseurs ne signifie cependant pas encore que ceux-ci, considérés de manière individuelle, se trouvent dans le champ de protection de la norme ou que celle-ci vise directement la protection de leur patrimoine. Si la doctrine n'est pas unanime à ce sujet, elle tend en majorité à nier à l'art. 72 RC la qualité d'une *norme protectrice*.<sup>118</sup> Il faut à notre avis rappeler que dans les cas controversés, la jurisprudence suisse a tranché plutôt en fonction de la nécessité ou de l'opportunité de fonder un chef de responsabilité que par évidence dogmatique.<sup>119</sup> On préférera pour cette raison se prononcer sur la première et s'abstenir de ratiociner sur la seconde.

Comme évoqué ci-dessus (*supra*, ad note 82), une responsabilité pour négligence simple n'est pas adaptée selon nous à la nature de l'obligation de publicité événementielle, qui requiert une grande rapidité décisionnelle et le respect de la plus grande discrétion, tout en étant soumise à une marge d'interprétation relativement importante. Or, reconnaître à l'art. 72 RC la qualité de norme protectrice conduirait à fonder une responsabilité civile pour négligence simple pour toute information événementielle erronée, mais aussi pour tout retard dans la publication: les conséquences finan-

cières pour la société et les organes seraient disproportionnées par rapport aux intérêts en jeu.

les règles du FIS pour le ski, arrêt grisonnais PKG 1986 27/28, Nr. 3. BREHM précise cependant que dans ce cas, un droit absolu (intégrité corporelle) avait été lésé, si bien que les règles de l'association ne peuvent plus servir qu'à mesurer le degré de faute.

110 De cet avis, DANIEL DAENIKER, BaK, no 8 et 13 ad art. 4 LBVM; M. RUFFNER (n. 29), 55.

111 Voir aussi le Message du Conseil fédéral du 24.2.1993 concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, FF 1993 I, 1269 ss (cit. "Message LBVM"), 1303. Il est important de noter par ailleurs que dans d'autres ordres juridiques proches de l'ordre juridique suisse, des règles similaires figurent dans une loi au sens formel (Allemagne: Gesetz über den Wertpapierhandel du 26.7.1994 [cit. WpHG], § 15). On peut légitimement croire que si le législateur suisse n'avait délégué cette tâche au SWX, il aurait lui-même édicté des normes similaires. L'autorégulation devait en premier lieu assurer une plus grande flexibilité que la loi.

112 Voir p. ex. le rapport de gestion 2000 de la CFB, no IV.2.1.2, 213 s.: la CFB a imposé la publication dans les rapports financiers des salaires et des revenus des organes; rapport de gestion 2002, no VI.1.4.1, 67: la CFB a aussi imposé des obligations d'information minimale concernant les opérations sur titres des organes des émetteurs.

113 Art. 8 al. 4 LBVM; Message LBVM (n. 111), 1304; M. TAUFER (n. 2), 1127.

114 Selon HEINRICH HENCKEL VON DONNERSMARCK, Die Kotierung von Effekten, Fribourg 196, 120; ALBRECHT LANGHART, Rahmengesetz und Selbstregulierung, Zurich 1993, 317 ss.

115 D. DAENIKER, BaK, no 13 ad art. 4 LBVM.

116 M. TAUFER (n. 2), 1127 s.

117 M. TAUFER (n. 2), 1128.

118 Reconnaissent à l'art. 72 RC le caractère d'une norme protectrice: P. HSU (n. 2), 56 ss, 274 ss; A. DE BEER, Fairness und Transparenz (n. 29), 36; RITA TRIGO TRINDADE/RASHID BAHAR, Droits des actionnaires minoritaires en Suisse, in: Rapports suisses présentés au XVIe Congrès international de droit comparé, Partie II, Zurich 2002, 381 ss, 425. De l'opinion contraire: M. TAUFER (n. 2), 1129; THOMAS WERLEN, Schweizerisches Kapitalmarktrecht als Anlegerschutzrecht?, RSDA 1995, 270 ss, 275; D. ZOBL/S. KRAMER (n. 29), n. 280; D. DAENIKER, BaK, no 14 et 19 ad art. 4 BEHG; M. L. AELLEN (n. 107); PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht, Berne 2004, § 11, no 183; WOLFGANG WIEGAND, Ad-hoc-Publizität und Schadenersatz, in: Mélanges pour Jean-Paul Chappuis, Zurich 1998, 143 ss, 155 ss, 159; D. DAENIKER/S. WALLER (n. 62), 105 ss; M. VON FISCHER (n. 25), 136 s.; P. BÖCKLI, Ad-hoc-Publizität (n. 61), 103 ss. En Allemagne, le § 15 WpHG (équivalent de l'art. 72 RC), dans sa première version (ancien para. 6), excluait expressément la qualité de norme protectrice de cette disposition. Par la suite, un nouveau § 15b a introduit une responsabilité pour dol et négligence grave. À ce sujet: J. KÖNDGEN (n. 24), 800 s. Voir aussi *infra*, ad n. 120.

119 Cf. p. ex. la classification de l'art. 239 CP (entrave aux services d'intérêt général) parmi les normes protectrices au sens du droit civil: ATF 101 Ib 252, c. 2d, 256; 102 II 85, c. 5, 88.

À titre de comparaison, on mentionnera la disposition homologue du droit allemand, intégrée quant à elle dans une loi au sens formel (§ 15 WpHG<sup>120</sup>). Dans sa première version, le § 15 WpHG excluait expressément sa propre qualité de norme protectrice, tout en réservant une responsabilité civile fondée sur d'autres chefs.<sup>121</sup> Depuis juillet 2002 cependant, le § 15 WpHG est assorti de deux dispositions fondant une responsabilité pour dol ou négligence grave en cas d'omission ou de retard dans la publication ou de publication d'informations événementielles fausses (§ 37b et 37c WpHG). Le fardeau de la preuve concernant l'absence de faute incombe à l'organe.<sup>122</sup> Les deux dispositions prévoient une prescription relative d'un an et une prescription absolue de trois ans.

### 5. Art. 41 al. 2 CO: faits contraires aux mœurs

Selon l'art. 41 al. 2 CO, celui qui cause intentionnellement un dommage à autrui par des faits contraires aux mœurs est tenu de le réparer. Le deuxième alinéa de l'art. 41 CO étend ainsi la responsabilité prévue par le premier alinéa à des cas où l'illicéité fait défaut, mais où le sentiment de justice requiert néanmoins une compensation du dommage, en particulier parce que le dommage a été causé intentionnellement.<sup>123</sup> Le Tribunal fédéral a cité à titre d'exemples l'incitation à la violation d'un contrat dans des circonstances particulièrement choquantes, la création d'un dommage par l'omission de prévention contre un danger, le fait de donner un conseil incorrect sans en avoir été prié ou le fait d'infliger un dommage par pure chicane.<sup>124</sup> La contrariété aux mœurs a ainsi été définie de manière restrictive, selon l'argument qu'elle ne devait pas servir à vider de son sens l'exigence de l'illicéité.<sup>125</sup> La jurisprudence se référant à cet alinéa est peu abondante.

BREHM propose une définition plus large, considérant que les mensonges intentionnels et graves desquels on peut s'attendre qu'ils causent un dommage à leur destinataire sont contraires aux mœurs.<sup>126</sup> Selon TAUFER, une responsabilité fondée sur la contrariété aux mœurs est envisageable dans le cadre de la communication de faits relevant pour les cours si l'émetteur diffuse sciemment dans le public des informations erronées.<sup>127</sup> De la même façon, la jurisprudence allemande, qui connaît en son § 826 BGB une disposition similaire à l'art. 41 al. 2 CO, a jugé que la diffusion de publications événementielles sciemment erronées était contraire aux bonnes mœurs et devait fonder une responsabilité civile pour dol.<sup>128</sup>

Selon l'opinion soutenue ici, ce fondement devrait aussi être reconnu par la jurisprudence suisse. Un contre-argument fondé sur le risque de vider de son sens l'exigence de l'illicéité<sup>129</sup> ne paraît en effet pas pertinent: une interprétation par trop extensive du concept de norme protectrice fondant l'illicéité au sens de l'art. 41 al. 1 CO présente des risques de dérive bien plus importants que le recours à l'art. 41 al. 2 CO, qui ne sanctionne que des actes intentionnels (cf. *supra*, ad notes 82 et 119). L'art. 41 al. 2 CO devrait aussi trouver application dans les cas de retards ou d'omission de publication, pour autant que la volonté de tromper le public puisse être démontrée.

### 6. La responsabilité fondée sur la confiance

Selon une jurisprudence à présent établie,<sup>130</sup> la responsabilité fondée sur la confiance constitue un fondement juridique indépendant de responsabilité, situé à mi-chemin entre la responsabilité délictuelle et la responsabilité contractuelle. Elle comporte plusieurs sous-catégories, dont la responsabilité pour renseignements inexacts.<sup>131</sup> Si la responsabilité délictuelle sanctionne les actes définis comme illicites par l'ordre juridique, et que la responsabilité contractuelle sanctionne les actes contraires à un accord volontaire entre plusieurs parties, la responsabilité fondée sur la confiance sanctionne des actes qui sont incompatibles avec un rapport

120 "Gesetz über den Wertpapierhandel" du 26.7.1994 (BGBl I 1994, 1749).

121 La jurisprudence a ainsi reconnu une responsabilité pour fausse publication événementielle fondée sur le § 826 BGB, responsabilité fondée sur des actes intentionnels contraires aux mœurs, correspondant à notre art. 41 al. 2 CO: voir arrêt du Bundesgerichtshof allemand du 19.7.2004, *Infomatec AG II*, II ZR 402/02, publié dans: Die Aktiengesellschaft 2004, 546 ss, c. III.c.

122 2<sup>e</sup> salinées des § 37b et 37c WpHG: *ne peut être tenu pour responsable celui qui prouve que l'omission [respectivement l'inexactitude dans l'information] ne repose si sur un dol, ni sur une négligence grave.*

123 ATF 108 II 305, c. 2c, 312.

124 ATF 108 II 305, c. 2c, 312; ATF 124 III 297, c. 5, 303.

125 ATF 124 III 297, c. 5e, 302; ATF 114 II 91, c. 4a.aa, 98; ATF 95 III 83, c. 6e, 92; V. AEPLI (n. 62), 409; MARKUS WICK, Die Vertrauenshaftung im schweizerischen Recht, Versuch einer kurzen Orientierung nach dem Swissair-Entscheid, PJA/AJP 1995, 1270 ss, 1281.

126 R. BREHM, BK, no 44 ad art. 41 CO.

127 M. TAUFER (n. 2), 1129.

128 Dans l'arrêt *Infomatec AG I* (n. 45), le Bundesgerichtshof a reconnu que des fausses publications événementielles remplissaient les conditions d'un acte intentionnel contraire aux mœurs, mais la responsabilité a été niée pour défaut de lien de causalité: il s'était écoulé respectivement 6 et 9 mois entre les deux publications erronées et l'achat des actions. Dans l'arrêt *Infomatec AG II* (n. 121), la responsabilité a été reconnue pour actes intentionnels contraires aux mœurs ("gegen das Anstandsgefühl aller billig und gerecht Denkenden verstossend").

129 Voir parmi d'autres: R. BREHM, BK, no 37 ad art. 41 CO, et références citées.

130 ATF du 23.12.2003, 4C.230/2003, c. 2.1; A TF du 28.1.2000, 4C.280/1999, c. 3a; ATF 124 III 297, c. 6, 303 ss; ATF 121 III 350, c. 6c, 355; ATF 120 II 331, c. 5a, 336.

131 ATF 121 III 350, c. 6c, 354 s.; ATF 120 III 331, c. 5a., 337.

juridique particulier liant des parties, qui n'est pas un contrat. Cette *relation juridique particulière* ("rechtliche Sonderverbindung"), est un rapport spécial de confiance et de fidélité<sup>132</sup>, qui n'est pas aussi étroit que le rapport contractuel, mais qui se différencie de la constellation délictuelle de "rencontres involontaires et dues au hasard entre personnes quelconques" (zufälliges und ungewolltes Zusammenprallen).<sup>133</sup> Une telle relation particulière repose sur le comportement conscient ou normativement imputable à la personne recherchée.<sup>134</sup> La protection accordée par la responsabilité fondée sur la confiance est moins étendue que celle découlant de la responsabilité contractuelle, mais plus avantageuse que la protection de la responsabilité délictuelle.<sup>135</sup>

Selon certains auteurs, le non-respect d'une obligation de publication violerait systématiquement un rapport particulier de confiance entre l'émetteur et tout investisseur actuel ou potentiel, donnant lieu à une responsabilité fondée sur la confiance.<sup>136</sup> De nombreux auteurs rétorquent, à juste titre, qu'il est abusif et contraire à la systématique du droit suisse de la responsabilité d'étendre à tel point le concept de relation particulière ("Sonderverbindung") et la portée de la responsabilité fondée sur la confiance.<sup>137</sup> La construction soutenue par les premiers revient à reconnaître l'existence d'un rapport de confiance non pas né d'un contact rapproché et volontaire entre deux parties, mais fondé par l'ordre juridique, qui donnerait à chacun le droit d'accorder sa confiance aux informations publiées par les sociétés cotées en bourse. Or, quand l'ordre juridique accorde un droit aux particuliers, la violation de ce droit constitue un acte illicite, sanctionné par une responsabilité délictuelle. Nier l'existence d'un état de fait illicite selon l'argument que l'ordre juridique ne protège pas le patrimoine de l'investisseur individuel contre de telles atteintes, tout en estimant que ce même ordre juridique fonde un rapport de confiance légal entre l'émetteur et chaque investisseur, dont la violation entraîne une responsabilité fondée sur la confiance, est selon nous contradictoire.<sup>138</sup> Enfin, d'une perspective téléologique, on ne comprend pas pourquoi il faudrait préférer une responsabilité quasi-contractuelle à une responsabilité délictuelle: la première accorde une protection supplémentaire, qui n'est justifiée que si les parties ont tissé des liens particuliers étroits, qui différencient leur relation d'une simple rencontre hasardeuse, et qui ont créé de nouveaux devoirs réciproques.<sup>139</sup>

#### D. Synthèse et conclusion

Pour autant que les conditions de causalité,<sup>140</sup> de dommage et de faute soient réalisées, les déclarations inexactes doivent ainsi être sanctionnées civilement selon les chefs de responsabilité suivants<sup>141</sup> (les parties ombrées indiquant les cas où l'absence de publication ou le retard peuvent être sanctionnés):

	CO 752	CO 754	CO 41 I de pair avec:								CO 41 II
			CP 146/151	CP 152	CP 153	CP 161 <sup>bm</sup>	CP 251	CP 325	CO 620 <sup>ss</sup>	RC 72	
	a)	b)			e)	e)		f)		h)	
Info. au Registre du Comm.	non	oui	oui	oui	oui	oui	oui	non	oui g)	non	oui
Prospectus	oui	oui	oui	oui	non	oui	oui	non	oui g)	non	oui
Comptes	non	oui	oui	oui	non	oui	oui	oui	oui g)	non	oui
Rapport annuel	non	oui	oui	oui	non	oui	non	non	oui g)	non	oui
Publicité événementielle											
- d'importance considérable	non	oui	oui c)	oui d)	non	oui c)	non	non	non	non	oui
- autres	non	non	oui c)	non	non	oui c)	non	non	non	non	oui
Publications spontanées	non	non	oui	non	non	oui	non	non	non	non	oui

- a) Pas au-delà des moyens ouverts aussi contre la société; après la faillite, la voie de l'art. 754 CO n'est plus ouverte si la société a aussi subi un dommage, en raison de la définition particulière du dommage direct.
- b) Seulement en cas de tromperie et d'astuce.
- c) L'absence de publication ou le retard peuvent être sanctionnés si l'on considère qu'ils constituent une dissimulation de faits vrais dans le cadre du flux général d'informations diffusées par la société.

132 ATF 121 III 350, c. 6e, 356.

133 ATF 128 III 324, c. 2.2, 327.

134 ATF du 23.12.2003, 4C.230/2003, c. 2.2, SJ 2004 I 461, c. 2.2.

135 Par l'application au cas par cas de principes contractuels, notamment concernant la preuve de la faute et la responsabilité pour les auxiliaires: cf. R. WATTER, Investorenschaden (n. 34), 443, et références citées; GUY MUSTAKI, Corporate Governance et responsabilité du Conseil d'administration, RSDA 2004, 64 ss, 69 s.

136 M. NOTH/E. GROB (n. 40), 1446 ss.; W. WIEGAND (n. 118), 162 s.; P. NOBEL (n. 118), § 11, no 184; dans le même sens: M. VON FISCHER (n. 25), 114 ss, 164 ss, 181.

137 Parmi beaucoup d'autres: D. ZOBL/S. KRAMER (n. 29), no 283.

138 Comparer, *mutatis mutandis*, à la jurisprudence fédérale relative aux faux dans les titres: "les infractions du droit pénal relatif aux titres protègent la confiance qui, dans les relations juridiques, est placée dans un titre comme moyen de preuve", ATF 126 IV 65, c. 2a, 68. Le législateur a ainsi consacré un "droit à la confiance dans les titres". Un titre faux n'entraînera pas pour autant *per se* une responsabilité fondée sur la confiance.

139 ATF du 11.11.2002, 4C.215/2002, c. 2.2, et références citées. Du même avis: J. KÖNDGEN (n. 24), 805.

140 On notera que moins l'information en question est importante, plus le rapport de causalité sera en général difficile à prouver.

