

Auteur(s)	Benoît Chappuis
Titre	Le calcul du dommage dans les litiges en matière de fusions et acquisitions
Série/Collection	CEDIDAC - Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne Band/Nr. 95
Titre du livre	Développements récents en droit commercial IV
Année	2015
Pages	21-39
Editeur	Tristan Gianora, Flavio-Gabriel Chabot
Auteur(s) de l'ouvrage	Francine Defferrard, Benoît Chappuis, Alain Macaluso, Edgar Philippin
ISBN	978-2-9403-6332-2
Maison d'édition	CEDIDAC - Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne

Le calcul du dommage dans les litiges en matière de fusions et acquisitions

Benoît Chappuis

Professeur titulaire aux Universités de Genève et Fribourg, avocat

En collaboration avec David Schwarz, avocat

I. Introduction

L'essentiel du thème de la présente contribution – le calcul du dommage en matière de vente d'entreprises ou de transaction sur entreprise – a déjà fait l'objet de deux articles qui examinent dans le détail les fondements théoriques et jurisprudentiels du calcul du dommage dans la vente de l'entreprise, en particulier selon la méthode dite des *discounted cash flow* (DCF)¹. Il serait dès lors vain de reprendre ici l'entier de la démonstration pour en répéter, sous forme de variations, les traits essentiels.

Il paraît plus intéressant de se concentrer sur ce qui a constitué le cœur de la conférence et de la discussion qui l'a suivie, à savoir les moyens contractuels dont les parties disposent pour surmonter les difficultés liées au calcul du dommage dans la vente de l'entreprise. Autrement dit, on s'efforcera de mettre en évidence quelques-unes des questions qui devraient retenir l'attention des rédacteurs d'un contrat de vente d'entreprise.

Une délimitation du sujet s'impose d'entrée de cause : ne fera l'objet des considérations qui suivent que le dommage en tant qu'il a trait à la valeur de l'entreprise objet de la transaction, à l'exclusion – sinon sous forme de brèves allusions

¹ Chappuis, *Le calcul du dommage*, p. 65 ss ; Chappuis/Nessi, p. 269 ss.

– aux autres dommages découlant d'une transaction inexécutée, mal exécutée ou invalidée.

On le sait depuis des décennies : la qualification juridique du contrat de vente d'entreprise est incertaine et les conséquences juridiques de cette qualification sont le plus souvent insatisfaisantes.

Les positions de principe adoptées par le Tribunal fédéral, quelque logiques qu'elles puissent être, ont enfermé la vente de l'entreprise dans un carcan juridique dont il est difficile de sortir, ce d'autant plus que les occasions données à la jurisprudence d'évoluer sont rares. Il est en effet frappant de constater qu'il n'y a

22

que très peu d'arrêts rendus en la matière, ce qui laisse penser que l'essentiel des litiges trouve leur solution par la voie de l'arbitrage, de médiation ou de négociations. L'accès aux sentences arbitrales rendues étant des plus limités, il en résulte une méconnaissance des solutions retenues par les juridictions arbitrales et, partant, des solutions novatrices qu'elles auraient pu adopter.

La difficulté première vient de ce que la vente d'une entreprise est un concept qui décrit une réalité de fait et économique : le contrôle d'une entreprise – notion qui elle-même se présente sous des formes variées – passe d'une personne à une autre, d'un propriétaire à un autre. La structure juridique de l'opération dépend tant de celle de l'entreprise elle-même que de la volonté des parties. C'est à cette première question qu'il faut se consacrer en premier lieu.

II. La vente d'entreprise et sa qualification juridique

A. Les deux sortes de vente d'entreprise et leur qualification

1. L'asset deal

La première forme que peut revêtir la vente d'une entreprise est celui de *l'asset deal*. L'acquéreur achète alors tout ou partie des actifs constituant une entreprise. Les formes juridiques que prendra la cession des actifs seront variées puisqu'elles dépendront de la nature des biens et du régime juridique qui leur est applicable : actifs mobiliers ou immobiliers, droits de propriété intellectuelle, contrats en tout genre, notamment de travail ou de bail, sont autant d'éléments qui composent une entreprise.

Les articles 69 et suivants LFus² régissent les transferts de patrimoine. L'article 70 LFus précise que le contrat doit revêtir la forme écrite, voire la forme authentique si des immeubles font l'objet de la transaction.

C'est cependant là tout ce que dit la LFus ; cette dernière ne contient notamment aucune disposition régissant spécifiquement la fixation du prix ni les garanties données par le vendeur. Ce sont donc les règles contractuelles ou les règles dispositives du CO³ qui s'appliquent.

Le Tribunal fédéral a jugé que ce type de transaction était un contrat *sui generis*, qualification qui laisse ouverte la question du régime juridique applicable, car «*en raison de la diversité des prestations, elle ne peut pas être qualifiée de vente mobilière*»⁴. Ce à quoi il ajoute qu'«*une cession de commerce n'est pas, sans autre examen,*

23

² Loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine (Loi sur la Fusion, LFus) du 3 octobre 2003, RS 221.301.

³ Loi fédérale complétant le code civil Suisse (Livre cinquième : Droit des obligations, CO) du 30 mars 1911, RS 220.

⁴ ATF 129 III 18, consid. 2.1.

soumise aux règles de la vente mobilière ; il faut au contraire rechercher la règle qui s'adapte le mieux en fonction de la prestation qui donne matière au litige»⁵.

Il s'ensuit, en particulier, que les dispositions supplétives de la loi concernant la garantie ne s'appliquent pas *ipso iure* aux relations entre les parties, notamment concernant les créances cédées. Même si les dispositions légales sont souvent impropres à apporter des solutions idéales aux problèmes liés à la mauvaise exécution de ce type de transaction, il n'en reste pas moins qu'elles constituent un cadre juridique permettant au juge de décider de l'issue du litige. Leur inapplicabilité automatique à l'*asset deal* rend particulièrement importante la tâche des parties de régler contractuellement les conséquences d'une inexécution contractuelle.

2. Le share deal

Le *share deal* est la convention par laquelle le vendeur cède le contrôle de la société à l'acheteur en lui vendant tout le capital-actions ou, à tout le moins, la majorité de celui-ci. Au sens technique, l'objet de la transaction est constitué par les actions et non par l'entreprise elle-même.

Sur le plan de la technique juridique, l'argument est difficilement contestable même si la rigueur de la solution met en opposition la réalité économique de la transaction voulue par les parties et la lecture que le droit en fait.

Il en découle, selon une jurisprudence ancienne, une portée très limitée de la garantie légale puisque cette dernière ne s'étend qu'aux défauts affectant les actions vendues mais pas la valeur de la société⁶. On n'imagine que très difficilement des défauts affectant les titres eux-mêmes, alors que ceux relatifs à l'entreprise dont le contrôle est cédé sont une réalité quotidienne. C'est dire que la garantie découlant de la simple application de la loi est à peu près vide de sens à cet égard.

B. Quelques appréciations critiques

Cette approche fait l'objet de critiques répétées de la doctrine qui considère qu'elle découle de conceptions dépassées et qu'il y a nécessité à respecter la réelle intention des parties.

Dans l'*asset deal*, c'est bien l'entreprise comme un tout qui constitue l'objet de la vente, et non simplement des actifs isolés qui seraient soumis à un régime particulier. Il s'agit d'un transfert d'entreprise (*Unternehmenskaufvertrag*) et non une simple remise de commerce (*Geschäftsübertragungsvertrag*). Pour le *share deal*, c'est

24

bien la vente d'une entreprise dont il s'agit lorsque les actions vendues donnent le contrôle de la société⁷.

La plupart des critiques émises sont convaincantes et emportent l'adhésion sur bien des aspects. Cela dit, quelle que soit la sympathie que l'on peut avoir pour telle ou telle nouvelle lecture quant à la portée de la loi en matière de garantie, il n'en reste pas moins que rien n'indique que le Tribunal fédéral serait prêt à modifier sa jurisprudence, dans l'hypothèse où l'occasion lui serait donnée de le faire.

Le juriste conseillant une partie à une vente ou une cession d'entreprise ne peut donc que prendre acte de la situation et élaborer toutes les solutions contractuelles qui s'offrent à lui pour limiter les effets de l'incertitude. La portée de la controverse peut en effet être atténuée dans une large mesure par des clauses contractuelles de garantie,

⁵ ATF 129 III 18, consid. 2.1, arrêt confirmant la solution retenue dans l'arrêt du Tribunal fédéral C.294/1986, SJ 1987 177, consid. 2a.

⁶ ATF 107 II 419, consid. 1 ; ATF 79 II 155, consid. 3.

⁷ Peter/Venturi, p.147 ss, N 0.7.

par des promesses relatives aux qualités de l'objet vendu et par des clauses réglant les conséquences de leur violation.

De telles clauses peuvent notamment instituer un mécanisme de calcul des moins-values qui peut sinon supprimer, à tout le moins atténuer, les difficultés de la détermination du dommage.

III. Le défaut en matière de vente d'entreprise

A. Le prix de la transaction et son mode de détermination

Les litiges concernant les ventes d'entreprises ont fréquemment trait aux garanties données par le vendeur⁸, le prix de la transaction étant dans ce contexte l'une des principales sources de dispute. Le mécanisme contractuel de fixation du prix et de garantie est ainsi essentiel.

Les façons de déterminer le prix de la vente d'une entreprise sont nombreuses, voire illimitées⁹. Ce qu'il faut dans tous les cas garder à l'esprit est que le prix auquel les parties parviennent est toujours le résultat d'une négociation. Si les éléments sur lesquels cette dernière se fonde sont techniques, comptables voire objectifs, il n'en reste pas moins que le prix finalement arrêté résulte des discussions entre les parties et de la valeur que représente le désir d'acheter pour l'une et de vendre pour l'autre.

25

B. Les défauts et les qualités promises

1. La garantie pour les défauts et la garantie indépendante

a) La garantie pour les défauts

Le dommage qui retiendra principalement l'attention ici est celui qui affecte la valeur de l'entreprise cédée. A vrai dire, parler de dommage lorsque l'on considère la moins-value affectant une entreprise, peut être regardé comme une imprécision de langage. En effet, l'action en diminution du prix instituée par la garantie pour les défauts ne constitue pas de véritables dommages-intérêts, à tout le moins selon la conception défendue par le Tribunal fédéral¹⁰.

Selon cette conception, seuls les dommages supplémentaires éprouvés par l'acheteur, en sus de la moins-value, donnent matière à des dommages-intérêts, au sens propre du terme, qui constituent le complément naturel des droits résultant de la garantie¹¹. La doctrine fait sienne cette conception, en ce qu'elle admet que l'indemnité ne constitue pas des dommages-intérêts¹². Ce débat théorique peut rester ouvert, car il n'est pas fondamental dans la présente discussion : sa portée consiste en effet essentiellement à déterminer si la faute concomitante de l'acheteur peut avoir pour conséquence une diminution de l'indemnité qui lui est due au titre de l'action minutoire¹³.

Les notions de défaut et d'absence de qualités promises ressortissent à la théorie générale du droit des obligations de sorte qu'il n'en sera pas question ici. Il est renvoyé sur ce point aux ouvrages spécialisés¹⁴. Il faut en revanche souligner que la

⁸ Tschäni/Frey, p. 33 ss, p. 60.

⁹ Sur cette question, Peter/Venturi, N 2.2.3.

¹⁰ TF, 4A_601/2009 du 8 février 2010, consid. 3.2.6 ; ATF 85 II 192.

¹¹ Gauch, N 1489, *cf.* p.ex. ATF 82 II 136, consid. 3a et b concernant la perte de gain éprouvée par l'acheteur suite à la livraison d'une chose défectueuse.

¹² Dans ce sens, Gauch, N 1619.

¹³ Chappuis, Le moment du dommage, N 692 s.

¹⁴ Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 723 ss et N 745 ss.

réglementation légale sur la garantie, serait-elle même applicable sans autre discussion à la vente de l'entreprise, ne constituerait pas pour autant une panacée ; elle contient en effet nombre d'ambiguïtés et de questions controversées qu'il convient de lever dans toute la mesure du possible dans la réglementation contractuelle mise en place par les parties¹⁵.

Les dispositions légales étant de droit dispositif, elles peuvent être aussi bien exclues par les parties que modifiées ou complétées par ces dernières. Si l'on s'en tient au système légal, le premier élément qu'il faut garder à l'esprit est que le défaut ou l'absence de qualités promises doit exister au plus tard au moment du transfert des risques¹⁶. Dans la règle, les risques passent donc à l'acheteur à la conclusion du contrat, moment du transfert des risques, sauf convention contraire

26

(art. 185 al. 1 CO). L'interprétation de cette règle ne doit cependant pas se faire avec trop de rigueur en ce sens qu'il n'est pas rare que le défaut n'existe qu'en germe (*im Keim*) au moment de la conclusion du contrat et qu'il ne se révèle véritablement qu'ultérieurement¹⁷. Dans une telle situation, on doit admettre que c'est le défaut tel qu'il apparaît finalement qui fait l'objet de l'action en garantie contre le vendeur¹⁸.

b) La garantie indépendante

Une des difficultés d'interprétation à laquelle le juge risque d'être confronté provient de ce que le vendeur peut octroyer à sa contrepartie une garantie indépendante, essentiellement pour des faits futurs, garantie qui est d'une autre nature juridique que celle dite pour les défauts de la chose vendue.

Il est important de se souvenir qu'une garantie indépendante peut être concédée alors que, parallèlement, le vendeur exclut la garantie pour les défauts au sens des articles 197 et suivants CO¹⁹. Il s'agit donc de deux mécanismes juridiques distincts, existant indépendamment l'un de l'autre. Cette distinction est essentielle pour le rédacteur d'un contrat de vente d'entreprise puisqu'elle lui permettra d'exclure toute garantie pour les défauts, telle que définie par la loi, tout en conférant à l'acheteur d'autres garanties.

La garantie indépendante peut porter sur des éléments susceptibles de survenir dans le futur, inexistantes au moment du transfert des risques²⁰, particulièrement lorsque la conservation de la chose dans son état ou la survenance d'une modification échappe à l'influence du vendeur²¹. On peut songer dans le contexte de la vente de l'entreprise, à une rentabilité future ou à des résultats financiers spécifiques.

L'intérêt essentiel de la distinction entre les deux types de garantie réside dans le fait que, sauf stipulations contraires des parties, ils sont soumis à des conditions différentes. Le bénéficiaire d'une garantie indépendante n'a en effet pas à respecter les incombances de l'article 201 CO. En outre, la prescription des droits qui découle d'une garantie indépendante est celle de dix ans, instituée par l'article 127 CO et non celle de deux ans prévue à l'article 210 alinéa 1 CO.

15 Peter/Venturi, N 4.3.

16 Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 603 ; CR-Venturi, Introd. N 1 *ad* art. 197-210 CO ; Venturi, N 349, N 499 et N 1075 ; BaK-Honsell, N 11 *ad* art. 197 CO.

17 TF, 4A_601/2009 du 8 février 2010, consid. 3.2.2 ; Honsell, p. 81 ; Chappuis, Le moment du dommage, N 681.

18 Honsell, p. 81.

19 ATF 122 III 426, JdT 1998 I 171.

20 ATF 122 III 426, JdT 1998 I 171, consid. 4.

21 ATF 122 III 426, JdT 1998 I 171, consid. 5c.

Il existe toutefois une controverse au sujet de la garantie indépendante donnée par le vendeur. En effet, une partie de la doctrine distingue la garantie indépendante – on parle également de la clause accessoire de garantie – de l'assurance contractuelle : selon cette distinction, l'assurance contractuelle porte sur une propriété de la chose elle-même alors que la garantie indépendante constitue un engagement contractuel indépendant du vendeur allant au-delà du régime légal

27

(p.ex. une garantie particulière telle que la réparation de la chose que la loi ne prévoit pas)²².

Cette distinction s'applique ainsi en matière de vente d'entreprise par cession d'actions : une garantie donnée aux actions relève des qualités économiques de ces dernières mais pas directement de la chose elle-même, de sorte qu'il s'agirait d'une garantie indépendante et pas d'une assurance contractuelle²³.

Ceci dit, le Tribunal fédéral admet que des qualités économiques peuvent constituer des assurances contractuelles²⁴.

2. Les clauses contractuelles de garantie

Le constat de cette difficulté juridique doit conduire les rédacteurs du contrat à régler les garanties données de façon univoque et à supprimer la différence séparant la garantie pour les défauts d'une part et la garantie indépendante d'autre part²⁵. Une rédaction appropriée présente ainsi le double avantage de :

supprimer l'incertitude liée à la qualification juridique du contrat de vente d'entreprise et à l'étendue de la garantie pour les défauts qui lui est applicable ;

supprimer l'incertitude découlant des différences juridiques entre le régime de la garantie pour les défauts et celui de la garantie indépendante.

C. L'importance du défaut

1. L'exigence d'une ampleur minimale

Ainsi que le texte légal afférent à la garantie pour les défauts le précise, il suffit qu'une qualité promise soit manquante pour que la garantie du vendeur puisse être invoquée par l'acheteur, sans égard à l'effet concret que l'absence de cette qualité a sur l'utilité de la chose vendue ou sa valeur²⁶.

Il n'en va pas de même du défaut – l'absence d'une qualité à laquelle l'acheteur pouvait s'attendre de bonne foi – qui doit quant à lui enlever à la chose soit sa valeur, soit son utilité prévue dans une notable mesure pour que la garantie puisse être appelée.

En l'absence d'assurances contractuelles spécifiques contraires, le défaut doit dès lors présenter une ampleur minimale.

28

22 Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 747.

23 Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 748.

24 Peter/Venturi, N 6.3 ; Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 748 ; TF, 4A_301/2010 du 7 septembre 2010.

25 Tschäni/Frey, p. 60, not. n. 61.

26 Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 752.

2. Le défaut en tant qu'entrave au fonctionnement de l'entreprise

La distinction entre l'*asset deal* et le *share deal* de même que l'exigence d'une ampleur minimale du défaut prennent toute leur importance dans le cadre de la garantie pour les défauts qui entravent le fonctionnement de l'entreprise.

Le défaut survenant dans le contexte d'une vente d'entreprise est généralement de nature économique puisque l'acquéreur est empêché d'obtenir le rendement ou les revenus qu'il devrait normalement retirer si l'entreprise fonctionnait normalement²⁷. Le défaut de nature économique affecte en principe l'actif social de l'entreprise mais pas les actions de cette dernière ; ainsi, en cas de vente d'actions, l'acheteur ne peut pas se prévaloir des articles 197 et suivants CO dans la mesure où les actions elles-mêmes ne sont pas affectées du défaut²⁸. Pour pallier cette éventualité, l'acheteur d'actions veillera à obtenir des assurances contractuelles de la part du vendeur couvrant les actifs de l'entreprise²⁹.

En raison de l'exigence quant à l'ampleur du défaut, il faut que ce dernier n'affecte l'entreprise et sa rentabilité d'une manière qui ne soit pas minime pour que l'action en garantie soit ouverte. Nous le verrons, d'aucuns suggèrent qu'une limite minimale de 5% de moins-value existe pour que l'action en diminution du prix soit ouverte³⁰ (v. *infra* IV.D).

IV. Les actions en garantie selon le droit de la vente

Le droit de la vente prévoit des actions en garantie en raison des défauts de la chose (art. 205 ss CO), soit la diminution du prix ou la résolution du contrat, pour autant que les conditions de fond et d'exercice soient remplies³¹.

Les parties à un contrat de vente d'entreprise disposent en principe de ces moyens, si elles n'ont pas retenu un régime contractuel spécifique pour éviter le régime légal supplétif souvent inadapté³². Reste cependant à déterminer comment le régime de garantie légal s'applique à la vente d'entreprise.

A. La résolution du contrat

L'article 205 alinéa 1 CO prévoit que l'acheteur peut choisir de résilier la vente en exerçant l'action rédhibitoire. Contrairement à ce que laisse entendre le texte légal, il s'agit en fait d'une résolution du contrat qui devient rétroactivement

29

caduc³³ ; autrement dit, les prestations déjà effectuées doivent être restituées et celles qui ne l'ont pas encore été ne sont plus dues, de manière que l'état antérieur au contrat soit rétabli³⁴. Cette action suppose que le défaut affectant la chose soit d'une telle importance qu'il ne peut pas être raisonnablement exigé de l'acheteur qu'il la conserve³⁵.

27 Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 737 et N 740.

28 CR-Venturi/Zen-Ruffinen, N 24 *ad* art. 197 CO ; Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 742.

29 *Ibid.* ; *Ibid.*

30 Watter/Wieser, p. 149 ss, p. 161.

31 Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 821.

32 Peter/Venturi, N 0.16.

33 Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 832.

34 *Ibid.* et N 844.

35 Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 837.

En matière de vente d'entreprise, la résolution du contrat est toutefois difficilement concevable tant elle apparaît impraticable lorsqu'une entreprise a été transférée, gérée par l'acheteur et souvent restructurée³⁶. Elle est d'ailleurs fréquemment exclue par les parties au contrat. Son inapplicabilité résulte également de la loi elle-même qui, à l'article 207 alinéa 3 CO, dispose que la voie de la résolution est fermée lorsque l'acheteur a transformé la chose. Cette disposition empêche donc l'acquéreur d'une entreprise de résoudre le contrat lorsque l'acheteur l'a exploitée au-delà du nécessaire pour constater le défaut³⁷.

B. La diminution du prix

L'article 205 alinéa 1 CO prévoit aussi que l'acheteur peut choisir de réclamer par l'action en diminution du prix une indemnité pour la moins-value. Dans cette hypothèse, le contrat est maintenu à ceci près que l'acheteur ne doit plus le prix initialement convenu mais celui qui résulte de la diminution en raison du ou des défaut(s)³⁸. Comme on l'a vu précédemment, la diminution du prix corrige la moins-value imputable au défaut de la chose ; il ne s'agit pas à proprement parler d'un dommage.

C. Les dommages-intérêts consécutifs au défaut

Même si cela ne constitue pas l'objet principal de la présente contribution, on ne peut passer sous silence le fait que, à côté des droits spécifiques offerts par la garantie en raison des défauts de la chose, l'acheteur peut, cumulativement aux actions en garantie, faire valoir un dommage consécutif au défaut³⁹. Il convient toutefois de distinguer selon que l'acheteur choisisse la résolution du contrat ou la diminution du prix.

En cas de résolution du contrat, l'article 208 alinéa 2 et 3 CO prévoit une réglementation spécifique concernant les dommages consécutifs aux défauts. En effet, le vendeur doit indemniser l'acheteur du dommage résultant directement de la livraison de marchandises défectueuses (al. 2 *in fine*), respectivement de tout autre dommage s'il ne prouve qu'aucune faute ne lui est imputable (al. 3).

30

L'interprétation de cette disposition a soulevé des problématiques délicates et controversées, et a donné lieu à un arrêt fameux du Tribunal fédéral concernant la vente de perroquets⁴⁰. Il sera simplement rappelé que la réparation du dommage direct, c'est-à-dire du dommage résultant directement de la livraison de marchandises défectueuses, est indépendante de toute faute du vendeur⁴¹. En revanche, la réparation du dommage indirect, c'est-à-dire tout autre dommage, suppose la faute du vendeur, celle-ci étant présumée conformément à l'article 97 CO⁴². C'est l'intensité du lien de causalité entre le défaut et le dommage qui permet de déterminer s'il s'agit d'un dommage direct ou d'un dommage indirect⁴³. Dans la mesure où la résolution du contrat de vente d'entreprise n'est en principe pas ouverte à l'acheteur, ou exclue par les parties tant elle est impraticable, une analyse plus poussée de cette disposition et de ses conséquences exorbitantes dépasserait le cadre de la présente contribution.

³⁶ Peter/Venturi, N 6.12.

³⁷ *Ibid.* ; Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 842.

³⁸ Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 864.

³⁹ Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 830 et N 870.

⁴⁰ ATF 133 III 257, SJ 2007 I 461.

⁴¹ ATF 133 III 257, SJ 2007 I 461, consid. 2.5.4 ; Tercier/Favre, N 851.

⁴² Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 852 ; CR-Venturi/Zen-Ruffinen, N 15 *ad art.* 208 CO.

⁴³ ATF 133 III 257, SJ 2007 I 461, consid. 2.5.4 ; Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 855 ss.

En cas de diminution du prix, les règles générales, à savoir les articles 97 et suivants CO, s'appliquent pour la réparation du dommage consécutif au défaut⁴⁴.

D. Le calcul de la diminution du prix en droit contractuel

La diminution du prix doit être calculée selon la méthode dite relative⁴⁵. Comme évoqué précédemment, l'action en diminution du prix ne tend pas à la réparation d'un préjudice mais plutôt à rétablir l'équilibre des prestations réciproques des parties⁴⁶. Elle consiste à réduire du prix convenu par les parties un montant correspondant au rapport existant entre la valeur objective de la chose sans défaut et la valeur objective réelle de la chose⁴⁷. Dans la mesure où le prix est réduit proportionnellement à la moins-value, cette méthode permet de tenir compte d'un prix avantageux qui aurait été accordé à l'acheteur, par hypothèse inférieur au prix du marché⁴⁸.

La jurisprudence a établi des présomptions pour faciliter le calcul de la diminution du prix : premièrement, la valeur de la chose sans défaut est égale au prix de vente convenu et, secondement, la moins-value est égale au coût de l'élimination du défaut⁴⁹. Ces présomptions enlèvent souvent toute utilité à la

31

méthode relative dans la mesure où elles ne tiennent pas compte du rapport proportionnel⁵⁰.

Cela étant dit, une partie de la doctrine propose qu'une différence de 5% au minimum entre la valeur objective de l'entreprise avec et sans défaut devrait exister pour faire valoir l'action en diminution du prix⁵¹. Cela revient en réalité à limiter la responsabilité du vendeur en ce sens qu'il ne répond du défaut qu'au-delà de ce seuil⁵².

En raison du caractère dispositif des dispositions légales sur la garantie des défauts, les parties peuvent naturellement convenir d'autres types de limitation de responsabilité du vendeur. A titre exemplatif, elles peuvent convenir qu'à partir d'un certain montant, le vendeur sera tenu pour responsable et ce, pour l'entier du dommage, ou que sa responsabilité sera plafonnée par un montant maximal⁵³.

E. Le calcul de la valeur d'une entreprise

1. Les difficultés liées au calcul de la valeur d'une entreprise

Plusieurs méthodes existent pour déterminer la valeur d'une entreprise. Le calcul de la valeur d'une entreprise est toutefois un exercice complexe ou, pour reprendre les termes du Conseil fédéral, «*n'est pas une science exacte*»⁵⁴. Le calcul repose sur des concepts théoriques et comptables, alors que la valeur d'une entreprise évolue dans le temps⁵⁵.

⁴⁴ Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 886.

⁴⁵ Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 876.

⁴⁶ TF, 4A_601/2009 du 8 février 2010, consid. 3.2.6.

⁴⁷ *Ibid.* ; Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 876.

⁴⁸ Tercier/Favre, N 876 ss.

⁴⁹ TF, 4A_601/2009 du 8 février 2010, consid. 3.2.6 ; Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 880 ss.

⁵⁰ Tercier/Favre/Zen-Ruffinen, N 880 ss.

⁵¹ Watter/Wieser, p. 161.

⁵² Peter/Venturi, N 6.6 s.

⁵³ Peter/Venturi, N 6.7 qui proposent d'autres exemples de limitation de responsabilité.

⁵⁴ Rapport du Conseil fédéral, Valeur des entreprises en droit successoral, 1^{er} avril 2009, p. 4.

⁵⁵ *Ibid.*



2. La détermination de la valeur d'une entreprise

a) La coexistence de plusieurs méthodes

Il n'existe pas une seule méthode pour déterminer la valeur d'une entreprise qui s'appliquerait à tous les cas d'espèce⁵⁶. Au contraire, il s'agit de choisir la méthode la plus appropriée au cas particulier⁵⁷. Trois méthodes entrent généralement en ligne de compte⁵⁸ : (i) l'approche basée sur le revenu futur d'une entreprise, (ii) l'approche basée sur le prix du marché et (iii) l'approche basée sur les actifs d'une entreprise.

32

Lorsqu'une société est cotée en bourse, sa valeur correspond en principe au prix du marché des actions dans la mesure où la valeur des actions est une notion objective, censée refléter la valeur globale de l'entreprise en fonction de sa substance et de sa rentabilité⁵⁹.

b) La méthode DCF

La méthode DCF, amplement employée en pratique⁶⁰, est basée sur le revenu futur d'une entreprise ; elle consiste à calculer, par actualisation, la valeur actuelle nette des flux de trésorerie futurs attendus d'une activité⁶¹. Cette méthode tend à reconnaître que la valeur économique d'un *going concern* (ou principe de continuité de l'exploitation) est le flot de revenus que celui-là peut générer au travers de son existence ; autrement dit, la valeur d'une affaire consiste dans les profits qu'elle peut générer. On ne tient pas compte de sa valeur de liquidation puisque l'on part de la prémisse que l'activité de l'entreprise se poursuivra. En conséquence, le taux d'actualisation appliqué doit refléter les risques associés à l'entreprise considérée, tels que les risques commerciaux, les risques financiers, les risques de liquidités, les risques de change et les risques politiques⁶².

La méthode DCF est traditionnellement utilisée dans le domaine non contentieux⁶³. Les domaines principaux de son utilisation relèvent des fusions ou acquisitions d'entreprises ou de la transmission de ces dernières par voie successorale⁶⁴. La méthode DCF est également fréquemment employée en matière d'évaluation d'un bien-fonds immobilier puisque que tant les règles comptables suisses que les règles internationales prescrivent une évaluation périodique au prix du marché. En matière immobilière, la méthode DCF est regardée comme particulièrement appropriée premièrement parce que plusieurs paramètres de calcul sont connus et relativement prévisibles – tels les loyers ou les charges d'exploitation – et, deuxièmement, parce que l'estimation du *cash flow* est une nécessité dans le contexte d'une gestion dynamique d'un bien immobilier⁶⁵.

⁵⁶ Chappuis/Nessi, p. 274.

⁵⁷ *Ibid.*

⁵⁸ Kantor, p. 8 ; Merhai, p. 331 ; Peter, p. 56 ; Khalilian, p. 37.

⁵⁹ ATF 120 II 259, consid. 2b ; Chappuis/Nessi, p. 276.

⁶⁰ Peter/Venturi, N 2.2.3.

⁶¹ Chappuis, Le calcul du dommage, p. 73 ; Peter/Venturi, N 2.2.3.

⁶² Rajarao, p. 5 s. ; Reilly/Brown ; Rapport du Conseil fédéral, Valeur des entreprises en droit successoral, 1^{er} avril 2009, 9 ss ; Freidland/Wong, p. 406 s.

⁶³ Chappuis, Le calcul du dommage, p. 74.

⁶⁴ *Ibid.* ; Chappuis/Nessi, p. 278.

⁶⁵ Bender/Hoesli/Elion, p. 564 s. ; Aziz/Bender/Hoesli, p. 344 s.

V.L'utilisation de la méthode DCF dans les litiges

A.Le cas d'utilisation

La méthode DCF est utilisée en matière d'arbitrage, à tout le moins fréquemment discutée, notamment dans les arbitrages d'investissement, pour le calcul du

33

dommage et de moins-value⁶⁶. Elle permet d'établir la valeur d'une entreprise dans le cadre d'un litige⁶⁷, étant toutefois précisé qu'un nombre important de tribunaux arbitraux ont considéré la méthode comme inappropriée dans certains cas d'espèce pour les raisons développées ci-dessous (*cf. infra C.*)⁶⁸.

1.Le calcul du dommage

En matière de calcul d'un dommage résultant d'une vente d'entreprise, la méthode DCF permet de mesurer la valeur d'une entreprise en prévoyant le *cash flow* net sur une certaine période, en le ramenant par un taux d'actualisation à la date de l'atteinte dommageable⁶⁹. Elle pourrait par exemple être employée dans le contexte d'une *joint-venture* qui ne s'est pas réalisée (sous réserve des limitations exposées ci-dessous, v. C.1).

2.Le calcul d'une moins-value

Parmi les actions en garantie du droit de la vente, l'article 205 alinéa 1 CO prévoit, comme on l'a vu, notamment l'action en diminution du prix permettant à l'acheteur de réclamer une indemnité pour la moins-value résultant des défauts de la chose. Si cette action ne constitue pas à proprement parler une action en dommages-intérêts⁷⁰, il n'en reste pas moins que le calcul de la moins-value et de son indemnisation suit des règles analogues à celles régissant le dommage⁷¹, de sorte que la méthode DCF pourrait également être employée dans le calcul de la moins-value.

B.Les critiques relatives à l'utilisation de la méthode

Un certain nombre de risques liés à l'emploi de la méthode DCF ont été identifiés, en particulier celui inhérent à la prévisibilité à long terme. Regarder dans le futur implique en effet que l'on émette des hypothèses et des choix subjectifs concernant différents facteurs tels que les conditions de marché, les ventes qui seront réalisées, les coûts, le besoin supplémentaire en capital, les fluctuations des cours ou le taux d'inflation, pour n'en citer que quelques-uns. Or, même un

34

⁶⁶ Chappuis, Le calcul du dommage, p. 67.

⁶⁷ AMCO Asia Corporation v. Republic of Indonesia, ICSID Case N° ARB/81/1 ; Southern Pacific Properties (Middle East) Ltd. v. Egypt, sentence et opinion dissidente, 20 mai 1992, 3 ICSID Reports 189 ; CMS Gas Transmission Enterprise v. The Argentine Republic, ICSID Case N° ARB/01/08 sentence du 12 mai 2005 ; *cf. ég. Wälde/Sabahi.*

⁶⁸ Chappuis, Le calcul du dommage, p. 77.

⁶⁹ Ripinsky /Williams, p. 195 ; Weinsburg/Ryan, p. 173 ; Guillaume/Papeil, n. 25 ; sentence du 14 juillet 1987, 15 Iran-US CTR 189 ; sentence du 27 juin 1990, Asian Agricultural Products Ltd (AAPL) v. Republic of Sri Lanka, ICSID Case N° ARB/87/3, publiée in 30 ILM 577, 623 (1991).

⁷⁰ ATF 85 II 192, p. 193.

⁷¹ Chappuis, Le moment du dommage, N 694.



changement mineur du *cash flow* ou du taux d'actualisation peut conduire à des différences substantielles du résultat obtenu⁷².

Dans son rapport sur la valeur des entreprises en droit successoral, le Conseil fédéral a mis le problème en évidence dans les termes suivants : «[l]ivrer un pronostic sur le rendement futur (selon la méthode DCF) est l'élément le plus difficile et le plus incertain du calcul de la valeur d'une entreprise en raison des écueils de la spéculation et des représentations idéalisées. Les prédictions entrent dans les catégories [...] du probable ou de l'improbable, du vraisemblable, du possible et du plausible»⁷³.

Les tribunaux arbitraux parviennent fréquemment à des conclusions similaires, de sorte qu'ils se montrent prudents dans l'application de la méthode DCF en raison de ses éléments spéculatifs⁷⁴. A titre exemplatif, on peut citer l'avis suivant : «*the DCF method is probably extremely helpful when an investor has to decide to make a large investment. [...] The Tribunal can also perceive the advantage of such a method for a Claimant seeking substantial compensation. The calculation of the revenues expected to accrue over a long period of time in the future, which opens a large field of speculation due to the uncertainty inherent in any such projection, will probably yield higher results than any other method. For this reason, however, such a method cannot easily be accepted by a tribunal, and the reluctance of all tribunals and claims commissions, including domestic fora, even in the United States, to make use of it is easy to understand*»⁷⁵.

De manière à éviter les risques inhérents à la méthode DCF, un certain nombre de garde-fous sont nécessaires.

C. Les cautions d'utilisation

1. L'existence d'éléments suffisants concernant le passé de l'entreprise

Le premier garde-fou consiste à s'assurer que l'on dispose de suffisamment d'éléments relatifs aux performances passées de l'entreprise. Dans son rapport sur la valeur des entreprises en droit successoral, le Conseil fédéral, tout en insistant sur le fait que ce sont les résultats futurs qui sont déterminants, souligne qu'il convient de se référer aux résultats des trois dernières années pour établir le pronostic⁷⁶. De la même manière, la doctrine relève que si la méthode DCF peut être appropriée pour déterminer la perte subie lors de l'acquisition d'une société –

35

dont le prix aurait été surévalué lors de la conclusion du contrat – elle ne peut être utilisée que si l'on dispose au moins des résultats de l'entreprise au cours des trois à cinq dernières années⁷⁷. Ainsi, la méthode DCF n'est pas adéquate dans l'évaluation des *start-up* compte tenu de la difficulté à déterminer le taux d'actualisation adéquat, ce qui peut conduire à une surestimation de la société⁷⁸.

⁷² Rapport du Conseil fédéral, Valeur des entreprises en droit successoral, 1^{er} avril 2009, p. 11.

⁷³ *Id.*, p. 9 ss.

⁷⁴ Dans ce sens, p.ex. *Autopista Concesionada de Venezuela C-A v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID case No ARB/00/5, sentence du 23 septembre 2003, § 353-355 ; Stauffer, p. 480 ss ; Helbling, p. 736 ; ILC Articles on State Responsibility, commentaire de l'article 36, § 36 ; Ripinsky/Williams, p. 201.

⁷⁵ Sentence du 14 juillet 1987, 15 Iran-US CTR 230.

⁷⁶ Rapport du Conseil fédéral, Valeur des entreprises en droit successoral, 1^{er} avril 2009, p. 10 s.

⁷⁷ Vischer, p. 132.

⁷⁸ Peter/Venturi, N 2.2.3.

2. La limite dans le temps quant à la portée des prévisions futures

Le deuxième garde-fou veut que l'on restreigne à des limites raisonnables les projections dans le futur. Dans le domaine de l'immobilier, à propos des projections que l'on peut faire quant à l'évolution du marché, le Tribunal fédéral considère que la période prise en compte ne devrait pas excéder cinq à dix ans⁷⁹. Il suit ainsi les avis exprimés par des experts du marché immobilier pour lesquels une période de dix ans constitue un maximum au-delà duquel même un changement mineur dans le revenu ou dans l'estimation du taux de croissance peut modifier considérablement les résultats projetés, rendant alors la méthode DCF arbitraire et hasardeuse. C'est également l'avis exprimé dans la littérature concernant l'évaluation de l'entreprise : une période de dix ans constitue la limite maximale au-delà de laquelle l'application de la méthode ne serait plus qu'«une extrapolation théorique sans grand intérêt»⁸⁰. Au-delà de dix ans, on entrerait dans le domaine de la spéculation, de sorte que le calcul du dommage ne serait qu'hypothétique et que ce dernier ne serait donc pas indemnisable⁸¹.

3. La prise en compte des éléments concrets

Le troisième garde-fou consiste à appliquer la méthode DCF conformément aux conditions de l'article 42 alinéa 2 CO ; si cette disposition allège le fardeau de la preuve du dommage à la charge de la partie lésée dans certaines conditions, elle ne l'autorise nullement à négliger de réunir toutes les preuves à sa disposition⁸². En matière d'évaluation d'une entreprise, la partie lésée devra ainsi apporter au juge tous les éléments pertinents relatifs à la marche de l'entreprise, le marché dans lequel elle évolue et les développements prévisibles. Si le développement des affaires de l'entreprise évaluée nécessite que la partie lésée y investisse personnellement des moyens financiers, elle doit démontrer qu'elle aurait disposé de ces derniers et que le projet aurait ainsi effectivement pu se réaliser.

36

D. La méthode DCF dans la jurisprudence du Tribunal fédéral

A ce jour, la méthode DCF n'a jamais été utilisée par le Tribunal fédéral pour calculer un dommage. Le Tribunal fédéral l'a toutefois mentionnée dans deux arrêts, l'ATF 134 II 160 et l'ATF 138 II 77, concernant des procédures d'indemnisation intentées par des riverains de l'aéroport de Zurich se plaignant de l'impact du bruit des avions sur la valeur de leur propriété. Dans son analyse, le Tribunal fédéral a préféré à la méthode DCF celles élaborées pour les causes dont il avait à juger, à savoir la méthode *Minderwert Fluglärm* (MIFLU) et la méthode développée par la Commission fédérale d'estimation (CFE), mieux adaptées, selon lui, aux cas d'espèce.

Cela étant dit, on peut déduire des arrêts susmentionnés les enseignements suivants : premièrement, même si le Tribunal fédéral a retenu des méthodes autres que la DCF, il a mentionné cette dernière comme une méthode possible, laissant clairement entendre qu'aucun obstacle de principe ne s'opposait à son emploi. Deuxièmement, lorsque plusieurs méthodes sont applicables, il faut privilégier celle qui semble la plus appropriée au vu des faits de la cause ; autrement dit, il y a lieu de retenir une méthode avec un calcul concret plutôt que théorique⁸³. Enfin, indépendamment de la méthode

⁷⁹ ATF 134 II 160, consid. 13.

⁸⁰ Quiry/Le Fur, chap. 37, p. 744.

⁸¹ ATF 129 III 18, consid. 2.4 ; TF, 4C.114/2006 du 30 août 2006, consid. 5.1.

⁸² ATF 129 III 135, consid. 2.3.2.1 ; ATF 122 III 219, consid. 3a et 3b.

⁸³ Chappuis/Nessi, p. 22.



choisie, il convient de s'assurer que les éléments concrets du cas d'espèce sont pris en considération de manière appropriée.

VI. Réflexions conclusives sur la rédaction du contrat

Les considérations qui précèdent n'apportent évidemment rien de fondamentalement nouveau à un sujet qui a déjà donné matière à de très nombreuses publications. Elles se veulent simplement être une réflexion sur l'importance que représente la rédaction du contrat et, dans ce contexte, celle de la connaissance des problèmes juridiques liés au défaut de la chose vendue et au calcul du dommage.

La loi est ancienne, nullement destinée spécifiquement à la vente d'entreprise sous ses différentes formes. La LFus n'a, pour ce qui la concerne, apporté que des compléments de portée mineure sur la question qui nous occupe. La jurisprudence est rare et rigide dans son interprétation des principes légaux. Chacun connaît donc l'inadaptation des solutions offertes par la loi. Le contrat et son contenu dessinés par les parties, pour les besoins particuliers de leur transaction, constituent ainsi le meilleur moyen d'apporter des solutions adaptées et, également, de régler de la façon la plus efficace les conséquences d'une exécution défectueuse du contrat.

Cela dit, les solutions contractuelles ne constituent pas une panacée :

37

Premièrement, parce que l'idée de tout prévoir et de tout réglementer est inexorablement vouée à l'échec. Nul ne peut imaginer l'inimaginable alors que l'évolution des choses est fréquemment autre que celle à laquelle on avait pensé. Il en résulte que tout contrat est par définition lacunaire⁸⁴, élément que l'on doit prendre en compte en tant que rédacteur. Le texte que l'on rédige est imparfait et, partant, ne doit pas exclure l'hypothèse d'une application, en dernier ressort, des principes généraux découlant du CO. Connaître les conséquences et inconvénients qui en résultent est une nécessité.

Deuxièmement, les contrats de vente d'entreprise ne portent pas toujours sur des objets dont la valeur est telle qu'elle autorise un luxe considérable dans l'élaboration de la transaction de vente. Ce ne sont pas toujours des armées de juristes qui se dédient à la tâche, mais bien un avocat seul qui doit porter sur les épaules la mission de trouver des solutions qui ne soient ni trop compliquées ni trop coûteuses dans leur élaboration. Le contrat issu de ce travail risque ainsi d'être relativement sommaire.

Troisièmement, un contrat est le fruit d'un arbitrage entre les intérêts divergents des parties ; il constitue le résultat de concessions réciproques. Il n'est donc pas l'œuvre théorique d'un juriste qui pourrait se consacrer, en solitaire, à l'élaboration d'un texte dont la logique et la cohérence tendraient à la perfection. Il résulte de cette réalité que le texte arrêté par les parties est une consolidation de concessions, ce qui peut conduire, sinon forcément à des contradictions ouvertes ou à des incohérences avérées, mais certainement à des difficultés d'interprétation susceptibles d'être nuisibles en cas d'exécution défectueuse. Il en va particulièrement ainsi de la clause de prix dont le montant, qui repose certes souvent indirectement sur des données comptables, est le résultat chiffré de la rencontre de la volonté de vendre de l'une des parties et de celle d'acheter pour l'autre. Le prix est souvent plus l'expression d'un marchandage que d'un travail exclusivement comptable.

Cette triple constatation implique que le rédacteur soit pleinement conscient des chausse-trapes que lui tend la loi, particulièrement dans le calcul du dommage et l'interprétation des clauses de garantie. Les connaître et en comprendre le mécanisme permet d'éviter de tomber dans le piège tendu.

⁸⁴ ZK-Jäggi/Gauch, N 490 *ad art.* 18 CO.



Le calcul du dommage dans les litiges en matière de fusions et acquisitions est incertain. Il repose en effet sur une approche théorique consistant à calculer la valeur d'une entreprise, en particulier en établissant des projections dans le futur. Parmi les méthodes existantes, la méthode DCF est l'un des moyens utilisés. Dans le cas d'un litige, un juge devra toutefois prendre en compte tous les éléments concrets du cas d'espèce et ne pas se contenter de retenir les conclusions chiffrées auxquelles un expert parvient.

Au vu de l'incertitude résultant de l'emploi des différentes méthodes, l'issue d'un litige est particulièrement imprévisible. Les parties ont donc un intérêt à

38

prévoir dans le contrat de cession d'entreprise un, voire plusieurs, mode(s) de calcul de valeur afin de déterminer, dans la mesure du possible, les conséquences d'une éventuelle violation contractuelle affectant la valeur de l'entreprise.

Il est également recommandé de convenir d'assurances contractuelles, en particulier en matière de vente d'actions d'une entreprise, de manière à prévoir un régime de garantie des défauts propre aux parties et à éviter l'application – si tant est qu'il soit applicable – du droit supplétif. La distinction délicate entre la garantie pour les défauts au sens des articles 197 et suivants CO et les garanties contractuelles indépendantes est un risque réel qu'il faut prendre en considération dans la rédaction.

Le fait que la jurisprudence admette que l'on puisse exclure la première, tout en prévoyant les secondes est un outil précieux en main du juriste, en ce qu'il lui donne le moyen de prévoir un système de garanties soumises à des conditions uniformes d'exercice et de mise en œuvre.

Bibliographie

Nabil Aziz/André Bender/Martin E. Hoesli, Evaluation immobilière par les DCF. Planification des *cash flows* et de la valeur terminale, ECS 5/05, p. 345 ss ; **André Bender/Martin E. Hoesli/Jani Elion**, L'évaluation immobilière – Apport des simulations Monte Carlo, ECS 8/06, p. 564 s ; **Benoît Chappuis**, Le calcul du dommage selon la *Discounted cash flow method (DCF)* : vers un calcul abstrait ?, in Stephan Fuhrer/Christine Chappuis (éds), Droit de la responsabilité civile et des assurances, Liber amicorum Roland Brehm, Bern 2012, p. 65 ss (cité : Chappuis, Le calcul du dommage) ; **Benoît Chappuis**, Le moment du dommage : analyse du rôle du temps dans la détermination et la réparation du dommage, Zurich 2007, (cité : Chappuis, Le moment du dommage) ; **Benoît Chappuis/Sebastiano Nessi**, Assessing Damage under the Discounted Cash Flow Approach (DCF) : Sound Tool or Speculative Method ? A Swiss perspective, RSDA 2012, p. 269 ss ; **Paul D. Freidland/Eleanor Wong**, Measuring Damages for the deprivation of income-producing assets : ICSID Case studies, Foreign Investment Law Journal, ICSID Review 6.2.400, Oxford University Press 1991, p. 400 ss ; **Peter Gauch**, Le contrat d'entreprise, Zurich 1999, traduction de l'allemand (Der Werkvertrag, 4^e éd., Zurich 1996) par Benoît Carron ; **Florence Guillaume/ Anne-Sophie Papeil**, Aspects successoraux de la transmission d'une entreprise à un descendant, SJ 2009 II 33 ; **Carl Helbling**, Grundsätze für die Unternehmensbewertung, ECS 9/02, p. 735 ; **Heinrich Honsell**, in Basler Kommentar, Obligationenrecht I, Luc Thévenoz/Franz Werro (éds), Bâle 2012 (cité : BaK-Honsell) ; **Heinrich Honsell**, Schweizerisches Obligationenrecht : Besonderer Teil, Bern 2010 ; **Peter Jäggi/Peter Gauch**, in Zürcher Kommentar zum Schweizerischen Zivilrecht, Art. 18 OR, Auslegung der Verträge, Simulation, Peter Jäggi/Peter Gauch/Stephan Hartmann (éds.), Zurich 2014 (cité : ZK-Jäggi/Gauch) ; **Mark Kantor**,

39



Valuation for Arbitration : Compensation Standards, Valuation Methods and Expert Evidence, Kluwer Law International, The Netherlands 2008 ; **Seyed Khalil Khalilian**, The Place of Discounted Cash Flow in International Commercial Arbitrations : Awards by Iran-United States Claims Tribunal, *Journal of International Arbitration*, Vol. 8, Issue 1, Kluwer Law, The Netherlands 1991, p. 31 ss ; **Joseph Merhai**, Le processus d'évaluation en droit commercial et en droit fiscal – de la diversité vers la cohérence, *GesKR* 3/2010, p. 330 ss ; **Henry Peter/Silvio Venturi**, Commentaire et modèle de contrat de vente d'actions : Share Purchase Agreement, *in* Recueil de contrats commerciaux, Sylvain Marchand/Christine Chappuis/Laurent Hirsch (éds.), Bâle 2013, p. 147 ss. ; **Wolfgang Peter**, Arbitration of Mergers and Acquisitions : Purchase Price Adjustment Arbitrations, *ASA Special Series No. 24*, 2005, p. 55 ss ; **Pascal Quiry/Yann Le Fur**, *in* Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, Dalloz, Paris 2011 ; **Vidya Rajarao**, Determining Damages in Cross-Border Disputes, 2007, *in* Transnational Dispute Management, Vol. 4, Issue 6, 2007 ; **Frank K. Reilly/Keith C. Brown**, Investment Analysis and Portfolio Management, 5^{ème} édition, Dryden Press, Chicago 1996 ; **Sergey Ripinsky/Kevin Williams**, Damages in international investment law, British Institute of International and Comparative Law, London 2008, p. 195 ; **Thomas R. Stauffer**, Valuation of Assets in International Takings, *Energy Law Journal*, Volume 17, n. 2, The Energy Bar Association, Washington 1996, p. 459 ss ; **Pierre Tercier/Pascal G. Favre/Marie-Noëlle Zen-Ruffinen**, Les contrats spéciaux, *in* Pierre Tercier/Pascal G. Favre (éds.), Genève/Zurich/Bâle 2009 ; **Rudolf Tschäni/Harold Frey**, Streiterledigung *in* M&A-Transaktionen, Mergers & Acquisitions XIII, Rudolf Tschäni (éd.), Zurich 2010, p. 33 ss ; **Silvio Venturi**, *in* Commentaire romand, Code des obligations I, Luc Thévenoz/Franz Werro (éds), Bâle 2012, (Cité : CR-Venturi) ; **Silvio Venturi**, La réduction du prix de vente en cas de défaut ou de non-conformité de la chose : le Code suisse des obligations et la Convention des Nations Unies sur les contrats de vente internationale de marchandises, AISUF 131, *in* Peter Gauch (éd.), Fribourg 1994, (cité : Venturi, la réduction du prix de vente) ; **Silvio Venturi/Marie-Noëlle Zen-Ruffinen**, *in* Commentaire romand, Code des obligations I, Luc Thévenoz/ Franz Werro (éds), Bâle 2012, (Cité : CR-Venturi/Zen-Ruffinen) ; **Vischer Markus**, Schaden und Minderwert im Gewährleistungsrecht beim Unternehmenskauf, *in* RSJ 106 (2010) 129 ; **Thomas Wälde/Borzu Sabahi**, Compensation, damages and valuation in international investment Law, *Transnational Dispute Management*, Vol. 4, Issue 6, 2007 ; **Rolf Watter/Charlotte Wieser**, Gedanken zur Minderwert- und Schadensberechnung bei Unternehmenskauverträgen, *in* M & A Recht und Wirtschaft in der Praxis – Liber amicorum für Rudolf Tschäni, Zurich 2010, p. 149 ss ; **Henry Weinsburg/Christopher Ryan**, Means to be Made Whole : damages in the context of international investment arbitration, *in* Evaluation of damages in international arbitration, Yves Derains/Richard H. Kreindler (éds.), Dossiers ICC Institute of World Business Law, Paris 2006, p. 165 ss.