
**LES DEVOIRS D'INFORMATION
DES SOCIÉTÉS COTÉES ENVERS LEURS
INVESTISSEURS, NOTAMMENT DANS
LE SECTEUR PHARMACEUTIQUE**

par

Valérie JUNOD*

avocate au Barreau de Genève
docteur en droit (Université de Genève)

I. INTRODUCTION

En 2001 et en 2004, deux grandes sociétés pharmaceutiques ont retiré du marché leur médicament «*blockbuster*»¹. De nombreuses sociétés ont dû ajouter, sur la notice d'emploi, de sérieux avertissements portant sur la sécurité de leurs médicaments. Plusieurs se sont vu refuser une autorisation de mise sur le marché (AMM) pour de nouveaux médicaments. Régulièrement, sur la base d'essais cliniques² décevants, des sociétés abandonnent le développement du futur médicament.

Tous ces faits débouchent, au moment où ils sont révélés au public, sur une baisse du cours de l'action de la société concernée si celle-ci est cotée en bourse³. En effet, ils appellent une révision à la baisse des projections du chiffre d'affaires et du bénéfice pour le médicament

* Je tiens à remercier Charles-André et Betty Junod pour leur relecture critique, ainsi qu'Alain B. Lévy pour ses nombreuses contributions et suggestions.

¹ Le 8 août 2001, Bayer a retiré le Baycol/Lipobay (cerivastatin) dont le chiffre d'affaires alors prévu pour 2001 était estimé à US\$ 800 millions. Le 30 septembre 2004, Merck a retiré le Vioxx (rofecoxib) dont le chiffre d'affaires s'élevait à environ US\$ 2.5 milliards.

² Les essais cliniques sont les études sur l'homme visant à déterminer si le médicament est sûr et efficace; ils sont généralement conduits, avant la mise sur le marché, en trois stades successifs, appelés phase I, phase II et phase III. Voir en droit suisse, les art. 53 à 57 de la loi fédérale sur les médicaments et les dispositifs médicaux du 15 décembre 2000 (Loi sur les produits thérapeutiques; LPT); l'ordonnance du Conseil fédéral 17 octobre 2001 sur les essais cliniques; la directive de l'International Conference on Harmonisation (ICH), Guideline for Good Clinical Practice, E6, http://www.ich.org/MediaServer.jserv?@_ID=482&@_MODE=GLB.

³ Une société cotée est aussi appelée ici «émetteur».

mis en cause. Ainsi, le retrait d'un médicament peut entraîner la perte quasi totale de la capitalisation d'une petite société biotechnologique; s'il s'agit d'une multinationale et que le produit retiré est son «*blockbuster*», le cours peut chuter de 30%⁴.

D'un point de vue juridique, les conséquences varient ensuite selon que la société est cotée sur un marché *suisse ou américain*.

Dans le premier cas, les investisseurs⁵ sont certes déçus, mais ne font rien.

Dans le second cas — une société cotée aux Etats-Unis —, les difficultés viennent seulement de commencer car la machine judiciaire se met alors en branle. Premièrement, les *patients* ayant souffert une atteinte à leur santé attribuée au médicament se retournent contre la société en réparation de leur dommage actuel ou même futur⁶. Deuxièmement, la société peut être confrontée à des procédures administratives ou même pénales, notamment initiées par l'autorité boursière pour violation des obligations d'informer⁷, voire par l'autorité d'enregistrement pour violation des règles en matière d'annonces obligatoires et de pharmacovigilance⁸. Troisièmement, les *investisseurs* ayant acquis leurs titres à l'époque où le cours était artificiellement élevé (en raison de la dissimulation des faits sensibles) ouvrent action contre la société et ses dirigeants⁹.

⁴ «[Merck's] stock has lost nearly 40% of its value since it closed at \$45.07 a share the day before the Vioxx withdrawal. It closed Wednesday at \$27.34». KEVIN MCCOY, *Merck Faces First Hearing On Vioxx As Lawsuits Mount*, in: *USA Today* (18 novembre 2004), http://www.yourlawyer.com/practice/news.htm?story_id=8878&topic=Vioxx. Pour Bayer, la baisse s'est chiffrée à environ 30% suite au retrait du Baycol.

⁵ Les investisseurs peuvent être des actionnaires, des titulaires de bons de participation ou de bons de jouissance, ou encore des créanciers obligataires.

⁶ Une telle action peut être introduite aux Etats-Unis même si le préjudice à la santé ne s'est pas encore manifesté et ne se manifestera peut-être jamais. Voir par exemple dans le cas du Baycol: *Lewis v. Bayer*, 66 Pa. D. & C. 4th 470 (2004), où le juge a certifié une «*class action*» englobant tous les personnes résidant dans l'Etat de Pennsylvanie ayant consommé du Baycol et dont l'état de santé doit, pour cette raison déjà, être suivi attentivement.

⁷ Aux Etats-Unis, les sociétés actionnées pour violation de leurs devoirs d'information sont fréquemment confrontées en parallèle à des procédures initiées par la U.S. Securities and Exchange Commission («SEC»), le U.S Department of Justice («DOJ») et l'Attorney General de New York. Certains commentateurs désignent ce risque sous le nom de «*triple jeopardy*». Pour des exemples de procédures menées par la SEC, voir *In the Matter of Zila Inc.* (n° 45169; 3-10657; 2001), <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-45169.htm>; *In the Matter of British Biotech*, (n° 41505; 3-9915; 1999), <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-41505.htm>.

⁸ La pharmacovigilance consiste en la surveillance des risques pour la santé, principalement des effets secondaires néfastes liés à l'usage d'un médicament déjà autorisé. En droit suisse, voir les art. 59 et 87 al. 1 litt. c LPTd et les art. 35 à 39 de l'Ordonnance du 17 octobre 2001 sur les médicaments (OMéd).

⁹ Les actions des investisseurs prennent le plus souvent la forme de «*class actions*». Pour plus de détails sur certains aspects procéduraux de ces actions, voir ci-dessous le chapitre II.A.4.b.ii.

A. Objectif

Cet article a pour objet de délimiter l'étendue de l'obligation d'informer de sociétés pharmaceutiques¹⁰ cotées en Suisse lorsque leurs médicaments subissent un revers inattendu¹¹. Il s'attache aux conditions *matérielles* de l'obligation d'informer; les aspects essentiellement procéduraux (notamment, la forme et le moment de l'annonce requise) ne sont pas étudiés. Il ne vise que la publicité événementielle («*ad-hoc Publizität*»), à l'exclusion d'autres obligations d'informer fondées sur le droit boursier (par exemple, la publicité des participations¹² ou la soumission de rapports annuels et intermédiaires¹³). Il ne s'attache qu'aux obligations d'informer vis-à-vis des *investisseurs* — par opposition notamment aux obligations envers les autorités, par exemple celles chargées de veiller à la sécurité des médicaments.

Bien que cet article se penche sur les devoirs d'information des sociétés pharmaceutiques¹⁴, la plupart des remarques faites dans ce contexte peuvent être étendues à d'autres secteurs d'activité.

L'article n'étudie pas la responsabilité d'autres parties fréquemment assignées en justice au côté de la société pharmaceutique; aux Etats-Unis, de telles actions sont souvent dirigées contre les réviseurs des comptes de la société, voire les banques (en cas d'offres

¹⁰ Le mot «pharmaceutique» est pris ici au sens large et inclut les sociétés biotechnologiques. Toutefois, la plupart des sociétés biotechnologiques ne sont pas cotées en bourse et ne sont donc pas concernées par l'obligation d'informer résultant du droit boursier.

¹¹ L'article ne discute en revanche pas les obligations de renseigner sur d'autres aspects de l'activité de ces sociétés, comme par exemple les inspections menées par l'autorité, la tenue adéquate des comptes (l'accusation typique dans le contexte pharmaceutique étant le «*channel stuffing*»), l'obtention et la défense de brevets ou l'avancée de projets de partenariat. Voir par exemple, en droit américain, In re Elan Corp. Securities Litigation («Sec. Lit.»), 2004 U.S. Dist. LEXIS 9913 (S.D.N.Y. 2004); In re Alkermes Inc. Sec. Lit., 372 F.3d 137 (3rd Cir. 2004); In re Bristol-Myers Squibb Sec. Lit., 312 F. Supp. 2d 549, p. 563-568 (S.D.N.Y. 2004); In re ICN Pharmaceuticals Inc. Sec. Lit., 299 F. Supp. 2d 1055 (C.D.Cal. 2004).

¹² Cf. art. 20 et 21 LBVM, art. 663c CO, art. 9 à 23 OBVM-CFB ainsi que la brochure de la SWX (Swiss Exchange) sur la publicité des participations (janvier 1998), http://www.swx.com/download/admission/being_public/disclosure/brochure_ols_fr.pdf. Toutefois, «dans certains cas, l'annonce faite dans le cadre de la publicité des participations relève de la publicité événementielle. Dans ces cas, la publication de l'annonce doit suivre les règles de la publicité événementielle». Point 31 de l'(ancienne) Circulaire n° 2 de l'Instance d'admission, du 2 novembre, actualisée le 20 juillet 2001, http://www.swx.com/download/admission/regulation/circulars/abcircular_002_fr.pdf [ci-après: Circulaire].

¹³ Cf. art. 64 et 65 du Règlement de cotation (RC) de la SWX Swiss Exchange (SWX).

¹⁴ La bourse suisse compte ne compte que neuf sociétés répertoriées comme «pharmaceutiques et biotechnologiques» (Actelion, Arpida, Basilea, Berna, Cytos, Isotis, Novartis, Roche, Serono) ayant leur première cotation à la SWX. Quatre autres sociétés (Biomarin, Eli Lilly, Pfizer et Schering) ont une deuxième cotation sur le SWX. Cf. le site de la SWX, http://www.swx.com/admission/being_public/reporting/issuer_list_fr.html?sortBy=sector. Sur le champ d'application géographique du droit suisse sur la publicité événementielle, voir la note 46 ci-dessous.

publiques, de fusions ou autres transactions similaires) et les analystes financiers¹⁵.

B. Comparaison avec le droit américain

Cet article porte sur le *droit suisse*, mais se réfère systématiquement au droit américain à des fins de comparaison¹⁶. En effet, si les tribunaux américains ont rendu des centaines de décisions sur la violation de l'obligation d'informer¹⁷, aucun tribunal suisse n'a — à ma connaissance — tranché la moindre action portant sur la publicité événementielle¹⁸. Le fait que la doctrine suisse soit partagée sur la question de l'*existence*-même d'une responsabilité *civile* des émetteurs vis-à-vis des investisseurs pour violation des devoirs d'information (voir chapitre 2.A.4.b. ci-dessous) décourage certainement les investisseurs de tenter leur chance. D'autres différences entre le droit suisse et le droit américain contribuent encore à expliquer cette situation. Premièrement, l'absence de «*class actions*» en droit suisse réduit en pratique les risques qu'encourt une société cotée de voir sa responsabilité mise en œuvre. Deuxièmement, l'absence en Suisse de «*contingency fees*» perçues par les avocats dissuade probablement les

¹⁵ Voir la décision de la Cour d'Appel dans l'affaire Quaak v. KPMG-Belgium, 361 F.3d 11 (1st Cir. 2004) (obligation de produire, dans le cadre du «*discovery*» américain, des documents confidentiels (selon le droit belge) détenus par la société défenderesse belge). En droit suisse, voir l'art. 82a RC qui autorise la SWX à prendre des sanctions à l'encontre des organes de révision.

¹⁶ Cet article ne peut cependant prétendre à aucune exhaustivité s'agissant de la présentation du droit américain.

¹⁷ Le fondement de l'obligation d'informer des émetteurs selon le droit américain réside dans la Section 10(b) du Securities Exchange Act of 1934 (codifié à 15 U.S.C. § 78j(b)). Cette disposition a été complétée par la règle de la SEC, la «*Rule 10b-5*» (17 C.P.R. § 240.10b-5). Par ailleurs, dans certaines situations, le demandeur peut également invoquer la Section 11 du Securities Exchange Act de 1933 (15 U.S.C. § 77k), la Section 12(a)(2) de la même loi (15 U.S.C. § 77l(a)(2)), sa Section 15 (15 U.S.C. § 77o) et sa Section 10 (15 U.S.C. § 78t(a)).

¹⁸ Le droit de l'Union européenne dans ce domaine est encore embryonnaire. L'article 6.1 de la Directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) (http://europa.eu.int/eur-lex/pri/fr/oj/dat/2003/l_096/l_09620030412fr00160025.pdf) n'a pas encore donné lieu à une jurisprudence harmonisée. Voir également la Directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la Directive 2003/6/CE en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, http://europa.eu.int/eur-lex/pri/fr/oj/dat/2003/l_339/l_33920031224fr00700072.pdf; Directive 2004/109/CE du 15 décembre 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, http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/fr/oj/2004/l_390/l_39020041231fr00380057.pdf; VALÉRIE ENGAMMARE et ROLF WEBER, *Transparence des sociétés à l'égard des actionnaires et des tiers: perspectives de droit européen et de droit suisse*, in: SJ 2004 p. 67, en particulier p. 81-83.

potentiels plaignants¹⁹. Troisièmement, le remboursement des frais judiciaires de la partie gagnante par la partie perdante en droit suisse, mais pas en droit américain, encourage les demandeurs à effectuer un tri sélectif des actions ayant de bonnes chances d’aboutir.

Il n’en demeure pas moins que la prise en compte du droit américain est pertinente pour plusieurs raisons²⁰. Tout d’abord, ainsi qu’il vient d’être indiqué, celui-ci a donné lieu à une jurisprudence détaillée²¹. Ensuite, une société suisse dont les valeurs mobilières sont négociées (également) sur un marché américain²² peut avoir à faire face à une action en responsabilité devant les tribunaux américains, action que peuvent intenter y compris des investisseurs *non-américains*²³. De même, un dirigeant suisse d’une telle société peut se

¹⁹ L’avantage des «*contingency fees*» pour les demandeurs tient à ce que ceux-ci ne paient pratiquement aucun frais d’avocats tant que leur action en justice n’a pas abouti soit à un jugement en leur faveur soit à une transaction à l’amiable. Les honoraires d’avocats sont ensuite calculés sur la base d’un pourcentage (environ 30%) du montant reçu par les demandeurs de la société défenderesse.

²⁰ On notera à cet égard que l’alinéa 3 de l’art. 8 LBVM exige que le RC prenne «en compte les standards internationaux reconnus». A ce sujet, voir FELIX HUBER, PETER HODEL et CHRISTOPHER STAUB GIEROW, *Praxiskommentar zum Kotierungsrecht der SWX Swiss Exchange*, p. 359, point 6 (Schulthess 2004).

²¹ Il faut toutefois signaler deux considérations importantes qui limitent la portée de cette jurisprudence américaine. Premièrement, ces jugements portent quasiment tous sur des objections préliminaires soulevées par les défendeurs, objection appelée «*motion to dismiss for failure to state a claim*». Ces motions sont basées sur les Sections 12(b)(6) et 9(b) des *Federal Rule of Civil Procedure* ainsi que sur le *Private Securities Litigation Reform Act* de 1995 («PSLRA»; Pub.L. 104-68; codifié à 15 U.S.C. § 78u-4). Or, à ce stade, les faits allégués par les parties ne sont pas avérés et le juge statue donc sur des hypothèses. Plus précisément, pour les besoins de son jugement, le juge tient pour vrai les faits allégués par les demandeurs, sauf si ces faits ne sont étayés par aucune preuve. En d’autres termes, les tribunaux américains sont rarement appelés à rendre un jugement au fond. Cf. par ex. le rapport de la Federalist Society for Law and Public Policy Studies, RICHARD PAINTER ET AL., *Private Securities Litigation Reform Act: A Post-Enron Analysis*, p. 7-12 et p. 17, <http://www.fed-soc.org/pdf/PSLRAFINALII.PDF>. Deuxièmement, la jurisprudence américaine n’émane que rarement de la Cour Suprême, mais plutôt des cours d’appels fédérales («*circuits*»); elle n’est donc pas unifiée au travers les Etats-Unis et les différents «*circuits*» adoptent assez souvent des solutions divergentes.

²² Quelques 1’300 émetteurs non-américains sont cotés sur les marchés américains. En 2002, 22 émetteurs non-américains ont été attirés comme défendeurs dans une action civile intentée par des investisseurs lésés (parmi eux, Bayer, DaimlerChrysler et Vivendi). Cf. PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Trends in private securities litigation against foreign companies listed on U.S. Stock Exchanges*, in: *2003 Foreign Securities Litigation Study*, p. 2, http://www.securitieslitigation.com/2003_foreign_sl.pdf.

²³ Les actions intentées par des non-Américains ayant investi dans une société non-américaine sont recevables devant les tribunaux américains si les conditions suivantes sont réalisées: «(a) *there was conduct in the United States that directly caused the foreigners’ losses and (b) such conduct was more than ‘merely preparatory’ to a securities fraud conducted elsewhere*». In re Vivendi Universal, S.A. Sec. Lit., 2004 U.S. Dist. LEXIS 21230 (S.D.N.Y. 2004). Cf. aussi In re Bayer AG Sec. Lit., 2004 U.S. Dist. LEXIS 19593, p. 50-55 (S.D.N.Y. 2004).

voir attrait personnellement devant ces tribunaux²⁴. La règle veut que les tribunaux américains se déclarent compétents si les demandeurs parviennent à démontrer un lien suffisamment étroit entre les Etats-Unis et la société défenderesse, respectivement ses dirigeants.

C. Plan de l'article

La première partie de l'article explique quels sont les faits que les sociétés cotées en Suisse doivent annoncer. Il s'interroge ensuite sur les sanctions qui peuvent être infligées aux sociétés qui violent leur devoir d'information. La question d'une éventuelle responsabilité civile de la société envers ses investisseurs mérite d'être examinée de près en raison de ses conséquences pratiques indéniables.

La seconde partie étudie certaines particularités matérielles du droit américain, introduisant ainsi les concepts ensuite utilisés dans la troisième partie.

Cette troisième partie se concentre sur le secteur pharmaceutique. Elle décrit les obligations d'informer tout au long du parcours du médicament, depuis ses essais cliniques jusqu'à son éventuel retrait, en passant par la décision de l'autorité d'enregistrement²⁵. Cette partie se fonde sur le droit américain, compte tenu de l'ampleur de sa jurisprudence²⁶.

L'article s'achève par une liste de recommandations pour ces sociétés pharmaceutiques, en particulier la mise au point de directives internes en matière de publicité événementielle.

II. ANALYSE

A. L'obligation d'informer en droit boursier suisse: l'art. 72 RC

Les sociétés cotées sur la bourse suisse sont légalement obligées de divulguer diverses informations intéressant les investisseurs. Cette obligation se fonde sur l'art. 72 du Règlement de cotation (RC) de la SWX Swiss Exchange (SWX). Le RC tire son autorité de la

²⁴ Cf. par ex. In re SI Corporation Sec. Lit., 173 F. Supp. 2d 1334 (N.D.Geor. 2001).

²⁵ Pour un examen approfondi des obligations d'informer des sociétés biotechnologiques américaines, voir l'article de WILLIAM O. FISHER, *Key Disclosure Issues for Life Sciences Companies: FDA Product Approval, Clinical Test Results, and Government Inspections*, in: 8 *Michigan Telecommunication and Technology Law Review* 115 (2001).

²⁶ La liste des arrêts sur ce thème étant fort longue, elle a été placée, pour ceux qui seraient intéressés à la consulter, sur mon site Internet à l'adresse: <http://www.pharmalaw.org/Liste%20arrets%20US.pdf>.

délégation figurant à l'art. 8 de la loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières (LBVM)²⁷.

Sur la base de l'art. 3 RC²⁸, la SWX avait émis en 1998 une circulaire sur la publicité événementielle (ci-après: la Circulaire)²⁹. Elle avait également adopté en 1996 des notes explicatives fort instructives (ci-après: les Notes)³⁰.

Le 6 janvier 2005³¹, la SWX a annoncé une refonte de l'art. 72 RC³² et le remplacement de la Circulaire précitée par une Directive concernant la publicité événementielle (DPE)³³. Ces changements prennent effet au 1^{er} juillet 2005. Les Notes susmentionnées ont été remplacées par le Commentaire relatif à la DPE du 1^{er} mai 2005 (ci-après: Commentaire-DPE)³⁴. Les modifications de janvier 2005 touchent principalement des aspects formels³⁵; ainsi, le principal changement, au niveau de la Directive, porte sur la *manière* d'informer, destinée à tirer pleinement profit des moyens informatisés modernes³⁶. En revanche, le Commentaire-DPE semble élargir le droit à l'information en focalisant l'attention sur les besoins des investisseurs³⁷.

²⁷ Selon l'art. 8 al. 2 LBVM, le «règlement fixant les conditions d'admission des valeurs mobilières» doit comprendre 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». Cf. aussi HUBER, *supra* note 20, p. 358, point 5. Conformément aux art. 4 al. 2 LBVM et 13 OBVM, le RC a été approuvé par la Commission fédérale des banques.

²⁸ Cette délégation est désormais consacrée à l'alinéa 5 de l'art. 72 RC.

²⁹ Cf. note 12 ci-dessus.

³⁰ Cf. Notes de novembre 1996, http://www.swx.com/download/admission/being_public/publicity/adhoc_publicity_fr.pdf. Leur caractère non-contraignant était souligné dans leur préambule.

³¹ Voir le communiqué de presse de la SWX, http://www.swx.com/media_releases/2005/media20050106_fr.pdf.

³² Texte disponible sur le site: http://www.swx.com/download/admission/regulation/rules/partrev_72_fr.pdf.

³³ Le texte de la DPE est disponible sur http://www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20050701-1_fr.pdf. Quand bien même, la DPE remplace la Circulaire n° 2, il sera néanmoins fait référence dans cet article à l'ancienne Circulaire, car celle-ci est parfois plus détaillée que la DPE, en particulier s'agissant de la description des faits donnant naissance à l'obligation d'informer.

³⁴ Cf. p. 1, point n°3 du Commentaire. Ce texte est disponible sur http://www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20050701-1_commentary_fr.pdf. Le Commentaire-DPE étant paru très récemment, le présent article se réfère à la fois à celui-ci et aux anciennes Notes de 1996.

³⁵ La première phrase de l'art. 72 al. 1 RC est restée inchangée. La deuxième phrase qui définit les faits susceptibles d'influencer le cours boursier a été simplifiée en supprimant le passage suivant: «[faits] nouveaux qui, en raison de leur effet important sur le patrimoine, la situation financière ou la marche des affaires de l'émetteur».

³⁶ Cf. points 8 et 9 de la DPE.

³⁷ Cf. point 3 de la DPE et p.8, point 2 du Commentaire-DPE.

1. *Les buts poursuivis par l'obligation d'informer*

La publicité événementielle vise en premier lieu à garantir la transparence du marché³⁸. L'information à fournir en vertu de l'art. 72 RC doit l'être de manière «véridique, clair[e] et compl[ète]»³⁹; elle ne doit pas induire en erreur. Grâce à elle, les investisseurs doivent être en mesure de prendre leur décision d'investissement en toute connaissance de cause, c'est-à-dire en ayant dûment évalué tous les faits qui peuvent influencer l'évolution du cours du titre. Comme la plupart de ces faits se trouvent dans la sphère de maîtrise de la société cotée, les investisseurs dépendent de celle-ci; les règles sur la publicité événementielle servent justement à leur ouvrir cet accès.

L'art. 72 RC permet aussi de lutter contre les *délits d'initiés*⁴⁰ et les *manipulations de cours*⁴¹, contribuant ainsi à l'équité du marché. En effet, le délit d'initié présuppose qu'une personne détient des informations confidentielles que le marché ne connaît pas. Si la société révèle elle-même ces informations, elle rend impossible le délit d'initié. La manipulation des cours, elle, peut être commise par la diffusion de fausses rumeurs destinées à influencer le cours boursier. De nouveau, si la société révèle la vérité, la manipulation est déjouée.

Les règles sur la publicité événementielle assurent de surcroît *l'égalité de traitement* entre investisseurs en exigeant que la société cotée informe *en même temps* tous les acteurs sur le marché⁴². En tout cas en théorie, un «petit» investisseur ne devrait pas souffrir du fait que, contrairement à un investisseur institutionnel, il n'a pas un accès direct au management de la société; ce «petit» investisseur apprendra en même temps que le «gros» les faits importants qui touchent à l'avenir de la société cotée. La SWX accorde un poids tout particulier

³⁸ Voir ainsi l'article 1 du RC qui précise que ce Règlement a justement «pour but [...] de garantir pour les investisseurs la transparence des émetteurs et des valeurs». Plus généralement au sujet des buts de l'art. 72 RC, voir HUBER, *supra* note 20, p. 356-358.

³⁹ Point 15 de la DPE; page 14 du Commentaire-DPE; points 10 et 23 de l'ancienne Circulaire; page 11 des anciennes Notes.

⁴⁰ Sur le délit d'initié, voir l'article 161 du Code pénal (CP); le Commentaire-DPE aux p. 1 et 2; les anciennes Notes de la SWX aux p. 15 et 16; l'ancienne Circulaire au point 2; HUBER, *supra* note 20, p. 357, point 2.

⁴¹ Sur les rapports entre l'art. 72 RC et l'art. 161^{bis} CP réprimant la manipulation des cours, voir les anciennes Notes de la SWX, p. 17, point (ii).

⁴² Sur l'étendue et les limites de cette égalité, voir la DPE aux points 5 et 6; le Commentaire-DPE aux p. 10 et 11; l'ancienne Circulaire aux points 9, 13, 13 et 17; les anciennes Notes aux p. 14-16; cf. également la page du site de la SWX intitulée «Type de publication», http://www.swx.com/admission/being_public/publicity/remarks_fr.html.

à cette égalité de traitement⁴³ et bon nombre de ses décisions publiées (en abrégé) visent des sociétés qui avaient procédé à une information sélective anticipée de certains groupes privilégiés avant d'informer le marché dans son ensemble⁴⁴.

Dans le secteur pharmaceutique, respecter ce principe d'égalité peut poser des difficultés particulières, en particulier lorsque la société se trouve obligée d'avertir *en même temps* les marchés financiers et les professionnels de la santé d'un retrait de médicament⁴⁵. En effet, les médecins ont le sentiment qu'ils devraient être informés prioritairement pour être en mesure de répondre aux inquiétudes de leurs patients.

2. *Quels sont les faits qui doivent être communiqués?*

Quelles sont les circonstances qui donnent lieu à un fait soumis à l'obligation d'annoncer?

Selon l'art. 72 RC, l'émetteur⁴⁶ doit informer «le marché des faits susceptibles d'avoir une influence sur les cours» si ces faits «sont survenus dans sa sphère d'activité et ne sont pas connus du public»⁴⁷.

⁴³ Cf. p.2, point 5 du Commentaire-DPE ainsi que les références citées sous note 42. Cf. également l'ancienne page web de la SWX intitulée «La publicité ad hoc», aujourd'hui plus disponible mais dont copie est détenue par l'auteur. Aux Etats-Unis, la Regulation FD de la SEC poursuit le même objectif — l'égalité des chances —, mais a une portée plus limitée. Voir SEC, Final Rule, Selective Disclosure and Insider Trading, <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>. Sur les avantages et inconvénients économiques d'une telle interdiction des annonces sélectives, voir DONALD C. LANGEVOORT, *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation*, (2002), p. 38-52, http://www.law.berkeley.edu/institutes/law_econ/workingpapers/PDFpapers/Langevoort_spr02.pdf.

⁴⁴ Les groupes privilégiés sont alternativement la clientèle commerciale, les employés, les analystes financiers, certains journaux. Cf. avertissements à l'encontre de Perrot Duval Holding S.A. (27 avril 2005), d'ABB (25 février 2005), de Gomergrat-Monte Rosa-Bahnen (23 février 2005), Logitech (11 octobre 2002), d'ESEC (23 août 2002), de Vögele (17 décembre 2001); de Gretag (3 octobre 2001), tous disponibles à partir du site http://www.swx.com/admission/being_public/sanctions/ad_hoc_fr.html; également avertissement à l'encontre de X. (22 juillet 2002), http://www.swx.com/download/admission/being_public/sanctions/publication/decision_ahp_220702_de.pdf.

⁴⁵ Ce problème est survenu par exemple lors du retrait du Baycol. Voir à ce sujet les commentaires de Bayer dans sa «newsletter» de 2001, p. 5, http://www.investor.bayer.com/docroot/_files/berichte1032356037/quartalsberichte1032773767/ab_2001_lipobay_e1032779172.pdf.

⁴⁶ S'agissant du champ d'application de l'art. 72 RC, voir HUBER, *supra* note 20, p. 359-361 et le Commentaire-DPE, p. 3.

⁴⁷ Dans sa précédente version, la deuxième phrase de l'article 72 mentionnait que les circonstances de nature à créer une variation notable des cours étaient celles ayant un «effet important sur le patrimoine, la situation financière ou la marche des affaires de l'émetteur». La formulation actuelle est encore plus tautologique, puisqu'un fait susceptible d'influencer le cours est celui «de nature à entraîner une modification notable» du cours. Voir aussi l'art. 4 RC, selon lequel l'Instance d'admission de la bourse suisse «peut exiger des renseignements [...] complémentaires [...] pour autant que cela soit nécessaire à l'information loyale des investisseurs et au déroulement régulier du marché».

La SWX ne décrit pas en détail le type de faits donnant lieu à l'obligation d'informer. Dans son ancienne Circulaire, elle soulignait simplement que «l'appréciation des informations susceptibles d'influencer les cours constitue une tâche exigeante qui appartient aux émetteurs. [...] Nous recommandons d'examiner chaque événement de manière différenciée»⁴⁸. La SWX conseillait à l'émetteur de s'imaginer à la place d'un investisseur, relevant que «le marché peut avoir une appréciation très différente de la vôtre [celle de l'investisseur] des faits susceptibles d'influencer les cours»⁴⁹. Cependant, la SWX admet que l'émetteur dispose d'«une marge d'interprétation relativement large»⁵⁰.

Selon les circonstances, «les inventions et brevets, les résultats cliniques, les nouveaux partenaires de distribution [...] les accords de coopération, une nouvelle orientation» peuvent entrer dans le champ de la publicité événementielle⁵¹. Toutefois, lorsque l'invention, l'attribution d'un brevet ou l'octroi d'une licence rentre «dans le cadre des affaires habituelles de l'entreprise», il n'y a pas d'obligation d'informer⁵².

a. L'émetteur doit tenir compte des attentes créées

La SWX recommande de prendre en compte «les attentes ou encore le degré d'information des investisseurs»⁵³. Cela signifie que l'étendue du devoir d'informer dépend en partie de la pratique de l'émetteur. Un émetteur qui, par le passé, a relativement peu informé aura moins à communiquer à l'avenir, en comparaison d'un émetteur qui a toujours fourni passablement d'informations⁵⁴. En d'autres termes, les attentes suscitées auprès des investisseurs sont à respecter, de sorte qu'un

⁴⁸ Point 5 de l'ancienne Circulaire.

⁴⁹ Page web de la SWX, «La publicité ad hoc», *supra* note 43.

⁵⁰ Commentaire-DPE, p. 8, point 3.

⁵¹ «La publicité ad hoc», *supra* note 43.

⁵² Anciennes Notes, p. 10, point (vi). De même, la plupart des nouveaux contrats conclus n'entrent pas dans le champ de la publicité événementielle, quand bien même ils «sont relativement importants». Ibidem, p. 10, point (iii). Voir aussi le Commentaire-DPE, p. 6.

⁵³ Ancienne Circulaire, p. 2, point 5. Le Commentaire-DPE n'évoque explicitement les attentes des investisseurs qu'en liaison avec les résultats périodiques de bénéfices et de pertes réalisés par l'émetteur (p. 7 à 8, points 20 à 24). Toutefois, il n'y a pas lieu de penser que les attentes relatives à d'autres faits significatifs ne sont plus à prendre en compte.

⁵⁴ Anciennes Notes, p. 10-12; ancienne Circulaire, point 5.

changement brutal de pratique n'est pas admissible.⁵⁵ Inversement, la SWX observe que l'émetteur qui informe régulièrement le marché est moins souvent confronté à des faits *inattendus* nécessitant une communication immédiate selon les principes de la publicité événementielle⁵⁶.

b. Le fait doit être nouveau

La publicité événementielle vise les faits nouveaux; ceux qui sont déjà connus du public ou qui ont été autrement rendus publics (par exemple ceux publiés sur le site d'une administration) ne donnent en principe pas lieu à une obligation d'informer⁵⁷.

Dans ses anciennes Notes, la SWX insistait aussi sur le caractère *inattendu* du fait soumis à cette disposition; un fait entièrement prévisible n'a pas besoin d'être communiqué⁵⁸. Elle soulignait que «la notion de surprise doit donc être présente pour que le fait soit soumis à l'obligation d'informer»⁵⁹.

Suite à la révision de l'article 72 RC, la DPE et son Commentaire insistent moins sur ces aspects de nouveauté et de surprise; le Commentaire-DPE ne les mentionne d'ailleurs plus. Au contraire, la SWX attache désormais davantage d'importance aux perceptions et besoins de l'investisseur⁶⁰.

c. Le fait doit être raisonnablement certain

S'agissant d'un fait futur dont la survenance n'est pas encore avérée ou d'un fait passé aux contours mal connus, le devoir d'informer ne prend naissance que lorsque ce fait est «suffisamment sûr [...] pour

⁵⁵ A noter toutefois que tout renseignement fourni dans le cadre d'une politique d'information généreuse n'appartient pas pour autant au domaine de la publicité événementielle. Dans ses anciennes Notes (p. 10), la SWX tenait à ce que soit maintenue la distinction entre les informations fournies au titre de l'art. 72 RC et celles fournies «à bien plaisir». Dans son Commentaire-DPE (p. 12, points 8 et 9, p. 13, point 3), la SWX semble renoncer au maintien d'une nette distinction.

⁵⁶ Anciennes Notes, p. 12.

⁵⁷ Anciennes Notes, p. 7, point (iv); Commentaire-DPE, annexe 3; HUBER, *supra* note 20, p. 367-368.

⁵⁸ Par définition, un fait inattendu est davantage susceptible de causer une fluctuation du cours, puisque les faits déjà connus, voire prévus, sont déjà intégrés dans l'évolution du cours boursier. Cf. pages 9 et 10 des anciennes Notes.

⁵⁹ Anciennes Notes, p. 5, note de bas de page 4.

⁶⁰ Cf. chapitres II.A.2.b. et e. ci-dessous.

que [l'émetteur] puisse fournir une information fiable»⁶¹. Plus loin, la SWX écrit que «l'émetteur est réputé avoir connaissance du fait lorsqu'il peut, après investigations, s'en faire une idée suffisamment précise pour pouvoir, de manière responsable, fournir des informations fiables à son sujet»⁶².

Faut-il comprendre que l'émetteur peut se taire tant que le risque qu'une difficulté importante se matérialise est jugé faible? Non. La SWX relève que pour des faits futurs ayant des conséquences complexes aux ramifications encore incertaines, l'existence du risque constitue déjà une circonstance notable et inattendue devant être divulguée⁶³.

Ce «test de certitude» revêt une grande importance dans le secteur pharmaceutique car les certitudes absolues y sont rares. La plupart des conclusions avancées par ces sociétés se fondent sur — l'interprétation — des données scientifiques qui ne sont jamais aussi complètes et univoques qu'on le voudrait.

d. Il doit s'agir d'un fait, et non d'une opinion ou d'une rumeur

Le droit boursier suisse n'exige pas la communication de circonstances qui ne relèvent pas du *fait*, mais plutôt d'intentions, d'opinions et d'idées⁶⁴. La ligne de démarcation entre fait et opinion est cependant ténue. Il serait à cet égard prudent de s'inspirer de la jurisprudence américaine qui retient que les opinions émises par la société ouvrent un droit d'action des investisseurs si la société les savait fausses⁶⁵.

⁶¹ Anciennes Notes, p. 5 (note de bas de page 8) et aussi p. 12. Voir aussi les précisions apportées par le Commentaire-DPE, p. 4 à 5, points 4 à 6 et p. 9, point 1.

⁶² Anciennes Notes, p. 7, point (ii). Ces Notes indiquent encore que l'émetteur doit au préalable avoir «recueilli les premières informations indispensables et identifié lui-même les principales caractéristiques du fait» p. 12. Cf. aussi HUBER, p. 369-370.

⁶³ Anciennes Notes, p. 13, point (i); Commentaire-DPE, p. 9, point 4. En comparaison, le droit américain précise que l'émetteur doit tenir compte à la fois du risque que la problématique survienne effectivement et de l'ampleur du problème; plus le problème potentiel est notable, plus le degré de certitude quant à sa survenance peut être faible. «*When contingent or speculative events are at issue, the materiality of those events depends on 'a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company's activity'*» In re Alliance Pharmaceutical Corp. Sec. Lit., 279 F. Supp. 2d 171 (S.D.N.Y. 2003).

⁶⁴ Commentaire-DPE, p. 4, point 3; anciennes Notes, p. 7, point (i).

⁶⁵ «*Statements of opinion are actionable under Section 10(b) if it can be established that the speaker deliberately misrepresented his actual opinion*». In re Bayer, *supra* note 23, p. 39. La société cotée peut aussi être tenue responsable si l'opinion jugée matérielle ne reposait sur aucune base raisonnable.

L'émetteur n'est pas tenu de prendre position sur les rumeurs qui le concernent⁶⁶. Même des rumeurs qui affectent le cours de la société n'ont pas à être dissipées, sauf si celles-ci ont trait à des faits que la société maintient confidentiels sur la base de l'exception de l'art. 72 al. 2 RC (à ce sujet, voir chapitre II.A.3. ci-dessous). De manière générale, l'émetteur n'est pas obligé d'intervenir pour corriger les dires de tiers⁶⁷, y compris les commentaires d'analystes financiers⁶⁸.

L'émetteur n'a pas besoin de divulguer un fait qui ne provient pas de sa propre sphère, quand bien même cette information est susceptible d'influencer son cours boursier⁶⁹. Cependant, certains événements extérieurs qui affectent l'émetteur, comme par exemple les décisions «d'une autorité cartellaire, d'une autorité de surveillance ou d'une agence de notation», doivent néanmoins être annoncés⁷⁰. Logiquement, il doit en aller de même s'agissant d'une décision majeure de l'autorité d'enregistrement des médicaments.

e. Le fait doit avoir une influence notable sur le cours

Selon les anciennes Notes de la SWX, seuls les événements «extraordinaires» devaient être communiqués⁷¹; Le Commentaire-DPE de mai 2005 ne fait plus allusion à ce caractère «extraordinaire». Il suggère au contraire une conception large du fait susceptible d'influencer notablement le cours; en effet, cette condition est remplie «dès lors qu'un participant au marché moyen [sic] pourrait se fonder sur ce fait pour

⁶⁶ Commentaire-DPE, p. 4, point 3; anciennes Notes, p. 7, point (i).

⁶⁷ Aux Etats-Unis, le Tribunal dans l'affaire BMS a souligné que «*a party has no duty to correct statements not attributable to it*». In re Bristol-Myers Squibb, *supra* note 11, p. 560.

⁶⁸ Cf. Commentaire-DPE, p. 7, point 22; anciennes Notes, p. 10, point (ii) et p. 16. Voir aussi les Directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière du 24 janvier 2003, en particulier ses points 29 et 30, http://www.swissbanking.org/fr/3566_f.pdf. Aux Etats-Unis, «*statements of independent market analysts are not actionable unless Plaintiffs can plead with particularity who among Defendants supplied the information, how it was supplied, and how Defendants could have controlled the content of the statements*». In re Medimmune, Inc. Sec. Lit., 873 F. Supp. 953, p. 965 (D.Mar. 1995). «*Defendants must have put their imprimatur, express or implied, on the projections*» In re Syntex Corp. Sec. Lit., 95 F.3d 922, p. 934 (9th Cir. 1996); In re Neopharm, Inc. Sec. Lit., 2003 U.S. Dist. LEXIS 1862, p. 36-37 (N.D.Ill., 2003).

⁶⁹ Voir le Commentaire-DPE aux pages 5 à 6, points 8 à 10 ainsi que les anciennes Notes à la page 5 (note de bas de page 2), à la page 7 (point iii) et à la page 16. Cf. aussi HUBER, *supra* note 20, p. 369. Cette règle a été critiquée en doctrine, mais la SWX la considère conforme aux standards internationaux.

⁷⁰ Anciennes Notes, p. 7, point (iii); Commentaire-DPE, p. 6, point 10.

⁷¹ Anciennes Notes, p. 7, point (v) et également à la page 8. Ailleurs, la SWX faisait état d'un «important retentissement à la bourse» et de «très sérieuses conséquences». Elle demandait à ce que l'émetteur tienne compte de la liquidité du marché de son titre. *Ibidem*, p. 8.

prendre une décision d'investissement»⁷². L'*ampleur* de la variation de cours n'est plus guère un critère essentiel aux yeux de la SWX⁷³.

Il suffit qu'une influence notable sur le cours soit *possible* pour qu'une obligation d'informer naisse; il n'est donc pas nécessaire que cet effet sur le cours soit certain ou se produise effectivement⁷⁴.

f. Y a-t-il une obligation de tenir à jour l'information?

L'ancienne Circulaire de la SWX consacrait l'obligation de mettre à jour les informations devenues obsolètes ou erronées: «Si les informations publiées par l'émetteur se révèlent ensuite fausses ou sont susceptibles d'amener à des conclusions erronées, il faut les rectifier»⁷⁵. Le Commentaire-DPE de mai 2005 exige que la correction ait lieu «dans les plus brefs délais»⁷⁶.

La décision de la Commission disciplinaire de la SWX dans l'affaire Swissair met en exergue cette obligation dans le cas d'un pronostic financier, en particulier lorsque la société a créé par ses précédents communiqués des attentes spécifiques⁷⁷. La société ne peut fournir une information partielle, en espérant que le marché

⁷² Commentaire-DPE, p. 6, point 1.

⁷³ La SWX propose ainsi le test suivant: «Est-ce qu'un participant au marché moyen se baserait sur le fait nouveau et encore non publié pour acheter, vendre ou garder le titre concerné, parce qu'il estime que le cours actuel reflète insuffisamment le fait en question?» Ibidem, point 2.

⁷⁴ Commentaire-DPE, p. 6, point 12; anciennes Notes, p. 8. Cf. aussi l'avertissement du 8 novembre 2003 de la SWX à Swiss International Air Lines Ltd, http://www.swx.com/download/admission/being_public/sanctions/media/ad_hoc/sanction_swiss_fr.pdf. Cf. HUBER, *supra* note 20, p. 366.

En droit américain, la circonstance que l'annonce du fait (que les demandeurs prétendent être matériel) n'ait pas affecté le cours boursier constitue cependant un indice qu'il ne s'agissait en réalité pas d'un fait matériel. «*When a stock is traded in an efficient market, the materiality of disclosed information may be measured post hoc by looking to the movement of the price of the firm's stock*». Cf. Oran v. American Home Products Corp., 226 F.3d 275, p. 282 (3rd Cir. 2000); In re Andrx Corp., Inc., 296 F.Supp. 2d 1356, p. 1366 (S.D.Flor. 2003).

⁷⁵ Point 6 de l'ancienne Circulaire. Voir aussi les anciennes Notes, p. 10.

⁷⁶ Commentaire-DPE, p. 14, point 4.

⁷⁷ «*Ein Publikums-gesellschaft, welche eine Prognose veröffentlicht, darf nachher neue abweichende Erkenntnisse nicht für sich behalten, wenn ernsthafte Anzeichen dafür bestehen, dass die selbst geweckten Erwartungen nicht erfüllt werden könnten (Gewinnwarnung). Insbesondere darf sie nicht von einer Gewinnwarnung absehen, weil sie eine negative Veränderung der Marktbeurteilung vorläufig verhindern möchte*». SWX, SAir Group, Verletzung von Meldepflichten gemäss Art. 72 Kotierungsreglement durch Unterlassen einer rechtzeitigen Gewinnwarnung, (21 décembre 2001), http://www.swx.com/download/admission/being_public/sanctions/publication/decision_ahp_310103_de.pdf.

comprendra par lui-même l'ampleur réelle des ramifications⁷⁸. La décision relève également que l'émetteur ne peut par non plus tirer parti du fait que les médias auguraient déjà une annonce négative ou que ceux-ci faisaient circuler des rumeurs spéculatives⁷⁹. Des rumeurs ne remplacent pas une information correcte fournie directement par la société⁸⁰.

3. La principale exception à l'obligation d'informer

L'alinéa 2 de l'article 72 RC admet une dérogation à l'obligation d'informer lorsque quatre conditions sont réunies:

1. le fait qui devrait normalement être communiqué «se fonde sur un plan ou une décision de l'émetteur»;
2. la diffusion du fait en cause est susceptible de léser les «intérêts légitimes de l'émetteur»;
3. l'émetteur maintient ce fait strictement confidentiel;
4. aucune fuite n'a abouti à la divulgation, même partielle, dudit fait⁸¹.

Si toutes ces conditions sont réunies, l'émetteur peut différer l'annonce. Pour la SWX, cette exception se justifie car «les processus de formation de la volonté et de planification doivent être protégés pour

⁷⁸ «Wer vorher Prognosen macht, muss Auswirkungen darauf selbst kommunizieren. Er darf sich nicht damit begnügen, die Medien vermuten zu lassen, dass mit dem Strategiewechsel massive Rückstellungen verbunden sein würden». Ibidem.

⁷⁹ «Im Verwaltungsrat wurde festgestellt, dass es spekulative Meldungen in den Medien gab [...]. Transaktionen sollten verschoben werden, bis in den Medien wieder Ruhe einkehre [...]. Das war aber kein Grund gewesen, die Unsicherheit über das Erreichen der am 22. August abgegebene Prognose dem Publikum nicht mitzuteilen. Die SAir Group hat damit die Pflicht zur rechtzeitigen Meldung verletzt. [...] Wenn die SAirGroup Kenntnis hat, dass sie die Lage zunehmend verschlechtert und spekulative Medienmeldungen vorliegen, so darf das nicht unbeachtet gelassen werden». Ibidem.

⁸⁰ Voir aussi l'avertissement de la SWX à l'encontre de Swiss de novembre 2003, note 74: «Les rumeurs circulant dans le public reflétaient certes une bonne estimation de l'ampleur de ces mesures, mais cela ne permet pas d'attribuer à ces rumeurs le caractère d'un fait. Aussi proches que soient ces rumeurs de la réalité des mesures décidées, elles ne peuvent en aucun cas se substituer au devoir d'information de l'émetteur tel qu'il est prévu à l'art. 72 RC».

⁸¹ Voir aussi l'al. 3 de l'art. 72 RC, les points 17 et 18 de la DPE et le Commentaire-DPE, p. 15 à 17. «Le report de l'annonce selon l'art. 72 al. 2 prend fin en cas de fuite liée au fait tenu secret, et cela quelle que soit l'origine de l'indiscrétion». Anciennes Notes, p. 14, point (i). Voir aussi la communication de l'avertissement de la SWX à l'encontre de la Banque Cantonale Vaudoise du 26 mai 2003, http://www.swx.com/download/admission/being_public/sanctions/media/ad_hoc/sanction_bcv_fr.pdf.

assurer la bonne marche de l'entreprise»⁸². La SWX cite, à titre d'exemples, les projets d'acquisitions et de fusions⁸³. Les Notes évoquent aussi les processus d'assainissement qui nécessitent généralement «la discrétion la plus absolue»⁸⁴. L'exception n'est en revanche pas disponible lorsque «l'origine [du fait] extraordinaire [...] n'est pas liée à un plan de l'entreprise, mais au contraire, contrarie les projets de celle-ci»⁸⁵.

4. *Violation de l'obligation d'informer*

a. *Les sanctions administratives*

L'article 81 RC punit la violation par l'émetteur de ses devoirs d'information, y compris la fourniture d'informations fausses⁸⁶. L'article 82 RC énumère la liste des sanctions qui peuvent être prises à l'encontre de la société concernée; celles-ci vont de l'avertissement à la décotation; la société peut également se voir infliger une amende (jusqu'à CHF 200'000) et des mesures de publicité (par exemple, la publication de la sanction).

Une violation de l'art. 72 RC et sa sanction par les art. 81-82 RC n'impliquent pas un agissement intentionnel — la négligence est aussi punissable. Dans le cas Swissair susmentionné, la Commission disciplinaire a estimé que la publicité événementielle a pour but de protéger le fonctionnement du commerce de valeurs mobilières et que ce besoin de protection existe indépendamment du degré de faute de la société⁸⁷. En outre, les sanctions prévues par le RC ne ressortissent pas au droit pénal, mais plutôt au droit administratif pénal⁸⁸.

82 Anciennes Notes, p. 6, note 17.

83 Ibidem.

84 Ibidem, p. 11; cf. aussi Commentaire-DPE, p. 15 et 16.

85 Anciennes Notes, p. 13; Commentaire-DPE, p. 15, point 7.

86 Article 81 point 1 et 3 RC. Cf. aussi HUBER, *supra* note 20, p. 373.

87 «Das KR ist Teil der Selbstregulierung gemäss Börsengesetz. Diese soll das Funktionieren des Effektenhandels schützen, unabhängig davon, ob eine Störung fahrlässig oder vorsätzlich verursacht worden sei». Décision SAirGroup du 21 décembre 2001, *supra* note 77, p. 1.

88 «Das Disziplinarrecht des KR stellt kein Strafrecht dar, es ist höchstens dem Verwaltungsstrafrecht ähnlich». Ibidem.

b. *Une responsabilité civile ?*

Ainsi qu'indiqué plus haut⁸⁹, l'existence d'une responsabilité civile de l'émetteur envers les investisseurs pour violation des règles sur la publicité événementielle est une question controversée en doctrine⁹⁰ et, à ce jour, non résolue par la jurisprudence. Compte tenu des conséquences pratiques évidentes que peut avoir une telle responsabilité (voir le droit américain pour s'en convaincre), il est nécessaire d'examiner cette question plus en détail.

i. *Le débat*

Comme la loi ne consacre pas explicitement un droit d'action des investisseurs, l'existence d'un tel droit dépend essentiellement du but assigné à l'article 72 RC⁹¹. Or, la doctrine est partagée sur ce point⁹².

Certains auteurs considèrent que le but premier de la disposition étant la protection du marché, à savoir l'intérêt *collectif* de tous les investisseurs, des prétentions civiles d'investisseurs individuels sont à exclure⁹³. D'autres auteurs estiment au contraire que l'art. 72 RC a bel et bien pour but de protéger les intérêts des investisseurs individuels et admettent une responsabilité extracontractuelle (art. 41 CO) de la société émettrice et de ses organes (art. 752 CO)⁹⁴. La responsabilité fondée sur la confiance est parfois évoquée, pour être le plus souvent

⁸⁹ Cf. chapitre I.C ci-dessus.

⁹⁰ La doctrine sur la publicité événementielle est essentiellement de langue allemande, soit notamment: HUBER, *supra* note 20, p. 354-376; DIETER ZOBL et STEFAN KRAMER, *Schweizerisches Kapitalmarktrecht*, (Schulthess 2004), p. 96-105; ALOIS RIMLE, *Recht des schweizerischen Finanzmarktes, Ein Gühriss für die Praxis*, (Schulthess 2004), p. 274-276; MARTIN TAUFER, *Allgemeine Bemerkungen über die Ad hoc-Publizitätsvorschrift nach Artikel 72 des Kotierungsreglements der Schweizer Börse (SWX)*, in: 9 PJA (2000), p. 1122; WOLFGANG WIEGAND, *Ad-hoc-Publizität und Schadenersatz*, in: *FS für Jean-Paul Chappuis, Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht*, Zürich 1998. Il faut cependant signaler l'ouvrage en anglais de CHRISTOPH BRUNNER, *Liability of Publicly Held Corporations for a Violation of a Duty to Disclose, in Particular the «Ad Hoc Publicity»* (Staempfli 1998), lequel compare la législation suisse et américaine.

⁹¹ Cf. MARTIN TAUFER, *supra* note 90, chapitre 2.3, p. 1126.

⁹² Voir le résumé des positions par HUBER, *supra* note 20, p. 374-375; TAUFER, p. 1126-27 et 1128-29.

⁹³ Selon DIETER ZOBL et STEFAN KRAMER: «*Funktionsschutznormen weisen demgegenüber keine Schutznormqualität auf, da der Anlegerschutz in diesem Zusammenhang lediglich Mittel zum Zweck darstellt. Die Pflicht zur Ad hoc-Publizität bezweckt nach der hier vertretenen Ansicht in erster Linie die Gewährleistung eines effizienten Kapitalmarktes und weist keinen Individualschutzcharakter auf. Die Verpflichtung zur Ad hoc-Publizität kann deshalb nicht als Schutznorm im Sinne von Art. 41 I OR angerufen werden*». *Supra* note 90, point 280, p. 102-103. Cf. aussi HUBER, note 20, p. 356, point 1.

⁹⁴ Cf. TAUFER, p. 1127-28; BRUNNER, p. 120-124. Les organes de l'émetteur peuvent répondre sur la base de l'art. 752 CO, tandis que l'art. 72 RC ne vise directement que la société cotée.

rejetée au motif qu'il n'y a généralement pas de rapport suffisamment direct entre la société et l'investisseur lésé⁹⁵.

La plupart des commentateurs s'accordent toutefois pour dire que, si l'émetteur s'est rendu coupable d'une violation de l'art. 152 CP⁹⁶, une action privée du lésé est alors possible⁹⁷. Or, les conditions de cette disposition (faux renseignements sur des entreprises commerciales) ne sont pas si différentes de celles de l'art. 72 RC, si ce n'est que l'art. 152 CP exige que l'auteur ait agi intentionnellement⁹⁸, alors que l'art. 72 RC punit déjà la simple négligence⁹⁹. Une deuxième différence est que l'art. 152 CP ne crée pas un devoir d'information, mais interdit simplement la fourniture de faux renseignements; toutefois, cette différence est moins significative qu'on pourrait l'imaginer, car la doctrine estime que l'art. 152 CP punit également le silence si celui-ci est de nature à induire en erreur¹⁰⁰. Une responsabilité civile basée sur l'art. 152 CP se rapprocherait ainsi de celle du droit américain, lequel insiste sur le caractère quasi-intentionnel de la fraude et n'impose pas une obligation toute générale d'informer (cf. chapitre II.B.1. ci-dessous).

Dans le dernier chapitre de ses anciennes Notes, la SWX effleurait la problématique du droit d'action privé. Elle relevait que la réglementation qui découle de l'art. 72 RC vise bel et bien «à protéger le patrimoine des investisseurs»¹⁰¹. Elle en déduisait que la responsabilité civile de l'émetteur «ne peut en tout cas pas être exclue a

⁹⁵ Cf. par ex. HUBER, *supra* note 20, p. 376; ZOBL et KRAMER, p. 103-104; TAUFER, p. 1130-31. En outre, il serait délicat d'invoquer la théorie de la «fraud-on-the-market» dans le cadre d'une responsabilité fondée sur la confiance, de sorte que cette responsabilité serait alors rarement mise en œuvre. S'agissant de la responsabilité *contractuelle*, elle peut facilement être exclue vu l'absence de rapport contractuel entre l'émetteur et l'investisseur. Cf. TAUFER, chapitre 2.2, p. 1126.

⁹⁶ Cette disposition a fait l'objet en 1995 d'une révision visant à élargir sa portée. Cf. Message du Conseil fédéral du 24 avril 1991, FF 1991 II p. 1002-1005.

⁹⁷ Cf. ZOBL et KRAMER, *supra* note 90, p. 103 et 105. Le même raisonnement ne peut pas être tenu lors d'une violation de l'art. 161^{bis} CP (manipulation des cours), car cette norme est réputée protéger un intérêt *collectif*, et non les intérêts des investisseurs particuliers. Cf. PETER NOBEL, *Swiss Finance Law and International Standards*, p. 884-885 (Staempfli 2002).

⁹⁸ Un dessein d'enrichissement illégitime n'est en revanche pas nécessaire.

⁹⁹ Sur les rapports entre l'art. 72 RC et l'art. 152 CP, voir notamment les anciennes Notes de la SWX, p. 17, point (iii) et BRUNNER, *supra* note 90, p. 126.

¹⁰⁰ Selon le commentaire de BERNARD CORBOZ: «on vise ainsi toute information qui ne correspond pas à la vérité. Il n'est pas nécessaire de présenter un fait faux; il suffit de présenter une version tronquée de la réalité, en omettant de mentionner une partie de celle-ci». Les infractions en droit suisse, Volume I, p. 354 (Staempfli 2002). Voir aussi la page 17, point (iii), des anciennes Notes de la SWX.

¹⁰¹ Anciennes Notes, p. 19.

priori»¹⁰². Elle signalait au demeurant avoir requis un avis de droit (non publié) sur ce point, lequel avait confirmé la possibilité d'une telle responsabilité¹⁰³. La SWX s'abstenait toutefois de prendre personnellement position. L'actuel commentaire de la DPE n'évoque plus du tout ce thème.

ii. Les avantages et les inconvénients d'une responsabilité civile

Admettre ou non une responsabilité civile des émetteurs a ses avantages et inconvénients que l'on peut évaluer en se référant au droit américain. Celui-ci défend le principe de l'action privée de l'investisseur en raison de son effet dissuasif sur les sociétés cotées¹⁰⁴. L'autorité boursière ne peut ni détecter chaque infraction à l'obligation d'informer, ni agir contre chaque société soupçonnée d'une violation; au contraire, elle n'appréhende que les violations les plus manifestes ou alors des manquements essentiellement formels. De plus, la menace que représente pour les émetteurs une éventuelle sanction administrative est relativement faible. Le risque réputationnel est minime, du moins lorsque l'émetteur peut raisonnablement plaider avoir agi par erreur. Dans ces circonstances, octroyer un droit d'action aux investisseurs change radicalement la donne; il est donc raisonnable de supposer que la menace d'actions civiles déboucherait sur un respect accru de l'art. 72 RC¹⁰⁵.

Cependant, consacrer une telle responsabilité civile suspend une épée de Damoclès au-dessus de l'émetteur. Chaque variation significative du cours boursier invite les investisseurs ayant subi une perte, voire un gain manqué¹⁰⁶, à examiner si une éventuelle violation de l'art. 72 RC ne fonderait pas une obligation de réparer. Si le dommage peut être établi simplement sur la base de la différence de cours (avant

¹⁰² Ibidem.

¹⁰³ Ibidem.

¹⁰⁴ Le droit d'action privé n'est pas consacré explicitement dans la législation, mais a été reconnu depuis le début des années 70 par la Cour Suprême. Cf. *Supt. of Insurance v. Bankers Life & Cas. Co.*, 404 U.S. 6 (1971); DANIEL S. BOYCE, *Pleading Scienter Under the Private Securities Litigation Reform Act of 1995: A Legislative Attempt at Putting Teeth Into the Required State of Mind*, in: 35 *New England Law Review* 761, p. 767 (2001), <http://www.nesl.edu/lawrev/vol35/3/boyce.pdf>.

¹⁰⁵ Reste à savoir dans quelle mesure l'art. 72 RC est aujourd'hui respecté; une évaluation empirique de ce point fait défaut.

¹⁰⁶ En droit américain, des investisseurs peuvent également se plaindre que la dissimulation d'une bonne nouvelle, par exemple une future fusion, les a conduit à vendre leurs titres trop tôt. De telles actions en réparation du gain manqué restent toutefois rares. Voir cependant *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), en particulier l'opinion minoritaire.

et après la fourniture de l'information)¹⁰⁷ et si les investisseurs sont en droit de consolider leurs actions (par exemple, en droit suisse, par le biais de cessions¹⁰⁸), le risque judiciaire de l'émetteur devient vite majeur.

Aux Etats-Unis, malgré les efforts du Congrès pour empêcher les actions dénuées de mérite¹⁰⁹, environ 200 «*class actions*» sont déposées chaque année¹¹⁰. Un peu plus de 2% de toutes les sociétés cotées sont ainsi attirées en justice¹¹¹. Le secteur pharmaceutique a subi une nette augmentation de ce type de plaintes: de 6% (du total des plaintes, tous secteurs confondus) en 2001 à 15% en 2003¹¹². Dans ce secteur, une dizaine de jugements ont été rendus aux Etats-Unis rien qu'en 2004; depuis 2000, on recense plus de trente décisions de ce type.

Le pourcentage d'actions rejetées au stade préliminaire laisse penser que bon nombre d'entre elles s'apparentent à une forme d'extorsion: la société accepte de payer plutôt que de devoir faire face aux coûts et aux pertes de temps liés à un procès. Selon les statistiques disponibles portant sur l'ensemble des litiges (donc non limitées au domaine pharmaceutique), environ 60% des motions des défendeurs sont

¹⁰⁷ Sur le lien de causalité entre la violation de l'obligation d'informer et le dommage, voir le chapitre II.B.2 ci-dessous, lequel est cependant loin d'épuiser la question du calcul des dommages.

¹⁰⁸ En tout cas en théorie, les différents investisseurs lésés pourraient céder l'ensemble de leurs droits à une personne qui mènerait ensuite l'action en justice.

¹⁰⁹ En décembre 1995, surmontant le veto du Président Clinton, le Congrès américain a adopté le PSLRA précisément à cette fin. Cette loi, en exigeant des demandeurs qu'ils fournissent notamment la preuve de l'intention ou de la négligence grave («*scienter*») de l'émetteur, aboutit au rejet d'un grand nombre de plaintes. Les avis sont partagés sur la question de savoir si les plaintes ainsi rejetées le sont à tort ou à raison. Cf. généralement, JOHNSON ET AL., *Do the Merits Matter More? Class Actions under the Private Securities Litigation Reform Act*, (septembre 2002), <http://repositories.cdlib.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1069&context=blewp>; WILLIAM S. LERACH, *The Private Securities Litigation Reform Act of 1995 – 27 Months Later*, in: 76 *Washington University Law Quarterly* 597 (1998), <http://law.wustl.edu/WULQ/76-2/762-597.pdf>.

¹¹⁰ Selon Cornerstone Research, le chiffre exact pour l'année 2002 est 225 et, pour 2003, 175. Ces chiffres n'incluent pas les actions atypiques (à savoir les actions liées à des IPO, ou à l'encontre de fonds de placement et d'analystes financiers). Ils ont tendance à fluctuer inversement à l'évolution des cours boursiers. Cornerstone Research, *Securities Class Action Case Filings, 2003: A Year in Review* (2004), p. 2 et 3, http://securities.stanford.edu/clearinghouse_research/2003_YIR/2003051104.pdf. Voir aussi les statistiques figurant dans l'étude de RICHARD PAINTER, *supra* note 21.

¹¹¹ *Ibidem*, p. 4. Sur les facteurs qui influent sur le risque d'être actionné, voir JOHNSON, *supra* note 109.

¹¹² Cf. PRICEWATERHOUSECOOPERS, *2003 Securities Litigation Study*, (2004), p. 5, http://www.10b5.com/2003_study.pdf [ci-après: PWC].

acceptées en tout ou partie¹¹³. Lorsque les investisseurs parviennent à poursuivre leur action au-delà de cette motion préliminaire, la société défenderesse choisit généralement de négocier un arrangement à l'amiable¹¹⁴. Les dommages-intérêts alors payés par la société défenderesse ainsi que les autres coûts de ces procédures, notamment les frais d'avocats, sont en fin de compte répercutés sur l'ensemble des actionnaires actuels de la société; d'une certaine façon, on peut dire que les actionnaires passés font payer les actionnaires actuels¹¹⁵.

La société confrontée à la menace d'une «*class action*» est amenée à pratiquer une politique d'information «défensive». Elle évitera par exemple de trop informer, pour ne pas se voir reprocher de n'avoir pas tenu à jour l'information. Elle adjoindra à toutes ses déclarations des «*disclaimers*» sophistiqués¹¹⁶, mais rarement lus. Paradoxalement, le risque est d'aboutir à moins d'information, et donc moins de transparence sur le marché.

iii. Appréciation du risque juridique

Malgré l'absence de jugements suisses sur la publicité événementielle, la possibilité d'actions en justice demeure et on peut même supposer que ce risque aille croissant. Plusieurs raisons laissent envisager une telle évolution.

Premièrement, les exigences imposées par les autorités boursières sont en augmentation ce qui multiplie les risques d'une violation¹¹⁷. Deuxièmement, dans la mesure où les actions déposées par des

¹¹³ Le taux exact varie entre 60 et 66%; en revanche, seules 18% de ces motions aboutissent au rejet *entier et définitif* des plaintes des investisseurs. Cf. MICHAEL A. PERINO, *Did the Private Securities Litigation Reform Act Work?* in: 4 *University of Illinois Law Review* 913 (2003), p. 937, http://home.law.uiuc.edu/lrev/publications/2000s/2003/2003_4/perino.pdf.

¹¹⁴ La valeur moyenne de ces transactions à l'amiable («*settlements*»), soit au total 117 en 2003, était de \$23.2 millions en 2002, chiffre en nette augmentation par rapport à 2002. Cf. PWC, *supra* note 112, p. 8. Pour un exemple d'offre de «*settlement*» dans une «*class action*», voir la «*notice*» dans l'action contre ViroPharma, http://www.whafh.com/modules/case/docs/2224_cid_3_ViroPharma%20Settlement%20Notice.pdf. Cf. plus généralement 15 U.S.C. § 78u-4(a).

¹¹⁵ «*Those settlements often benefit former shareholders at the expense of current ones. In effect, they can amount to little more than a transfer payment with enormously high transaction costs in the form of a large contingency fee award.*» Cf. PERINO, *supra* note 113, p. 921.

¹¹⁶ Sur les «*disclaimers*» pour «*forward-looking statements*», voir le chapitre II.B.4. ci-dessous.

¹¹⁷ Par exemple, la Commission fédérale des banques (CFB) est en passe de préciser les exigences découlant de la LBVM à charge des négociants en valeurs mobilières. Cf. projet de circulaire relatif aux règles de surveillance sur les comportements abusifs sur le marché (Règles sur les abus de marché), (projet de décembre 2003); http://www.ebk.admin.ch/f/archiv/2003/20031216/rs031216_01f.pdf.

investisseurs devant les tribunaux américains aboutissent régulièrement à des jugements ou à des transactions extrajudiciaires favorables, cette opportunité n'échappera pas aux investisseurs suisses, qui seront incités à adopter des tactiques similaires¹¹⁸. Troisièmement, la SWX a exigé, avec effet au 1^{er} juillet 2005, que la direction des sociétés cotées révèle ses transactions sur les valeurs mobilières de la société¹¹⁹. Or, si des investisseurs devaient apprendre que des dirigeants de la société ont vendu leurs propres titres peu avant la survenance d'un fait ayant entraîné une chute brutale du cours boursier, ils y verraient sans doute un délit d'initié, une fraude ainsi que la preuve de la mauvaise foi de la société à leur égard. Enfin, dans le domaine pharmaceutique, les récents retraits ont focalisé l'attention sur la sécurité des médicaments et la transparence du processus d'autorisation; cela a encore accru le besoin d'information. De surcroît, ces informations sont perçues comme très sensibles, car elles ne touchent pas seulement les investisseurs, mais aussi les patients, leurs proches et plusieurs autorités. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle la Food and Drug Administration (FDA) et la Securities and Exchange Commission (SEC) ont décidé en 2004 de collaborer dans l'examen de la véracité des déclarations des sociétés pharmaceutiques¹²⁰.

B. Aspects-clé de droit américain

A supposer qu'une responsabilité civile de l'émetteur existe, il faut encore se demander à quelles conditions le droit suisse la soumettrait. On peut partir de l'idée que les principes issus de l'art. 41 CO sont applicables et que, par conséquent, le demandeur devrait en tout cas apporter la preuve que:

- a) la société défenderesse a *violé* une de ses obligations issues de l'art. 72 RC;

¹¹⁸ D'ores et déjà, des études d'avocats américaines démarchent la clientèle suisse.

¹¹⁹ Communiqué de presse de la SWX du 5 octobre 2004, http://www.swx.com/media_releases/2004/media20041005_fr.pdf; nouvel art. 74a RC, http://www.swx.com/download/admission/regulation/rules/rev_74a_81_fr.pdf. Le seuil à partir duquel l'obligation d'informer naît et le rapport correspondant est publié est de CHF 100'000 par mois.

¹²⁰ Cf. Communiqué de presse de la SEC du 5 février 2004, SEC and FDA Take Steps to Enhance Inter-Agency Cooperation, <http://www.sec.gov/news/press/2004-13.htm>; CAROLYNE R. HATHAWAY ET AL., *FDA-SEC Initiative May Signal Increased Scrutiny of Investor Communications*, in: *Pharmaceutical Law & Industry Report* (2003), http://www.lw.com/resource/Publications/_pdf/pub940_1.pdf. A noter que la SEC dispose de pouvoirs nettement plus importants que les investisseurs-demandeurs; en particulier, la société cotée ne peut se défendre contre une action de la SEC en invoquant un «*safe harbor*». A ce sujet, voir FISHER, *supra* note 25, p. 138-139.

- b) cette violation est la *cause du dommage* subi par l'investisseur-demandeur (existence d'un dommage¹²¹ et lien de causalité);
- c) la société, par le biais de ses organes, a agi *fautivement*.

Comme le droit américain connaît à peu près les mêmes conditions¹²², il est instructif d'examiner comment il les a interprétées.

1. *Le fait doit être matériel*

Contrairement au droit boursier suisse, la réglementation américaine n'impose pas aux sociétés cotées une obligation générale de révéler immédiatement tout fait nouveau important¹²³. Si elle interdit explicitement toute déclaration fautive ou susceptible d'induire en erreur, elle n'introduit pas à proprement parler un devoir d'informer des faits susceptibles d'affecter le cours boursier¹²⁴. Par conséquent, le silence total est en théorie permisible¹²⁵. C'est au demandeur qu'il incombe de prouver que la société, dans le cas concret, avait bel et bien «*an affirmative duty to disclose that information*»¹²⁶.

Une telle obligation peut naître lorsque des «*insiders*» de la société vendent et achètent ses titres sur la base d'informations non communiquées au public¹²⁷. Elle existe aussi lorsqu'une information précédemment fournie est devenue dépassée avec pour effet d'induire en erreur les investisseurs («*misleading statements*»)¹²⁸; la société est

¹²¹ La preuve du dommage et son calcul posent des difficultés particulières. Le droit américain a élaboré des théories économiques complexes pour chiffrer le dommage à réparer. Les décrire irait au-delà du cadre fixé à cet article.

¹²² Les cinq conditions en droit américain d'une responsabilité civile (selon la Section 10(b) en conjonction avec la Règle 10b-5) sont: «1) *misrepresentation or material omission*; 2) *materiality*, 3) *scienter*, 4) *reliance* and 5) *causation*».

¹²³ «*We note that a corporation does not have an independent duty to disclose all good or bad news that may influence its stock price. [...] firms are entitled to keep silent (about good news as well as bad news) unless positive law creates a duty to disclose. A duty to disclose is created when additional information is necessary to rectify 'incomplete disclosures' or 'half-truths'*». In re Guidant Corp. Sec. Lit., 2004 U.S. Dist. LEXIS 22809, p. 47-48 (S.D.Ind. 2004).

¹²⁴ Bien entendu, les sociétés restent tenues de soumettre des rapports annuels et périodiques, lesquels doivent contenir toute une série d'informations. Cependant, il ne s'agit pas là de publicité événementielle à proprement parler.

¹²⁵ Un «pas de commentaire» est jugé équivalent au silence.

¹²⁶ Cf. par ex. Oran v. American Home Products, *supra* note 74.

¹²⁷ Ibidem.

¹²⁸ La portée de l'obligation de mettre à jour est limitée; elle ne vise que les cas où la déclaration passée a été formulée de telle façon qu'elle couvre également des faits futurs. Une déclaration qui clairement ne couvre que des faits historiques (par exemple, les résultats de l'année précédente) n'a normalement pas besoin d'être mise à jour, car elle restera toujours vraie en ce qui concerne ces faits historiques. Il en va différemment si la société déclarait par exemple: «sur la base des essais achevés, nous considérons disposer d'une base solide pour obtenir l'AMM d'ici 9 mois», puisque cette déclaration crée justement des attentes pour le futur.

alors tenue de mettre à jour l'information. La jurisprudence considère alors qu'il ne s'agit plus d'une situation de «silence total». Or, au cours de la vie d'une société, il est rare que celle-ci ne se soit pas, au moins une fois, exprimée dans le domaine en cause.

Dans la mesure où une obligation d'informer est retenue, elle ne porte alors que sur des faits *matériels*. Le test classique — appelé «*materiality*» — est celui de savoir s'il existe «*a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the 'total mix' of information made available*»¹²⁹. L'accent n'est pas tant mis sur l'influence prévisible sur le cours boursier, mais plutôt sur les attentes des investisseurs, comme le fait d'ailleurs le nouveau commentaire suisse de la DPE.

2. Rapport de causalité

En droit américain, la preuve du lien de causalité est scindée en deux aspects connexes: «*reliance*» et «*causation*»¹³⁰. Tout d'abord, le demandeur doit s'être fié aux déclarations inexactes de l'émetteur pour prendre sa décision d'investissement; ensuite, la révélation subséquente de la vérité doit être à l'origine de la baisse du cours et donc du dommage subi¹³¹.

La preuve de la première condition est facilitée car le demandeur peut invoquer la théorie de la «*fraud-on-the market*»¹³² qui crée une présomption réfragable en faveur de la «*reliance*». Selon cette doctrine économique, le prix d'un instrument financier reflète à tout moment toutes les informations disponibles au sujet de la société concernée; seuls les faits qui ne sont pas connus du marché ne sont pas reflétés dans le prix; de plus, dès qu'un nouveau fait est divulgué, il est immédiatement intégré dans le nouveau cours boursier. Par conséquent, les investisseurs peuvent partir du principe qu'ils achètent au «juste» prix. Parce qu'ils peuvent se fier au prix du marché, ils

¹²⁹ Cf. TSC Industries Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976).

¹³⁰ Pour être plus précis, le droit américain exige deux types de «*causation*»: «*transaction causation*» (ou «*reliance*»), d'une part, et «*loss causation*» (rapport de causalité entre le fait reproché et la perte subie), d'autre part. De surcroît, la preuve de la «*loss causation*» ne dispense pas d'apporter également de la preuve du dommage, dont le calcul obéit à des règles techniques sophistiquées.

¹³¹ Si d'autres raisons expliquent la chute du cours, la condition de la «*loss causation*» n'est pas satisfaite. Toutefois, les différentes cours d'appel fédérales sont partagées sur les exigences de preuve à fournir.

¹³² Cette doctrine est issue de la théorie dite «*efficient market hypothesis*», raison pour laquelle elle ne s'applique pas lorsque le marché sur lequel le titre est négocié n'est justement pas un marché «efficace». Cf. Basic v. Levinson, *supra* note 106; In re Andrx, *supra* note 74, p. 1365-66; In re Emphyrean Bioscience, Inc. Sec. Lit., 255 F.Supp. 2d 751 p. 761-762 (N.D. Oh. 2003).

n'ont pas besoin d'étudier les déclarations de la société ou les rapports financiers la concernant.

Seulement, si la société a caché des faits importants, le prix du marché cesse d'être le prix «juste»: il est artificiellement élevé si la société a caché de mauvaises nouvelles et exagérément bas si la société a dissimulé de bonnes nouvelles. Le 9^{ème} circuit des Cours d'appel fédérales avait estimé que la violation des devoirs d'information causait automatiquement un dommage économique à réparer, sans qu'il faille prouver le lien de causalité¹³³. La Cour Suprême, dans un jugement d'avril 2005, vient de s'opposer catégoriquement à cette thèse; elle place à nouveau le fardeau de la preuve du dommage et de son lien de causalité sur l'investisseur¹³⁴.

3. *Faute et intention*

Pour mettre fin aux abus causés par des actions en justice apparentées à de l'extorsion¹³⁵, le législateur américain a délibérément renforcé en 1995 le degré de faute à prouver afin de mettre en œuvre la responsabilité civile de l'émetteur. Selon l'exigence appelée «*scienter*», le demandeur doit prouver soit l'intention, soit une négligence grave qui confine à l'intention¹³⁶. Le demandeur doit établir ce niveau d'intention au stade préliminaire, avant même de pouvoir entreprendre les

¹³³ La version extrême de cette jurisprudence avait été consacrée dans la décision *Broudo v. Dura Pharms., Inc.*, 339 F.3d 933, p. 938 (9th Cir. 2003). Cependant, cette position était minoritaire parmi les cours fédérales. Voir le commentaire par DAVID M. BRODSKY et JEFF G. HAMMEL, *The Fraud on the Market Theory and Securities Fraud Claims*, in: 230 *New York Law Journal* (24 octobre 2003), http://www.lw.com/resource/publications/_pdf/pub835.pdf. Cf. aussi PAMELA S. PALMER et J. CHRISTIAN WORD, *The Errors in the Ninth Circuit's Loss Causation Decision*, Latham & Watkins, Newsletter 8 (2004), http://www.lw.com/resource/Publications/_pdf/pub1105_1.pdf. Sur les difficultés en rapport avec le calcul des dommages, voir aussi LANGEVOORT, *supra* note 43, p. 54-62.

¹³⁴ La décision de la Cour Suprême dans *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* est disponible sur <http://supct.law.cornell.edu/supct/pdf/03-932P.ZO>. Pour la Cour Suprême, la solution prônée par le 9^{ème} circuit «*would tend to transform a private securities action into a partial downside insurance policy [for investors]*».

¹³⁵ «*The purpose of this heightened pleading requirement was generally to eliminate abusive securities litigation and particularly put an end to the practice of pleading 'fraud by hindsight'*». Cf. notamment In re ICN, *supra* note 11, p. 1060.

¹³⁶ Le demandeur doit «*state with particularity facts giving rise to a strong inference that defendant acted with the required state of mind*». Cf. Rule 9(b) Federal Rule of Civil Procedure et le PSLRA (15 U.S.C. § 78u-4(b)(2)). «*The Supreme Court has defined scienter as 'a mental state embracing intent to deceive, manipulate, or defraud.'*» Le «*scienter*» comprend à la fois un comportement intentionnel («*conscious behavior*») et la «*recklessness*» qui peut être définie comme une conduite «*which is highly unreasonable and which represents an extreme departure from the standards of ordinary care to the extent that the danger was either known to the defendant or so obvious that the defendants must have been aware of it*». Cf. In re Bayer, *supra* note 23, p. 21-22.

enquêtes («*discovery*»)¹³⁷. En effet, la société défenderesse commence toujours par soulever une motion préliminaire tendant au rejet de l'action¹³⁸; elle soutient principalement que les demandeurs n'ont pas satisfait à leur fardeau de la preuve. Si le tribunal se rallie à la motion, il rejette l'action au stade préliminaire, sans examen au fond, sans «*discovery*» et sans la soumettre à un jury.

Or, la jurisprudence se montre sévère dans l'appréciation de cette preuve¹³⁹. La preuve de la faute ne peut être simplement dérivée des faits reprochés, car les tribunaux admettent assez aisément qu'une société puisse commettre des erreurs et donc violer la loi par négligence¹⁴⁰. Il s'ensuit qu'un pourcentage élevé d'actions échouent au motif que la condition du «*scienter*» n'a pas été satisfaite¹⁴¹.

4. L'exception pour les déclarations prévisionnelles

Le *Private Securities Litigation Reform Act* (PSLRA) de 1995 a créé un «*safe harbor*» pour les annonces *prospectives* (orales ou écrites) accompagnées d'un «*forward-looking statement*» («*disclaimer*» ou «*cautionary language*»)¹⁴². Ce «*disclaimer*» doit avertir les investis-

¹³⁷ Le «*discovery*» est mené par les parties elles-mêmes et est particulièrement incisif. Parce que les demandeurs (investisseurs privés) n'ont pas droit au «*discovery*» tant que leur plainte n'a pas survécu à la «*motion to dismiss*», il leur est très difficile d'apporter l'offre de preuve exigée par le PSLRA, et notamment celle du «*scienter*» (soit le degré de faute requis par la loi). Cf. par ex. HILLARY A. SALE, *Heightened Pleading and Discovery Stays: An Analysis of the Effect of the PSLRA's Internal-Information Standard of '33 and '34 Act Claims*, in: 76 *Washington University Law Quarterly* 537 (1998), <http://law.wustl.edu/WULQ/76-2/762-537.pdf>.

¹³⁸ Cf. note 21 *supra*.

¹³⁹ Souvent, les tribunaux accueillent un raisonnement par l'absurde du type: pourquoi la société aurait caché délibérément tel ou tel fait puisque tôt ou tard ce fait resurgirait et la société en subirait des conséquences d'autant plus néfastes qu'elle a tardé à le divulguer.

¹⁴⁰ Le «*scienter*» peut être démontrée de multiples manières, et notamment à l'aide d'indices (par ex. des transactions suspectes sur des titres de la société par des «*insiders*» juste avant l'annonce de la mauvaise nouvelle). Cf. In re *Empyrean*, *supra* note 132, p. 760. La preuve doit être établie individuellement pour chacune des personnes physiques (organes de la société) attraites en tant que défenderesses. Les tribunaux ont cependant explicitement rejeté une série d'autres indices (par ex. un haut niveau de rémunération des administrateurs et directeurs) comme insuffisants pour prouver le «*scienter*». Les différentes cours d'appel fédérales («*circuits*») ont développé en tout cas trois approches distinctes pour déterminer si la preuve du «*scienter*» a été fournie, engendrant une certaine insécurité juridique sur le standard à appliquer. De même, ces cours varient dans le degré de «*recklessness*» exigé, avec le 9^{ème} «*circuit*» ayant pratiquement éliminé cette possibilité en exigeant une négligence quasi-intentionnelle (par ex. «*deliberate recklessness*»).

¹⁴¹ Le rejet de la plainte est souvent provisoire, le juge ayant accordé un «*leave to amend*», c'est-à-dire la possibilité pour les demandeurs de compléter leur plainte de manière à surmonter le fardeau de la preuve.

¹⁴² Cf. 15 U.S.C. § 78u-5.

seurs des principaux risques qui, s'ils se réalisaient, rendraient incorrects les pronostics contenus dans l'annonce initiale. Si les risques mentionnés sont trop généraux, le «*disclaimer*» n'opère pas¹⁴³. En revanche, si le «*disclaimer*» décrit correctement les risques *spécifiques* au fait communiqué, la société ne peut légalement être tenue responsable si ces risques ou d'autres similaires qui n'auraient pas été mentionnés surviennent et que son pronostic tombe alors à faux. La société bénéficie de cette exonération de responsabilité quand bien un émetteur raisonnable placé dans les mêmes circonstances n'aurait *pas choisi* d'annoncer un tel pronostic. Elle profite donc du «*safe harbor*» même si sa conduite a été imprudente.

En revanche, ce «*safe harbor*» n'est plus disponible si la société savait, au moment de son annonce, que le fait soit était déjà faux¹⁴⁴, soit ne se réaliserait pas. Autrement dit, la société ne peut tirer parti du «*safe harbor*» pour mentir délibérément.

Une société n'est tenue de mettre à jour l'information contenue dans son «*forward-looking statement*» que si elle découvre des faits qui établissent que son pronostic était déjà faux au moment où il a été émis¹⁴⁵. En revanche, si des faits subséquents rendent (par la suite) le pronostic faux, il n'y a — en principe — pas d'obligation de le corriger¹⁴⁶.

Le droit suisse ne prévoit pas explicitement de «*safe harbor*»¹⁴⁷.

¹⁴³ Cf. par ex. In re Amylin Pharmaceuticals, Inc. Sec. Lit., 2003 U.S. Dist. LEXIS 7667 p. 26-27 (S.D.Cal. 2003). Sur le niveau de précision nécessaire du «*disclaimer*»: cf. Asher v. Baxter International Inc. 377 F.3d 727, p. 729 (7th Cir. 2004).

¹⁴⁴ Cela sous-entend qu'il ne s'agissait pas à proprement parler d'un fait futur. La jurisprudence américaine applique souvent les règles du «*safe harbor*» à l'ensemble d'une déclaration prévisionnelle, même si certaines parties de celle-ci ne contiennent pas de prédictions futures. Cf. par ex. In re Columbia Laboratories, Inc. Sec. Lit., 144 F. Supp. 2d 1362, p. 1368 (S.D.C.Flo. 2001). En pratique, il peut être difficile de déterminer si un fait vise le futur ou le présent (par ex. «nous pensons que notre stratégie de R&D porte ses fruits»). Cf. également Harris v. IVAX Corp., 998 F. Supp. 1449, p. 1453 (S.D.Flo. 1998). Pour renforcer les chances de leur action en justice, les demandeurs tentent souvent de requalifier une prédiction portant sur un fait futur en une omission d'un fait passé. A ce sujet voir FISHER, *supra* note 25, p. 126 et 137.

¹⁴⁵ Cf. généralement 15 U.S.C. § 78u-5(d).

¹⁴⁶ Très exceptionnellement, il peut y avoir obligation de corriger le pronostic devenu faux si son maintien tel quel est de nature à induire en erreur. Cf. RICHARD A. ROSEN, *The Statutory Safe Harbor for Forward-Looking Statements After Two and a Half Years: Has It Changed the Law? Has It Achieved What Congress Intended?* in: 76 *Washington University Law Quarterly* 645, p. 666-67 (1998), <http://law.wustl.edu/WULQ/76-2/762-645.pdf>.

¹⁴⁷ A titre comparatif, si l'autorité boursière anglaise ne consacre pas de «*safe harbor*», elle recommande néanmoins aux sociétés biotechnologiques l'usage de «*disclaimers*», qu'elle appelle «*health warnings*». Point 26 du «*PSI Guide*» émis par la UK Listing Authority, *Guidance on the dissemination of price sensitive information*, (avril 2002), p. 37, http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_guidance-app2-3.pdf [ci-après: *PSI Guide*].

C. Les devoirs d'informer des sociétés pharmaceutiques

1. Aperçu des politiques actuelles des sociétés pharmaceutiques

Avant d'aborder l'analyse juridique, il est intéressant d'examiner la pratique des sociétés pharmaceutiques cotées en Suisse en matière de publicité événementielle. On constate que ces sociétés annoncent régulièrement les résultats de leurs essais cliniques de phases II et III¹⁴⁸ ainsi que toute AMM reçue d'une autorité nationale d'envergure, notamment la FDA et l'European Medicines Agency (EMA).

Leurs communiqués de presse décrivent les études cliniques avec passablement de détails. Sont généralement indiqués: le titre de l'étude, le nombre de sujets de recherche, les lieux où elle a pris place, les critères d'évaluation et les dosages administrés. Les résultats chiffrés des études sont résumés, parfois même avec les paramètres statistiques nécessaires à leur interprétation. Le profil d'effets secondaires est brièvement décrit (par exemple, «comparables au placebo», «similaires à ceux mis à jour par de précédentes études»). L'annonce est généralement accompagnée d'un commentaire du type «résultats prometteurs»¹⁴⁹.

La plupart des sociétés pharmaceutiques cotées en Suisse — mais pas toutes — incorporent des «*disclaimers*» à leurs communiqués de presse¹⁵⁰. Ces «*disclaimers*» sont censés viser les déclarations prévisionnelles («*forward-looking statements*») ¹⁵¹; ils mettent en garde les investisseurs quant aux risques qui peuvent empêcher la réalisation de la prévision. Toutes les sociétés ne prennent pas la peine de

¹⁴⁸ Les essais de phase I sont rarement annoncés car ils n'apportent que peu d'informations sur la sécurité et l'efficacité du médicament. Certaines sociétés biotechnologiques les annoncent cependant pour signaler au marché que le développement clinique a débuté.

¹⁴⁹ Parmi les commentaires du même acabit, on peut citer: «*notable and significant improvements*», «*excellent clinical activity*», «*exciting new opportunity*», «*potential as an effective and well-tolerated product*», «*valuable new insights*», «*could offer a new strategy*», «*highly active*», «*new hope for patients*», «*important advancement*», «*significant advantage over existing therapies*», «*moving forward as soon as possible*», «*first of a new class*», «*unique combination of features*», «*potent activity*», «*very encouraging*», «*broad spectrum profile*», «*important step forward*», «*no doubt about the effectiveness*».

Souvent ces commentaires subjectifs sont formulés comme des citations attribuées à un tiers, généralement l'investigateur principal. Cette technique rédactionnelle est à mettre en partie sur le compte des règles sur la publicité, lesquelles interdisent toute promotion d'un médicament non encore autorisé (dans son indication spécifique). Une fois le médicament autorisé, le fabricant doit encore veiller à ne pas faire de publicité *auprès du public* si le médicament n'est disponible que sur prescription.

¹⁵⁰ Sur le «*safe harbor*» qui protège en droit américain certains «*forward-looking statements*», voir chapitre II.B.4. ci-dessus; ROSEN, *supra* note 146, p. 645.

¹⁵¹ En pratique, le «*disclaimer*» est souvent adjoint quel que soit le contenu de l'annonce.

mentionner des risques spécifiques, certaines se contentant d'évoquer une possibilité toute générale de non-survenance. Lorsque des risques spécifiques au développement clinique sont cités, il s'agit en principe de l'impossibilité:

- i) de prédire l'issue d'essais précliniques et cliniques à venir, notamment sur la base d'études précédentes;
- ii) de garantir que les résultats des essais cliniques suffiront à justifier le dépôt d'une demande d'AMM;
- iii) de prédire si et quand la future demande d'AMM sera acceptée par une ou plusieurs autorités nationales;
- iv) de savoir comment un médicament autorisé se vendra.

Les «*disclaimers*» accompagnant les communiqués de presse renvoient parfois à des explications plus détaillées contenues ailleurs¹⁵².

2. *Le parcours du médicament*

Dans le cadre du développement et de la commercialisation de médicaments, l'obligation d'informer présente certaines particularités. La première est que les faits initialement communiqués se situent souvent très en amont de la commercialisation d'un produit et donc des ventes; contrairement à d'autres entreprises commerciales, la société pharmaceutique informe déjà sur des développements (par exemple, les essais cliniques) qui n'auront d'effet sur son chiffre d'affaires que d'ici plusieurs années¹⁵³. La deuxième caractéristique tient au niveau d'incertitude: quand bien même une Phase II réussie est le préalable nécessaire à une Phase III réussie, laquelle est nécessaire pour l'obtention d'une AMM, la réussite de chaque étape laisse pourtant subsister un haut degré de risque quant aux chances de commercialisation et l'impact futur sur le chiffre d'affaires. Même si les investisseurs reçoivent l'information très tôt, leurs attentes sont souvent mises à mal par des imprévus.

En dépit de ces deux caractéristiques, l'information sur le «*pipeline*» de la société pharmaceutique reste capitale pour l'évaluation de ses titres. Contrairement à d'autres secteurs d'activité, le cycle d'un produit pharmaceutique mis sur le marché est plutôt court et prévisible: à une date généralement connue d'avance¹⁵⁴, chaque

¹⁵² Le renvoi est généralement fait, pour les sociétés dont les titres sont aussi cotés sur un marché américain, aux rapports périodiques soumis en la forme 10-K, 10-Q, 20-F ou 8-K.

¹⁵³ Par exemple, l'annonce d'un essai de phase II est souvent séparée de cinq ans de l'annonce du début des ventes.

¹⁵⁴ Aux Etats-Unis, les sociétés souhaitant mettre sur le marché un générique contestent quasi systématiquement la validité des brevets protégeant la préparation originale.

médicament perdra sa protection de brevet et verra ses ventes chuter abruptement en raison de l'arrivée de génériques¹⁵⁵. Comme les produits du «*pipeline*» sont destinés à remplacer au fur et à mesure les médicaments qui perdent leur brevet, connaître les détails du «*pipeline*» est essentiel. Ainsi, l'échec d'un essai de phase III peut avoir un impact plus important que l'invalidation anticipée d'un brevet pour un médicament déjà en fin de parcours.

a. Les essais cliniques: présentation et conception

i. Les erreurs de conception de l'étude

Les investisseurs américains se plaignent souvent que des essais cliniques aient été mal conçus ou mal conduits. Ils reprochent à la société de l'avoir su et de ne l'avoir pas révélé; au contraire, la société aurait continué à affirmer sa foi en son (futur) médicament.

Ce genre d'accusations a peu de chance d'aboutir à un jugement en faveur des demandeurs. Comme l'a observé une cour américaine, les sociétés ne sont pas tenues «*to conduct good science*»¹⁵⁶; une société a le «droit» de rater ses essais cliniques. De tels manquements ne fondent pas à eux seuls la responsabilité civile de la société, et ce quand bien même ces erreurs peuvent avoir pour conséquence la non-autorisation du médicament et une chute du cours boursier. Le demandeur qui se contente de plaider ces faits n'aura en tout cas pas satisfait au fardeau de la preuve en matière de «*scier*»¹⁵⁷.

ii. La cohérence interne

Comme le droit boursier américain n'impose pas une obligation toute générale d'informer (voir ci-dessus II.B.1), une société peut choisir de ne pas révéler du tout comment elle mène ses essais cliniques¹⁵⁸. Elle n'est pas non plus tenue de mettre en évidence les lacunes de son

¹⁵⁵ Cet effet est plus marqué sur le marché américain que sur le marché suisse pour lequel le développement d'alternatives génériques n'est guère profitable. Toutefois, comme le marché-clé au niveau mondial reste le marché américain, ce sont les ventes sur ce marché qui affectent le plus l'évolution du cours boursier d'une société pharmaceutique, même suisse.

¹⁵⁶ In re Sepracor, Inc. Sec. Lit., 308 F. Supp. 2d 20 (D.C.Mass. 2004). Cf. sur les limites de ce «droit»: In re Medimmune, *supra* note 68.

¹⁵⁷ «[S]cier is not satisfied by pleading that a defendant acted incompetently or that he should have known in hindsight that a better designed clinical trial would not have misled investors». Martin v. Maxim, (S.D.Cal. 2003) (appel pendant).

¹⁵⁸ Par exemple, la société n'a pas besoin de révéler les détails de conception de l'étude (avant sa réalisation), ni ses résultats précis (après sa réalisation). Cf. DeMarco v. Depotech Corp., 149 F. Supp. 2d 1212 p. 1227 (S.D.Cal. 2001).

étude; un rapport rédigé dans le jargon médical suffit au demeurant à satisfaire les obligations de la société¹⁵⁹.

Cependant si la société s'engage sur la voie de la communication, elle doit faire preuve de cohérence. Elle ne peut pas annoncer des résultats intermédiaires encourageants, pour ensuite taire le résultat final décevant. De même, si, au début de l'étude, elle a expliqué quel était le critère d'évaluation principal, elle ne peut pas donner les résultats en fonction d'un autre critère, retenu en cours d'étude — généralement en raison de l'échec de l'essai au regard du critère principal¹⁶⁰.

Certaines circonstances requièrent une prudence accrue. C'est le cas lorsque les enjeux sont particulièrement élevés pour la société. Un cas de figure est la compétition entre deux sociétés pour l'approbation d'un médicament orphelin, car la première société à obtenir cette AMM exclura automatiquement l'autre du marché pour plusieurs années¹⁶¹; compte tenu de l'enjeu, la société qui a entrepris de renseigner les investisseurs doit alors veiller à fournir une information complète et régulièrement actualisée¹⁶². Un autre de cas de figure est celui où l'autorité d'enregistrement a fait publiquement connaître des exigences spécifiques pour l'autorisation d'un type donné de médicaments¹⁶³; la société ne doit alors pas laisser entendre qu'elle aurait surmonté cet obstacle lorsque tel n'est pas le cas¹⁶⁴.

¹⁵⁹ Bien entendu, l'emploi des termes techniques doit être exact car les investisseurs sont en droit de s'y fier. Si la signification d'un terme technique est ambiguë, la société a tout intérêt à indiquer explicitement la définition qu'elle a retenue. Sur une étude clinique présentée comme une «*intention-to-treat*», voir In re Medimmune, *supra* note 68, p. 968. Cf. aussi FISHER, *supra* note 25, p. 158.

¹⁶⁰ Un cas classique consiste en de nouvelles analyses statistiques parmi des sous-groupes de sujets de recherche. Effectuées en vue de «sauver» l'étude, elles sont parfois présentées comme s'il s'agissait de l'analyse dictée par le protocole initial d'étude. Cf. In re Biogen Sec. Lit., 179 F.R.D. 25, p. 38 (D.C.Mass. 1997).

¹⁶¹ Les droits européen et américain accordent une exclusivité totale à la première société à obtenir l'AMM pour son médicament orphelin. L'exclusivité dure entre 6 et 10 ans dans l'Union européenne et 7 ans aux Etats-Unis. Elle peut être battue en brèche si la seconde société parvient à prouver que son médicament est néanmoins meilleur que le premier à avoir été approuvé. Cf. art. 8 du Règlement (CE) n° 141/2000 du Parlement européen et du Conseil du 16 décembre 1999 concernant les médicaments orphelins, http://pharmacos.eudra.org/F2/eudralex/vol-1/REG_2000_141/REG_2000_141_FR.pdf; Section 527 of the Orphan Drug Act, (21 U.S.C. § 360cc), <http://www.fda.gov/orphan/oda.htm>.

¹⁶² Cf. In re Transkaryotic Therapies, Inc. Sec. Lit., 319 F. Supp. 2d 152, p. 161 (D.C.Mass. 2004).

¹⁶³ Par exemple, l'autorité annonce que les médicaments contre la maladie X. ne seront pas approuvés s'ils causent un effet secondaire Y.

¹⁶⁴ Cf. In re Sepracor, *supra* note 156, p. 28 et p. 31.

iii. *Les commentaires sur l'étude*

Les cas où la société se risque à interpréter et à commenter ses études cliniques, par exemple en se déclarant enthousiaste et confiante en l'avenir du produit, donnent souvent lieu à des plaintes d'investisseurs. Toutefois, celles-ci aboutissent rarement, car les tribunaux américains ont tendance à considérer ces commentaires comme «*mere corporate puffery*». La «*puffery*» consiste en des déclarations exagérées et quasi-publicitaires; en droit américain, de telles déclarations ne sont pas «*actionable*» si leur caractère exagéré est typique de ce qui se dit sur les marchés¹⁶⁵.

En revanche, une société qui sait que ses essais cliniques sont entachés d'erreur ou n'ont pas fourni les résultats espérés ne peut soutenir explicitement le contraire¹⁶⁶. Si elle peut continuer à affirmer son optimisme en termes généraux¹⁶⁷, elle ne peut faire des déclarations précises fausses ou irréalistes¹⁶⁸. Comme déjà souligné, la protection accordée au «*forward-looking statement*» muni d'un «*disclaimer*» ne s'étend pas aux allégués que la société sait être faux.

Tout pronostic¹⁶⁹ comporte un certain risque, notamment parce qu'il peut donner lieu à une obligation de mise à jour¹⁷⁰. C'est pourquoi,

¹⁶⁵ Un exemple de «*puffery*» serait les déclarations apaisantes destinées à rassurer le marché après une mauvaise nouvelle, du type «ne vous inquiétez pas, la société a d'autres médicaments à un stade avancé de développement». Aux Etats-Unis, des expressions du type «incroyablement bon», «le meilleur de sa catégorie», «un traitement important», «un intérêt phénoménal» relèvent typiquement de la «*puffery*». Cf. In re Viropharma, Inc. Sec. Lit., 2003 U.S. Dist. LEXIS 5623 p. 20-21 (E.D.Penn. 2003). Sur le bien-fondé d'exclure ces déclarations exagérées, voir LANGEVOORT, *supra* note 43, p. 64-66. Il n'est pas certain que cette exception américaine soit bien accueillie en Suisse.

¹⁶⁶ «*If CPI was aware of the insufficiency of the trial, they could not have had an 'honest belief' that the trial would be successful*». In re Cell Pathways, Inc. Sec. Lit., 2000 U.S. Dist. LEXIS 8584, p. 28 (E.D.Penn. 2000).

¹⁶⁷ Ainsi, la société peut dire que le médicament est prometteur, que son développement se poursuit et qu'elle espère obtenir l'AMM.

¹⁶⁸ Par exemple, la société ne peut affirmer que l'essai a confirmé l'efficacité du médicament si l'essai a conclu à l'absence de différences significatives entre le groupe d'essai et le groupe de contrôle.

¹⁶⁹ La notion de pronostic elle-même est interprétée de façon large. Souvent, les demandeurs tentent de plaider qu'une communication sur un fait passé emporte implicitement une garantie pour le fait futur. Par exemple, la société qui annonce que son médicament est «sûr» sur la base des essais cliniques serait tenue de corriger publiquement cette indication lorsque de nouveaux faits font apparaître que le médicament n'est pas «sûr». Cette ligne de raisonnement est généralement rejetée par les tribunaux américains. Dans l'affaire Bayer, la Cour a même relevé que «*disclosure of accurate historical data does not become misleading even if less favorable results might be predictable by the company in the future*». In re Bayer, *supra* note 23, p. 34.

¹⁷⁰ L'existence d'une obligation de mettre à jour («*duty to update*») est controversée. Certaines cours n'admettent qu'une obligation de corriger («*duty to correct*»). Cf. par ex. In re Neopharm, *supra* note 68, p. 29-30; Gallagher v. Abbott Laboratories, 269 F.3d 806, p. 810 (7th Cir. 2001).

autant que possible, la société évitera de donner des estimations précises quant aux dates de faits futurs, surtout si la date est proche dans le temps¹⁷¹. Elle s'abstiendra également d'attribuer des commentaires ou des positions aux autorités (par ex. «ces résultats cliniques satisfont les exigences de la FDA et justifient amplement le dépôt de la demande d'AMM»).

b. Le processus d'autorisation de mise sur le marché

En droit américain, les sociétés pharmaceutiques n'ont pas besoin d'informer leurs investisseurs des échanges en cours avec la FDA¹⁷². Bien entendu, lorsque ce dialogue prend fin, par exemple par le refus d'AMM, il s'agit d'un fait devant normalement être communiqué¹⁷³. Mais tant que le dialogue se poursuit, une société n'a pas besoin de révéler avoir reçu tel ou tel courrier de la FDA attirant son attention sur telle ou telle difficulté.

En revanche, la société n'a pas le droit d'affirmer que la procédure d'AMM n'a rencontré *aucun* obstacle (ou une autre déclaration de ce type) si elle a reçu un commentaire de l'autorité faisant état de graves lacunes¹⁷⁴. Des déclarations générales optimistes (du type, «la société espère obtenir prochainement l'AMM») restent en revanche admissibles, car les investisseurs sont censés savoir que cette décision (ici, l'octroi de l'AMM) n'est pas entre les mains de la société, mais celles d'une autorité tierce¹⁷⁵. Tant que la société n'utilise pas un langage qui *garantit* ce fait futur, les tribunaux américains considèrent que des affirmations générales optimistes n'engagent pas la responsabilité de

¹⁷¹ A ce sujet, voir la position plus flexible de FISHER, *supra* note 25, p. 128-129, 142.

¹⁷² «*Mere questioning by the FDA imposed no duty upon Defendants either to trim back their opinions as to the efficacy of the drug or to report to the public the FDA staffers' question as they arose. [...] Requiring ongoing disclosure of FDA's question would not only be disruptive to the review process; it could easily result in misleading the public more than not reporting the questions.*». In re Medimmune, *supra* note 68, p. 966.

¹⁷³ L'exception serait le cas, peu fréquent en pratique, où la société n'a jamais mentionné ce produit en cours de développement, peut-être parce sa contribution au chiffre d'affaires est tout à fait mineure.

¹⁷⁴ Cf. par ex. In re Amylin, *supra* note 143.

¹⁷⁵ «*While it is true that a 'guarantee' of approval of a product by a federal agency might be actionable, the key word is 'guarantee'. Mere expressions of hope or expectation regarding future approval, not worded as guarantees, are not actionable.*». In re Medimmune, *supra* note 68, p. 964. Cf. aussi In re Bristol-Myers Squibb, *supra* note 11, p. 557-558. L'absence de garantie ne dispense bien évidemment pas la société de s'assurer de la stricte véracité des faits qu'elle annonce. Cf. In re Viropharma, *supra* note 165, p. 17.

la société. Cette position est maintenue quand bien même le rejet ultérieur de l'autorité est catégorique¹⁷⁶.

Cette jurisprudence peut paraître surprenante compte tenu du fait que la FDA se targue de suivre une procédure prévisible et d'énoncer clairement ses critères d'appréciation des dossiers qui lui sont soumis. Toutefois, les tribunaux américains considèrent manifestement que l'incertitude dans la procédure demeure et que, par conséquent, les sociétés ne sont pas en mesure d'anticiper une appréciation finale décevante.

c. Les effets secondaires du médicament

Fréquemment, les investisseurs reprochent à la société de n'avoir pas révélé en temps utile l'accumulation de rapports d'effets secondaires indésirables alors que ceux-ci ont finalement conduit la société à retirer son médicament du marché ou à limiter sa commercialisation¹⁷⁷.

Saisis de plaintes de ce type, les tribunaux américains ont opté pour une voie médiane qui laisse une marge de manoeuvre importante à la société. Selon cette jurisprudence, une société n'est pas tenue de signaler des rapports d'effets indésirables tant que ceux-ci n'ont pas atteint un nombre suffisant pour asseoir leur solidité statistique¹⁷⁸. Les tribunaux sont partis de l'idée — en soi correcte — qu'individuellement les rapports envoyés par les médecins aux sociétés ne permettent pas d'établir un lien de cause à effet entre l'administration du médicament et la réaction du patient; ces réactions peuvent être dues à d'autres facteurs, par exemple la maladie du patient, la prise d'autres médicaments, l'alimentation ou même le hasard. Ce n'est que si ces effets sont recensés en très grand nombre ou sont très spécifiques que le lien de cause à effet devient raisonnablement certain¹⁷⁹.

La jurisprudence ne précise toutefois pas comment il convient de calculer le niveau de fiabilité statistique¹⁸⁰. Les principaux arrêts n'ont

¹⁷⁶ Par exemple, le comité consultatif de la FDA parvient à une recommandation *unaniment négative*.

¹⁷⁷ Les sociétés pharmaceutiques sont tenues d'avertir l'autorité des effets indésirables touchant à leurs médicaments. Voir, en droit suisse, les art. 35 et 36 OMéd.

¹⁷⁸ In re Carter-Wallace, 220 F.3d 36, p. 40-41 et 150 F.3d 153, p. 157 (2nd Cir. 1998).

¹⁷⁹ D'autres informations, en sus des rapports d'effets secondaires, peuvent également établir cette fiabilité statistique. Ce serait par exemple le cas d'une étude *in vitro* expliquant le processus biologique de cause à effet entre le médicament et l'effet secondaire.

¹⁸⁰ La difficulté principale n'est pas statistique à proprement parler, elle est liée à la question de savoir quel crédit il convient d'accorder aux rapports spontanés d'effets secondaires que les médecins envoient aux entreprises pharmaceutiques et aux autorités. Une autre difficulté potentiellement importante est celle de déterminer la prévalence du trouble en cause dans la population concernée qui ne prend *pas* le médicament.

pas tranché ce point, car ils se réfèrent aux déclarations de la société qui avait elle-même implicitement fixé ce seuil¹⁸¹. Il s'agit toutefois d'une question qui mériterait une réponse. En effet, il est délicat de fixer par avance des critères pour déterminer à partir de quand des effets indésirables sont suffisamment significatifs, et encore plus pour décider quand ceux-ci remettent en cause le rapport risque/bénéfice. Chaque cas doit être décidé pour lui-même et le jugement finalement porté par la société ou l'autorité est souvent très controversé. Il arrive même qu'un médicament soit retiré (ou des avertissements adjoints à la notice d'emploi) alors que la preuve statistique fait défaut. Inversement, il arrive que le cours d'un titre chute alors même que le médicament n'a pas — ou du moins pas encore — été retiré¹⁸².

Dans ces circonstances, on peut se demander si la prudence accrue des autorités d'enregistrement ne devrait pas entraîner une prudence accrue des sociétés cotées. Si des effets secondaires peuvent avoir des conséquences administratives sur le médicament alors même que ces effets ne lui ont pas été attribués avec certitude, les investisseurs sont mal servis par une règle qui continue à insister sur la preuve statistique.

d. Les procès intentés par des patients

Une société qui retire son médicament du marché en raison d'effets indésirables graves doit le plus souvent faire face aux plaintes des patients ayant justement subi ces effets. Quand bien même la plupart des ordres juridiques protègent le fabricant de médicaments en limitant sa responsabilité du fait des produits, il est généralement admis que cette protection ne déploie ses effets que si le fabricant ne connaissait pas — ni ne pouvait connaître — les réactions non signalées dues à son médicament. Lorsque le fabricant a caché à l'autorité et aux patients des effets secondaires qu'il connaissait, sa responsabilité est en principe engagée (pour autant bien sûr que les autres conditions légales soient satisfaites).

Les procès en responsabilité intentés par les patients lésés peuvent avoir des conséquences dévastatrices sur une société, car le montant

¹⁸¹ Dans le cas du Baycol, le conseil d'administration de Bayer avait étudié ces rapports et était parvenu à la conclusion que ceux-ci «*[were] putting the brand at risk*». La Cour s'est basée sur cette conclusion pour décider qu'à partir de ce moment précis, le niveau de fiabilité statistique était atteint («*When that consensus emerged, Bayer crossed the Rubicon*»). In re Bayer, *supra* note 23, p. 26.

¹⁸² Voir récemment le cas du Celebrex de Pfizer. Cf. WILLY BODER, *Après Merck, Pfizer dégringole en Bourse*, in: *Le Temps* (18 décembre 2004), p. 25; Swissmedic, *Prise de position sur la suspension prématurée d'un essai clinique avec le Celebrex*, (20 décembre 2004), http://www.swissmedic.ch/Archiv/Celebrex_f.pdf.

du préjudice total à réparer est souvent considérable¹⁸³. Ces procès ont dès lors une influence indéniable sur la santé financière de la société et sur l'évolution de son cours boursier. Les investisseurs souhaitent savoir dans quelle mesure les résultats financiers de la société en seront affectés; ils se fient aux plus petits indices laissés par la société. Or les sociétés se trouvent placées entre Charybde et Scylla. Si elles laissent entendre que les plaintes des patients sont nombreuses et entraînent un risque financier important, leurs déclarations feront fléchir le cours boursier, invitant alors le dépôt de nouvelles plaintes par des investisseurs; les patients lésés pourront aussi interpréter ces déclarations comme une admission de culpabilité. En revanche, si les sociétés minimisent leur risque judiciaire, elles augmentent leur risque de perdre les procès intentés par les investisseurs.

Dans l'affaire *Bayer*, la cour américaine a jugé que la société avait manqué à ses obligations vis-à-vis des investisseurs en minimisant sa responsabilité vis-à-vis des patients et en soutenant avoir agi promptement lors du retrait de son médicament¹⁸⁴. Elle a également retenu que l'émetteur se doit d'informer du risque de procès en tout cas lorsque la mise en œuvre de sa responsabilité paraît probable et que le montant des réclamations peut être estimé¹⁸⁵. L'estimation du montant des réclamations est toutefois de nature à poser de sérieux problèmes pratiques¹⁸⁶.

¹⁸³ Par exemple, le retrait du Redux en 1997 (dans le cadre des affaires «fen-phen») a débouché sur une cascade de procès de patients, dont le coût total pour Wyeth est estimé à plus de US\$ 16 milliards.

¹⁸⁴ «*When Baycol was withdrawn, defendants reassured the markets by stating that Bayer's top priority was patient safety that that Bayer acted as soon as the danger became apparent. Defendants also characterized the product liability litigation as 'groundless'.*» In re *Bayer*, *supra* note 23, p. 36-37.

¹⁸⁵ Ces exigences ressortent des principes GAAP (U.S. Generally Accepted Accounting Principles) relatifs aux «*loss contingencies*». Dans le cas de Bayer, les demandeurs n'étaient pas parvenus à prouver que le risque de perte pouvait être chiffré (cf. *supra* note 23, p. 36). Cf. également In re *Corning, Inc. Sec. Lit.*, 2004 U.S. Dist. LEXIS 25624, p. 49-50 (S.D.N.Y. 2004).

¹⁸⁶ Dans l'affaire *Corning*, le juge a relevé qu'un ou deux procès de patients individuels se soldant par d'importants dommages-intérêts ne suffisent pas nécessairement à fonder une obligation d'informer si les autres procès sont, d'une part, peu nombreux au vu du total des produits vendus, et d'autre part, résolus à l'amiable pour des sommes peu élevées au vu du chiffre d'affaires de la société. Cf. In re *Corning*, *supra* note 185, p. 56 et p. 60-61.

III. RECOMMANDATIONS: MISE AU POINT DE DIRECTIVES INTERNES

La SWX recommande aux sociétés d'établir leurs propres directives internes afin d'encadrer leur prise de décision dans le domaine de la publicité événementielle¹⁸⁷. Le type de directives adoptées doit naturellement être modulé en fonction de la taille de la société concernée et de son domaine d'activité. Une petite société pharmaceutique dont le futur dépend d'un seul produit au stade des essais cliniques aura d'autres obligations qu'une grande société dont les revenus proviennent d'une trentaine de médicaments approuvés. Cependant, même une grande société se doit d'adopter une politique différenciée selon que l'information touche à ses «*blockbusters*» ou à d'autres produits qui contribuent moins au bénéfice global.

Dans le secteur pharmaceutique, l'usage de directives internes se révèle particulièrement utile¹⁸⁸. En effet, la société doit suivre l'évolution de son (ou de ses) produit(s) tout au long d'un parcours complexe. Ainsi, une société peut avoir à communiquer la fin d'un essai de phase II, la fin de l'essai de phase III, la soumission du dossier à l'autorité d'enregistrement, la réunion d'un comité consultatif, la décision de cette autorité. La quantité d'informations fournies à chaque stade dépend notamment du niveau de détails des précédentes communications. Par exemple, si la société a annoncé des résultats très positifs pour son essai de phase III, anticipant le prompt dépôt de la demande d'AMM, elle ne peut guère se taire si, par la suite, elle se voit contrainte, par des recommandations de l'autorité, d'intercaler de nouvelles études avant de déposer sa demande d'AMM.

Les directives internes doivent aussi prévoir comment la société gardera trace des informations fournies précédemment au titre de l'art. 72 RC¹⁸⁹. En effet, la consistance interne est cruciale¹⁹⁰. Or garder trace de tout ce qui a été annoncé n'est pas une tâche facile, notamment en raison de la multiplicité des sources d'informations

¹⁸⁷ Anciennes Notes, p. 3, point (2)(ii) et p. 12, point (ii).

¹⁸⁸ Sur les points de nature essentiellement procédurale (par ex. définition de la liste des personnes chargées de la communication vis-à-vis de l'extérieur) que la directive interne doit couvrir, il est possible de se référer au guide émis par l'autorité anglaise. Cf. PSI Guide, *supra* note 147.

¹⁸⁹ Une question intéressante est celle du «cercle de consolidation». De plus en plus de médicaments sont développés en collaboration entre une grande société pharmaceutique et une petite société biotechnologique. Dans quelle mesure l'une doit-elle tenir compte de ce que l'autre divulgue? Souvent, la société biotechnologique aura tendance à révéler des résultats plus tôt dans le processus de développement, car les paiements contractuels reçus de la société pharmaceutique («*milestone payments*») dépendent de seuils fixés tôt dans ce processus.

¹⁹⁰ Les informations d'un type qui ont par le passé fait l'objet d'annonces doivent en principe également être annoncées à l'avenir.

émanant de la société (par ex. communiqués de presse, articles et conférences scientifiques¹⁹¹, publicités spécialisées).

Il peut aussi être nécessaire de répertorier les communications internes, pour s'assurer qu'elles ne contredisent pas l'information rendue publique¹⁹². Par exemple, si des emails circulent au sein de l'entreprise sur la menace qui pèse sur le développement d'un produit¹⁹³, il peut devenir nécessaire de faire part au public de ces inquiétudes afin d'éviter le reproche subséquent d'avoir dissimulé un état de fait perçu en interne comme sérieux.

Conserver trace des communications qui entrent dans le champ de la publicité événementielle doit aussi servir à établir un suivi de l'information afin de déterminer, par exemple, s'il est devenu nécessaire de la mettre à jour¹⁹⁴. Ce suivi permet aussi d'adapter les «*disclaimers*» en fonction du contenu de la communication. En effet, un «*disclaimer*» doit, en tout cas en droit américain, décrire les risques spécifiques liés à la situation exposée dans le communiqué¹⁹⁵. Par exemple, un «*disclaimer*» conçu pour un essai de phase I n'est plus nécessairement adapté à la fin de la phase III.

La directive interne doit aussi déterminer la procédure à suivre pour décider quand des effets secondaires doivent être communiqués¹⁹⁶. La société documentera les actions entreprises pour découvrir le lien de causalité.

¹⁹¹ La Cour dans l'affaire Carter-Wallace a admis que des déclarations contenues dans une publicité à l'attention des médecins pouvaient constituer le fondement d'une action en responsabilité des investisseurs, car ceux-ci (ou du moins les analystes) lisent également les textes publicitaires lorsque ceux-ci contiennent des informations techniques sur le médicament. In re Carter-Wallace, 150 F.3d 153, p. 156. Voir aussi In re Biogen, *supra* note 160, p. 36 (au sujet d'une présentation orale des résultats d'un essai clinique).

¹⁹² Cf. In re Dura Pharmaceuticals Inc. Sec. Lit., 2000 U.S. Dist. LEXIS 15258, p. 25-26 (S.D.Cal. 2000) («*A duty to disclose technical or development problems with a product may arise where a company makes strongly optimistic or concrete statements about that products that are in stark contrast to its internal reports*»). Voir aussi les recommandations de FISHER, *supra* note 25, p. 154-155.

¹⁹³ A ce propos, voir RICHARD HORTON, *Vioxx, The implosion of Merck, and aftershocks at the FDA*, in: 364 *The Lancet* 1995-96 (4 décembre 2004).

¹⁹⁴ La question de savoir dans quelle mesure une annonce prévisionnelle doit être actualisée est controversée. La grande majorité des sociétés avertissent par écrit qu'elles ne mettent pas à jour de telles annonces, mais la jurisprudence américaine peut néanmoins les y obliger. Voir le chapitre II.B.4. ci-dessus.

¹⁹⁵ Cf. In re Viropharm, *supra* note 165, p. 27-28; In re Noven Pharmaceuticals Inc. Sec. Lit., 238 F. Supp. 2d 1315 (S.D.Flo. 2002); Asher v. Baxter Intern. Inc., 377 F.3d 727, p. 734 (7th Cir 2004). Cf. aussi DECHERT, *How Safe Is the Safe Harbor for Forward-Looking Statements?* in: *Dechert On Point* (20 septembre 2004), http://www.dechert.com/library/CorpSec_SA_9-04.pdf.

¹⁹⁶ Voir à ce sujet l'article du *Washington Post* décrivant les étapes qui ont conduit Merck à retirer le Vioxx. BROOKE A. MASTERS et MARC KAUFMAN, *Painful Withdrawal for Makers of Vioxx*, (18 octobre 2004), p. A01, <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/articles/A40458-2004Oct17.html>.

IV. CONCLUSION

La pression monte sur les entreprises pharmaceutiques pour qu'elles révèlent régulièrement et intégralement les résultats de leurs essais cliniques ainsi que les conclusions de leurs programmes de pharmacovigilance. Récemment, l'industrie pharmaceutique a accepté de publier systématiquement les conclusions résumées des essais cliniques¹⁹⁷.

La pression s'exerce aussi à l'encontre des autorités chargées de l'enregistrement des médicaments. Alors que la FDA est depuis longtemps soumise à des exigences sévères de transparence, l'EMA lui a emboîté le pas ces dernières années. La Suisse est nettement en retard dans ce domaine. Cependant, des retraits soudains de médicaments comme celui du Vioxx ont pour effet de relancer les reproches d'un défaut de transparence¹⁹⁸.

Cette demande de transparence peut aboutir à deux résultats. D'un côté, si les sociétés pharmaceutiques et les autorités sont amenées à informer davantage, les investisseurs seront plus rarement confrontés tardivement à de mauvaises surprises¹⁹⁹. De l'autre côté, la gestion cohérente par les sociétés pharmaceutiques des différentes sources d'information deviendra de plus en plus difficile et cruciale.

¹⁹⁷ En janvier 2005, les associations faitières de l'industrie pharmaceutique se sont déclarées en faveur de plus de transparence et d'un registre d'essais cliniques. Cf. IFPMA, International Federation of Pharmaceutical Manufacturers & Associations, Joint Position on the Disclosure of Clinical Trial Information (6 janvier 2005), [http://www.ifpma.org/Documents/NR2205/joint% 20 position_clinical%20trials.PDF](http://www.ifpma.org/Documents/NR2205/joint%20position_clinical%20trials.PDF).

¹⁹⁸ Suite aux critiques qui ont suivi ce retrait, la FDA s'est engagée à mieux tenir compte et à mieux documenter les opinions minoritaires de ses examinateurs. Cf. FDA, Documenting Differing Professional Opinions and Dispute Resolution – Pilot Program, (MAPP 4151.2), (novembre 2004), <http://www.fda.gov/cder/mapp/4151.2.pdf>. Ce document prévoit notamment que «*the official administrative record should reflect any differences of opinion*». Les investisseurs s'estimant lésés, par exemple par une décision de retrait d'un médicament, pourront ainsi se baser sur l'opinion minoritaire pour établir la date à laquelle la société pharmaceutique a pris conscience des difficultés touchant audit médicament ainsi que l'ampleur de ces difficultés.

¹⁹⁹ Des études empiriques récentes suggèrent que les sociétés cotées américaines qui sont *a priori* confrontées à un risque judiciaire important informent davantage et plus tôt; ce faisant, elles parviennent à diminuer leur risque de procès. Cf. STEPHEN BROWN ET AL., *Management Forecasts and Litigation Risk* (octobre 2004), <http://www.sauder.ubc.ca/faculty/divisions/accounting/docs/2004Hillegeist.pdf>; LAURA FIELD ET AL., *Does Disclosure Deter or Trigger Litigation?* (avril 2003), http://les1.man.ac.uk/accounting/research/Finance_papers/field.pdf.

TABLE DES MATIÈRES

I.	INTRODUCTION	175
A.	Objectif.....	177
B.	Comparaison avec le droit américain	178
C.	Plan de l'article.....	180
II.	ANALYSE.....	180
A.	L'obligation d'informer en droit boursier suisse: l'art. 72 RC.....	180
1.	Les buts poursuivis par l'obligation d'informer.....	182
2.	Quels sont les faits qui doivent être communiqués?	183
a.	L'émetteur doit tenir compte des attentes créées.....	184
b.	Le fait doit être nouveau.....	185
c.	Le fait doit être raisonnablement certain	185
d.	Il doit s'agir d'un fait, et non d'une opinion ou d'une rumeur	186
e.	Le fait doit avoir une influence notable sur le cours.....	187
f.	Y a-t-il une obligation de tenir à jour l'information?	188
3.	La principale exception à l'obligation d'informer ..	189
4.	Violation de l'obligation d'informer	190
a.	Les sanctions administratives	190
b.	Une responsabilité civile ?.....	191
i.	Le débat.....	191
ii.	Les avantages et les inconvénients d'une responsabilité civile.....	193
iii.	Appréciation du risque juridique.....	195
B.	Aspects-clé de droit américain	196
1.	Le fait doit être matériel.....	197
2.	Rapport de causalité	198
3.	Faute et intention.....	199
4.	L'exception pour les déclarations prévisionnelles ..	200
C.	Les devoirs d'informer des sociétés pharmaceutiques	202
1.	Aperçu des politiques actuelles des sociétés pharmaceutiques	202

2.	Le parcours du médicament	203
a.	Les essais cliniques: présentation et conception.....	204
i.	Les erreurs de conception de l'étude.....	204
ii.	La cohérence interne	204
iii.	Les commentaires sur l'étude.....	206
b.	Le processus d'autorisation de mise sur le marché	207
c.	Les effets secondaires du médicament.....	208
d.	Les procès intentés par des patients.....	209
III.	RECOMMANDATIONS: MISE AU POINT DE DIRECTIVES INTERNES	211
IV.	CONCLUSION	213
