



## POUVOIR JUDICIAIRE

C/28984/2009

ACJC/339/2015

## ARRÊT

## DE LA COUR DE JUSTICE

## Chambre civile

## DU VENDREDI 27 MARS 2015

Entre

A\_\_\_\_\_, ayant son siège \_\_\_\_\_ (ZG), appelante d'un jugement rendu par la 2ème Chambre du Tribunal de première instance de ce canton le 14 mai 2014, comparant par Me Daniel Peregrina, avocat, rue Pedro-Meylan 5, 1208 Genève, en l'étude duquel elle fait élection de domicile,

et

1) **Monsieur B**\_\_\_\_\_, domicilié \_\_\_\_\_ (GE), intimé, comparant par Me Jean-François Ducrest, avocat, rue de l'Université 4, case postale 3247, 1211 Genève 3, en l'étude duquel il fait élection de domicile,

2) **Monsieur C**\_\_\_\_\_, domicilié \_\_\_\_\_ (ZH), autre intimé, comparant par Me Carlo Lombardini, avocat, rue de Hesse 8-10, case postale 5715, 1211 Genève 11, en l'étude duquel il fait élection de domicile.

Le présent arrêt est communiqué aux parties par plis recommandés du 30 mars 2015.

---

---

## EN FAIT

**A. a.** Au début de l'année 2007, les actionnaires de la société D\_\_\_\_\_ (dont la raison sociale était alors E\_\_\_\_\_) ont décidé d'en transférer les activités de "private equity" à une société distincte, créée à cette fin (opération dite de "spin-off"). E\_\_\_\_\_ (dont la raison sociale initiale était F\_\_\_\_\_) a ainsi été constituée et inscrite au Registre du commerce de Genève le 25 mai 2007, avec pour but social d'"acquérir, vendre et gérer, sous forme de participation à des sociétés tous types d'investissement, en particulier dans le domaine du Private Equity, dans les pays de la CEI et les Etats baltes".

D\_\_\_\_\_ a à cette occasion fait apport à E\_\_\_\_\_ (ci-après : E\_\_\_\_\_) de ses participations dans deux opérations de "private equity" alors en cours, soit les investissements G\_\_\_\_\_ et H\_\_\_\_\_.

Les actions de E\_\_\_\_\_ ont ensuite été réparties entre les actionnaires de D\_\_\_\_\_, au nombre desquels son actionnaire majoritaire, I\_\_\_\_\_, société de droit suisse dominée par J\_\_\_\_\_. Le capital-actions de E\_\_\_\_\_ a encore été augmenté par la suite à l'occasion d'une souscription publique, intervenue en novembre 2007 concurremment à l'introduction de E\_\_\_\_\_ au SWX SWISS EXCHANGE.

**b.** Au 31 décembre 2007, 892'703 actions de E\_\_\_\_\_, représentant 35,57% du capital-actions, étaient en mains de I\_\_\_\_\_. 739'518 actions, représentant 29,46% du capital-actions, étaient détenues conjointement par diverses sociétés liées à K\_\_\_\_\_, société de droit suisse ayant son siège à Baar.

Le 6 juin 2008, I\_\_\_\_\_ a transféré à A\_\_\_\_\_ (ci-après : A\_\_\_\_\_), société de droit suisse ayant son siège à Zoug et elle aussi dominée par J\_\_\_\_\_, la totalité de sa participation dans E\_\_\_\_\_.

Le second groupe principal d'actionnaires, soit les sociétés liées à K\_\_\_\_\_, a pour sa part progressivement accru sa participation au cours de l'année 2008, celle-ci atteignant 995'114 actions au 30 juin 2008 et 1'337'407 actions au 31 décembre 2008.

A cette dernière date, 892'703 actions de E\_\_\_\_\_, représentant 33,76% du capital-actions, appartenaient donc à A\_\_\_\_\_, et 1'337'407, représentant 50,58% du capital-actions, aux diverses sociétés liées à K\_\_\_\_\_. A compter de cette date, les comptes de E\_\_\_\_\_ ont dès lors été consolidés dans ceux de K\_\_\_\_\_.

Au 31 décembre 2009, la participation des sociétés liées à K\_\_\_\_\_ dans E\_\_\_\_\_ s'était encore accrue pour atteindre 1'438'381 actions représentant

---

55,38% du capital-actions. Le nombre d'actions détenu par A\_\_\_\_\_ était demeuré inchangé et représentait désormais 34,37% du capital-actions.

Au 30 juin 2010, les sociétés liées à K\_\_\_\_\_ détenaient 1'486'489 actions de E\_\_\_\_\_, représentant 56,21% du capital-actions, alors que les 892'703 actions détenues par A\_\_\_\_\_ représentaient à cette date 33,76% de ce même capital.

**c.** Pendant la période comprise entre janvier 2008 et juin 2010, K\_\_\_\_\_ a détenu, directement ou indirectement, une participation majoritaire ou exclusive dans, notamment, les sociétés L\_\_\_\_\_ et M\_\_\_\_\_, toutes deux actionnaires de E\_\_\_\_\_, ainsi que N\_\_\_\_\_ et O\_\_\_\_\_, société cotée au SWX SWISS EXCHANGE dont l'activité se concentre sur des investissements immobiliers en Russie. Une entité détenue par K\_\_\_\_\_ gère par ailleurs le P\_\_\_\_\_, un fonds d'investissement.

La moitié des actions de K\_\_\_\_\_ était, pendant la même période, détenue par la société Q\_\_\_\_\_, contrôlée par B\_\_\_\_\_. Ce dernier était par ailleurs "*chief executive officer*" de K\_\_\_\_\_, président du conseil d'administration de N\_\_\_\_\_ et "*Geschäftsführer*" de K\_\_\_\_\_ et de L\_\_\_\_\_.

**d.** Depuis la constitution de E\_\_\_\_\_ jusqu'au 31 décembre 2008, le conseil d'administration de la société a été constitué de trois personnes ayant occupé les mêmes fonctions au sein de D\_\_\_\_\_, soit B\_\_\_\_\_, R\_\_\_\_\_ et C\_\_\_\_\_.

Il n'est pas contesté que R\_\_\_\_\_ représentait les intérêts de I\_\_\_\_\_/A\_\_\_\_\_ au sein du conseil d'administration de E\_\_\_\_\_. Il ne ressort en revanche pas de la procédure que C\_\_\_\_\_ ait eu des liens de dépendance à l'égard de l'un ou l'autre des principaux groupes d'actionnaires, soit K\_\_\_\_\_ d'une part et I\_\_\_\_\_/A\_\_\_\_\_ d'autre part.

A la suite de la démission de R\_\_\_\_\_ de ses fonctions d'administrateur avec effet au 31 décembre 2008, le conseil d'administration de E\_\_\_\_\_ n'a plus été composé, jusqu'en juin 2010, que de B\_\_\_\_\_, président, et de C\_\_\_\_\_.

**e.** Le but social de E\_\_\_\_\_ est défini de la manière suivante dans ses statuts :

"Article 3

*La société a pour but d'acquérir, de vendre et de gérer sous forme de participation à des sociétés tous types d'investissements, en particulier dans le domaine du Private Equity, dans les pays de la CEI et les Etats baltes.*

*La société peut établir des succursales et des filiales en Suisse et à l'étranger et, de manière générale, exercer toute activité en rapport direct ou indirect avec son but.*

---

Article 3A

*Les objectifs de placement de la société sont de générer de la valeur à long terme pour l'actionnaire et de l'appréciation du capital. Toutefois, la société pourra également investir dans des investissements avec des échéances plus brèves en vue de profiter de certaines opportunités offertes par les conditions du marché.*

*Les investissements sont faits principalement dans des actions d'émetteurs de Russie ou d'autres membres de la CEI ou des Etats Baltes.*

*Les détails de la politique d'investissement sont arrêtés par le Conseil d'administration dans un règlement qui sera communiqué sur demande aux actionnaires et qui sera publié sur le site internet de la société."*

- B. a.** Lors d'une séance tenue le 15 novembre 2007, à laquelle R\_\_\_\_\_ a participé par téléconférence, le conseil d'administration de E\_\_\_\_\_ a approuvé et ratifié à l'unanimité un contrat de gestion d'investissement ("*Investment Management Agreement*", ci-après : le contrat de gestion) par lequel la société confiait à M\_\_\_\_\_ ("*Investment Manager*", ci-après : le gérant) la gestion de ses avoirs.

Ce contrat, signé le jour même, confère au gérant des pouvoirs de représentation extrêmement larges (art. III) aux fins de "*gérer les Comptes [soit les avoirs de E\_\_\_\_\_] de manière quotidienne par l'investissement, le réinvestissement, la négociation et le contrôle des actifs consolidés de la Société [soit E\_\_\_\_\_] d'une manière cohérente avec les Objectifs et politiques\_\_\_\_\_ d'investissement [tels que fixés par le conseil d'administration de E\_\_\_\_\_ : cf. ci-dessous let. B.b]*". Le gérant s'engage à constituer à cette fin un Comité d'investissement, composé pour partie de membres de sa direction, auquel incombe la responsabilité des décisions d'investissement (art. V). Le gérant doit informer E\_\_\_\_\_ des décisions d'investissement et transactions et lui présenter à intervalles réguliers, trimestriel ou semestriel, un rapport sur ses activités, sur la valeur des actifs sous gestion, sur la stratégie générale de gestion et sur ses prévisions à court ou moyen terme (art. IX). L'annexe 1 du contrat de gestion, consacrée à la rémunération du gérant, prévoit des frais de gestion trimestriels ("*Quarterly Management Fee*") calculés à un taux annuel de 2% sur la valeur nette des actifs ("*Net Asset Value*"), plus TVA le cas échéant, ainsi qu'une commission de performance ("*Performance Fee*") calculée à un taux de 17,5% du bénéfice net réalisé par la société à l'occasion de l'aliénation d'une participation directe ou indirecte ("*of a single direct or indirect investment*") ou d'une opération analogue dans son résultat. En pratique, et conformément à un accord ne résultant pas directement du contrat de gestion, les investissements effectués dans ou par l'intermédiaire d'autres entités de K\_\_\_\_\_ (par exemple O\_\_\_\_\_ ou le fond P\_\_\_\_\_) n'étaient pas pris en compte pour fixer l'assiette des frais de gestion trimestriels.

Le contrat de gestion du 15 novembre 2007 est similaire à celui ayant existé avant la constitution de E\_\_\_\_\_ entre D\_\_\_\_\_ et M\_\_\_\_\_ . Il n'est ni allégué ni établi

---

que les conditions de rémunération qu'il prévoit ne seraient pas conformes aux conditions du marché en matière de "private equity" (allégué 105 du mémoire d'appel; cf. également témoin S\_\_\_\_\_, procès-verbal d'enquêtes du 25 juin 2012, page 20, 1<sup>er</sup> §).

Pendant la période allant de janvier 2008 à juin 2010, le Comité d'investissement constitué par le gérant conformément à l'art. V du contrat de gestion s'est composé de sept personnes, dont B\_\_\_\_\_, appartenant toutes au K.

**b.** Lors de la même séance du 15 novembre 2007, le conseil d'administration de E\_\_\_\_\_, toujours à l'unanimité de ses membres, a adopté les directives d'investissement ("*Investment Guidelines*") de la société (pièce 6 intimé B\_\_\_\_\_, pages 102 et 103), lesquelles avaient notamment pour but de servir de référence au gérant (art. III du contrat de gestion). Ce document comporte les dispositions topiques suivantes :

*"1. Objectifs d'investissement*

*Investir dans des sociétés privées et publiques en Russie et dans d'autres pays de la CEI et dans les Etats baltes et aider les sociétés du portefeuille à développer leur chiffre d'affaires et améliorer leurs marges, ainsi que générer des rendements en capital à long terme sur le capital investi.*

*2. Politique d'investissement*

*La philosophie d'investissement est orientée vers la croissance, l'accent est principalement mis sur l'appréciation du capital à long terme. Toutefois, certains investissements peuvent, de temps à autre, présenter un horizon de rendement plus court, qui reflète des opportunités sur le marché.*

*3. Objet de l'investissement*

*Les investissements seront principalement effectués par le biais de participations, d'instruments liés à des participations ou d'instruments de la dette, dans des sociétés qui opèrent en Russie, dans d'autres Etats membres de la CEI et dans les Etats baltes.*

*La société cherchera à exercer une influence sur la gestion des sociétés du portefeuille et, lorsque c'est possible, occupera des postes au conseil d'administration, tout en prenant garde à bien protéger les participations minoritaires.*

*La société peut placer une partie de ses actifs dans des investissements temporaires à des fins de gestion des liquidités, et ce pour optimiser les rendements intermédiaires sur les liquidités et couvrir ses dépenses opérationnelles.*

*Lorsque ses ressources en capital n'ont pas été totalement investies, la société peut prendre des positions défensives temporaires à condition que le gestionnaire d'investissement détermine soit que les opportunités d'appréciation du capital sont limitées à ce moment-là, soit que des dépréciations importantes risquent*

---

*d'intervenir. Les investissements temporaires comprennent les investissements en liquidités ainsi que les instruments de la dette et des marchés financiers émis par les gouvernements, les institutions financières ou les sociétés, lorsque ces investissements sont libellés dans la devise du pays concerné de la CEI ou de l'Etat balte ou dans toute autre devise librement convertible.*

*La société peut chercher, de temps à autre, à couvrir tout ou partie de ses risques ou de ses investissements grâce à l'utilisation défensive de transactions dérivées dont, notamment, des contrats à terme, des options, des swaps ou toute combinaison de ceux-ci.*

*La société ou ses filiales peuvent, de temps à autre, employer diverses formes de levier de façon proportionnelle à une gestion raisonnable du risque dans le but de réaliser son objectif d'investissements au cas par cas.*

*La société peut également, de temps à autre, imposer d'autres restrictions à l'investissement, compatibles avec les investisseurs ou dans leur intérêt ou, dans certains cas, pour se conformer aux lois et réglementations de la Russie, d'autres pays de la CEI ou des Etats baltes.*

#### 4. Procédure et sélection des investissements

*Facteurs pris en compte*

[...]

*Procédure*

*Les opportunités d'investissement sont identifiées et analysées par le gestionnaire d'investissement ou ses délégués ou agents dans le cadre des présentes directives d'investissement. [Suit une description détaillée des activités de recherche, de sélection, d'analyse, de vérification et de négociation incombant au gérant].*

#### 5. Restriction à l'investissement

*La société ne peut pas, au moment de l'investissement, détenir plus de 20% de sa valeur d'actif net dans un même investissement."*

**c.** Le conseil d'administration de E\_\_\_\_\_ a enfin approuvé, lors de sa même séance du 15 novembre 2007, le prospectus d'introduction au SWX SWISS EXCHANGE des actions de la société. Ce document (pièce 3 appelante) expose les circonstances de la constitution de E\_\_\_\_\_ et rappelle sa vocation à se concentrer sur des investissements de "private equity" en Russie, dans les pays de la CEI et les Etats baltes, de manière à générer de la valeur sur le long terme (cf. en particulier rubriques 14.1 et 15.3 du prospectus). Il donne des informations sur les membres du conseil d'administration, sur le contrat de gestion, le gérant et le Comité d'investissement. Sous rubrique 15.11, le prospectus mentionne les éventuels conflits d'intérêts pouvant résulter de la position de B\_\_\_\_\_ au sein de K\_\_\_\_\_, auquel appartiennent, notamment, le gérant et la banque jouant le rôle de "lead manager" lors de l'introduction en bourse, soit L\_\_\_\_\_.

---

C. a. Au 31 décembre 2007, E\_\_\_\_\_ disposait d'actifs à hauteur de 127'583'813 fr., soit 92'296'590 fr. d'investissements (G\_\_\_\_\_ et H\_\_\_\_\_), 29'733'421 fr. de liquidités ("*cash or cash equivalent*") et 2'553'802 fr. de créances ("*accounts receivable*"). Les liquidités représentaient ainsi environ 23% des actifs de la société.

Ces liquidités étaient déposées à hauteur de 14'744'448 fr. (soit environ 50% des liquidités) auprès de L\_\_\_\_\_, à hauteur de 8'538 fr. auprès d'autres établissements bancaires et, pour le solde, détenues sous forme d'instruments du marché financier ("*money market instruments*").

b. Le témoin T\_\_\_\_\_, membre du Comité d'investissement, a indiqué, s'agissant de la gestion des liquidités de E\_\_\_\_\_, que le Comité avait reçu de L\_\_\_\_\_ des propositions "*qui étaient concurrentielles*", ajoutant qu'il était "*plus pratique*" et "*plus simple à tous les niveaux*" de faire appel à cet établissement bancaire, dans la mesure où il faisait partie du même groupe (procès-verbal d'enquêtes du 14 septembre 2011, page 11).

Il résulte pour le surplus du dossier (pièce 40 B\_\_\_\_\_, page 4 let. c 2<sup>ème</sup> §) que les fonds déposés par E\_\_\_\_\_ auprès de L\_\_\_\_\_ étaient rémunérés aux conditions du marché.

c. Au cours du premier semestre 2008, E\_\_\_\_\_ a vendu l'investissement H\_\_\_\_\_ et une partie de l'investissement G\_\_\_\_\_, ce qui a généré un important apport de liquidités. Une partie de ces liquidités (environ 23'300'000 fr.) a été réinvestie dans l'acquisition d'une participation dans le groupe russe U\_\_\_\_\_ (ci-après : U\_\_\_\_\_).

d. Au 30 juin 2008, les actifs de E\_\_\_\_\_ s'élevaient à 117'517'962 fr., dont 52'017'409 fr. (environ 44%) de liquidités, lesquelles étaient déposées à hauteur de 41'656'698 fr. (environ 80%) auprès de L\_\_\_\_\_, le solde étant déposé auprès d'autres établissements bancaires (16'021 fr.) ou détenu sous forme d'instruments du marché financier (1'161'709 fr.) ou de placements fiduciaires auprès de banques tierces (9'182'981 fr.).

e. La Cour de céans tient pour notoire qu'une crise financière majeure a éclaté au cours du second semestre 2008 avec, en particulier, la faillite de la banque LEHMAN BROTHERS intervenue en septembre 2008. Cette crise financière s'est prolongée à tout le moins jusqu'au milieu de l'année 2009.

f. Au cours de cette même période, E\_\_\_\_\_ a acquis une participation d'environ 6'900'000 fr. dans O\_\_\_\_\_, le Comité d'investissement considérant qu'il existait un écart important entre la valeur des actions de cette société et la valeur nette de ses actifs. O\_\_\_\_\_ (ci-après : O\_\_\_\_\_) étant une société K\_\_\_\_\_ (cf. let. A.c ci-dessus), cet investissement n'était pas pris en compte pour le calcul des frais de

---

gestion dus au gérant selon l'annexe 1 du contrat de gestion (cf. let. B.a ci-dessus; pièce 40 B\_\_\_\_\_, page 5 let. d 2<sup>ème</sup> §).

**g.** Par un courrier du 24 septembre 2008 adressé à B\_\_\_\_\_, R\_\_\_\_\_ lui a fait part de sa préoccupation relative à l'absence de stratégie d'investissement de E\_\_\_\_\_, respectivement à l'absence d'investissements dans le marché de "*private equity*" en Russie. R\_\_\_\_\_, relevant par ailleurs que la quasi-totalité des liquidités de E\_\_\_\_\_ étaient déposées auprès de L\_\_\_\_\_, s'inquiétait de cette concentration au regard de la crise financière existante et réclamait une diversification.

**h.** Le 15 décembre 2008, le gérant a présenté au conseil d'administration de E\_\_\_\_\_ un rapport sur l'environnement économique en Russie, les tendances en matière de "*private equity*" dans ce pays et la situation de E\_\_\_\_\_, notamment en ce qui concerne la gestion de ses liquidités et les possibilités de transaction étudiées par le gérant au cours de l'année. Sur ce dernier point, le rapport mentionne que près de nonante transactions avaient été prises en considération, que neuf avaient fait l'objet de recherches approfondies et que trois étaient en phase d'analyse.

**i.** Par courrier du 23 décembre 2008, R\_\_\_\_\_ a informé B\_\_\_\_\_ de sa décision de démissionner du conseil d'administration de E\_\_\_\_\_, invoquant la prise de participation majoritaire de K\_\_\_\_\_ (cf. let. A.b ci-dessus) et les divergences de vue croissantes entre les principaux actionnaires.

**j.** Au 31 décembre 2008, les actifs de E\_\_\_\_\_ s'élevaient à 123'148'363 fr., dont 75'805'646 fr. (environ 62%) de liquidités, lesquelles étaient déposées à hauteur de 39'691'472 fr. (52%) auprès de L\_\_\_\_\_, le solde étant déposé auprès d'établissements bancaires tiers (14'154 fr.) ou détenu sous forme d'instruments du marché financier (28'360 fr.) et de placements fiduciaires à court terme auprès de banques tierces (36'071'300 fr.).

**k.** Pour l'exercice 2008, les frais de gestion dus à M\_\_\_\_\_ selon l'annexe 1 au contrat de gestion se sont élevés à 2'145'984 fr. Une commission de 2'313'928 fr. a en outre été versée à M\_\_\_\_\_ en relation avec la vente de l'investissement H\_\_\_\_\_. La conformité du mode de calcul de cette commission au contrat de gestion a été confirmée par un rapport spécial de l'organe de révision de E\_\_\_\_\_ (pièce 38 B\_\_\_\_\_; cf. également pièce 40 B\_\_\_\_\_ pages 3 et 4, ch. 2).

**l.** L'exercice comptable 2008 de E\_\_\_\_\_ s'est clos sur une perte de 22'801'243 fr.

**m.** Dans sa "*lettre aux actionnaires*" figurant en tête du rapport d'activité 2008 de E\_\_\_\_\_, B\_\_\_\_\_ a indiqué que la société avait adopté en 2008 une approche prudente en matière d'investissement, considérant que ses secteurs d'activité principaux étaient nettement surévalués. Plus de quatre-vingts opportunités de

---

transactions avaient néanmoins été examinées, avec pour résultat les investissements dans U\_\_\_\_\_ et O\_\_\_\_\_. La société restait concentrée sur le marché du "private equity" mais il convenait de rester prudent et d'examiner avec attention la capacité des entreprises à survivre dans l'environnement économique difficile de l'époque.

L'examen par le gérant, au cours de l'année 2008, d'environ quatre-vingts transactions envisageables a été confirmé par les témoins T\_\_\_\_\_ (procès-verbal d'enquêtes du 14 septembre 2011 page 8, 3<sup>ème</sup> §) et S\_\_\_\_\_ (procès-verbal d'enquêtes du 25 juin 2012 page 20, 2<sup>ème</sup> §).

**n.** Selon une analyse émanant de la fiduciaire V\_\_\_\_\_, produite par A\_\_\_\_\_ (pièce 51 appelante, pages 8 et 9), la situation en matière de liquidités de K\_\_\_\_\_ aurait été tendue à la fin de l'année 2008. E\_\_\_\_\_ étant consolidée dans le K\_\_\_\_\_, le fait que ses actifs aient été détenus en grande partie sous forme de liquidités ou équivalente à des liquidités servait les intérêts du groupe.

Une contre-analyse émanant de la fiduciaire W\_\_\_\_\_, produite par B\_\_\_\_\_ et C\_\_\_\_\_ (pièce 60 intimé 1, pages 4 et 5), aboutit à la conclusion contraire selon laquelle la situation de liquidités de K\_\_\_\_\_ à la fin de l'année 2008 aurait été confortable, et en tout état peu influencée par la composition des actifs de E\_\_\_\_\_. Selon cette analyse, c'est en omettant de tenir compte des avoirs à vue détenus par le groupe auprès de banques tierces que V\_\_\_\_\_ serait parvenue à une estimation divergente et inexacte.

**o.** Au cours du premier semestre 2009, E\_\_\_\_\_ a augmenté sa participation dans O\_\_\_\_\_ d'environ 4'600'000 fr. et acquis des obligations émises par diverses sociétés russes et de la CEI, notamment X\_\_\_\_\_.

E\_\_\_\_\_ a également investi, au cours de la même période, 2'500'000 USD dans le fonds P\_\_\_\_\_, lequel a pour vocation d'investir dans des obligations et autres investissements à revenu fixe en Russie et dans les pays de la CEI. Dans un nombre indéterminé de cas, les obligations acquises par P\_\_\_\_\_ ont coïncidé avec celles acquises directement par E\_\_\_\_\_. Comme ce fonds est géré par K\_\_\_\_\_, les montants qu'y a investis E\_\_\_\_\_ n'étaient pas pris en compte pour fixer l'assiette de calcul des frais de gestion. Le fonds lui-même prélevait toutefois des honoraires de gestion de 1%.

**p.** Dans son rapport sur le premier semestre 2009, E\_\_\_\_\_ a invoqué un contexte économique difficile et incertain pour justifier la poursuite de sa stratégie d'investissement, qualifiée de prudente. La société était toujours à la recherche d'opportunités dans le domaine du "private equity" mais elle n'entendait pas se précipiter, préférant garder sous surveillance les acquisitions possibles pendant un certain temps.

---

**q.** Selon l'analyse émanant de V\_\_\_\_\_, produite par A\_\_\_\_\_, déjà citée ci-dessus (lettre C.n), la composition de l'actif de E\_\_\_\_\_ au 31 décembre 2009, intégralement consolidée dans le K\_\_\_\_\_, aurait eu une influence déterminante sur la situation de ce dernier en matière de fonds propres à la même date : dans l'hypothèse en effet où E\_\_\_\_\_ aurait procédé à des investissements importants (46'400'000 fr., respectivement 75'000'000 fr. selon les cas de figure envisagés) sous forme de prise de participations qualifiées dans des sociétés au lieu d'obligations, les fonds propres du groupe pris en compte dans le calcul des exigences de couverture auraient été inférieurs, ce qui aurait exposé le groupe à une mise sous surveillance de la part de la FINMA. La pondération des actifs dans le calcul des fonds propres n'est en effet pas la même selon qu'il s'agit d'obligations ou de participations qualifiées dans des sociétés tierces.

La contre-analyse produite par B\_\_\_\_\_ et C\_\_\_\_\_, confirmée par l'audition en qualité de témoin de l'un de ses auteurs (témoin S\_\_\_\_\_, procès-verbal d'enquêtes du 25 juin 2012 pp. 20 et 21) ne remet pas en cause les calculs de l'analyse de V\_\_\_\_\_ mais considère que ceux-ci se fondent sur plusieurs hypothèses peu probables, équivalentes au pire scénario. Une déviation de l'une ou l'autre de ces hypothèses, même faible, avait pour conséquence de modifier de manière importante le calcul des fonds propres pris en considération, et donc du ratio entre ceux-ci et les fonds propres exigés par la législation et la FINMA, dans un sens favorable au groupe K\_\_\_\_\_. Celui-ci aurait par ailleurs pu, en cas de besoin, faire appel à d'autres moyens d'améliorer ce ratio.

**r.** Lors de l'assemblée générale ordinaire 2009 de E\_\_\_\_\_, tenue le 25 juin 2009, A\_\_\_\_\_ a posé au conseil d'administration un certain nombre de questions relatives aux investissements, au bilan, aux charges et aux liquidités. Estimant les réponses obtenues insatisfaisantes, elle a formé une requête de contrôle spécial, qui a été rejetée à la majorité des voix représentées, étant précisé que les diverses sociétés actionnaires liées à K\_\_\_\_\_ disposaient à elles seules d'une majorité absolue.

Lors de la même assemblée générale, décharge a été donnée aux membres du conseil d'administration pour l'exercice 2008, malgré le vote en sens contraire de A\_\_\_\_\_.

**s.** Le 23 septembre 2009, A\_\_\_\_\_ a formé auprès du Tribunal de première instance (ci-après : le Tribunal) une requête en institution d'un contrôle spécial (cause C/20674/2009), laquelle a été déclarée sans objet par jugement du 17 novembre 2009 (JTPI/14316/09) au vu des pièces produites pendant la procédure par E\_\_\_\_\_. L'appel formé contre ce jugement par A\_\_\_\_\_ a été rejeté par arrêt de la Cour du 4 mars 2010 (ACJC/219/2010), confirmé par arrêt du Tribunal fédéral du 27 juillet 2010 (4A\_215/2010).

---

t. Au cours du second semestre 2009, E\_\_\_\_\_ a poursuivi ses achats d'obligations, se concentrant sur certaines entreprises russes ainsi que sur des obligations émises par la Lituanie. Le rapport d'activité 2009 fait état, une nouvelle fois, d'une situation économique incertaine et de la difficulté à trouver des investissements prometteurs dans le domaine du "*private equity*".

u. Au 31 décembre 2009, les actifs de E\_\_\_\_\_ s'élevaient à 129'645'244 fr., dont 18'659'402 fr. (soit environ 14%) de liquidités, lesquelles étaient déposées auprès de L\_\_\_\_\_ à hauteur de 14'115'617 fr. (soit environ 76% des liquidités totales), auprès d'autres établissements bancaires à hauteur de 417'177 fr. et, pour le solde, détenues sous forme de placements fiduciaires.

Les investissements, à hauteur de 108'999'265 fr., se composaient pour partie d'actions et obligations cotées et pour partie de titres de participation non cotés.

L'exercice se soldait par un bénéfice de 9'723'938 fr.

Les frais de gestion, selon l'annexe 1 du contrat de gestion, s'étaient élevés au cours de l'année 2009 à 1'666'472 fr.

Selon le témoin T\_\_\_\_\_, entre vingt et trente possibilités d'investissements avaient été envisagées et étudiées en 2009.

v. Au cours du premier semestre de l'année 2010, E\_\_\_\_\_ a poursuivi ses investissements en obligations. La lettre aux actionnaires figurant en tête du rapport semi-annuel 2010 relève toutefois une amélioration de l'économie russe et mentionne l'examen de plusieurs opportunités d'investissement intéressantes. Une liste produite par B\_\_\_\_\_ et C\_\_\_\_\_ (pièce 62 B\_\_\_\_\_) mentionne à cet égard quatorze possibilités, étudiées et toutes rejetées, et une quinzième encore en cours d'étude.

w. Lors de l'assemblée générale ordinaire de E\_\_\_\_\_, tenue le 24 juin 2010, A\_\_\_\_\_ a posé de nombreuses questions au conseil d'administration. Il a également soumis diverses propositions, portant notamment sur l'introduction de dispositions statutaires imposant l'indépendance des membres du conseil d'administration et du gérant ainsi que sur la suppression de la voix prépondérante du président du conseil d'administration. Ces propositions ont toutes été rejetées par l'assemblée, à l'exception de celle relative à l'indépendance du gérant, que l'administration avait refusé de porter à l'ordre du jour. A\_\_\_\_\_ a également sollicité la nomination d'un expert indépendant au sens de l'art. 731a al. 1 CO, requête rejetée par l'assemblée. Elle s'est enfin opposée, en vain, à ce que décharge soit donnée aux membres du conseil d'administration pour leur gestion en 2009.

D. a. Le 24 décembre 2009, A\_\_\_\_\_ a déposé à l'encontre de B\_\_\_\_\_ et de C\_\_\_\_\_ une demande en paiement, concluant à leur condamnation conjointe et

---

solidaire à payer à E\_\_\_\_\_ le montant de 29'162'328 fr. plus intérêts à 5% l'an à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2010, le Tribunal devant en outre fixer la part de ce montant due individuellement par chacun des défendeurs.

Fondant son action sur les art. 754, 756 et 759 CO, A\_\_\_\_\_ reprochait à B\_\_\_\_\_ et C\_\_\_\_\_ d'avoir, pendant la période allant de novembre 2007 à décembre 2009, violé leur devoir de fidélité en privilégiant les intérêts de K\_\_\_\_\_ à ceux de E\_\_\_\_\_, notamment en plaçant la quasi-totalité des avoirs de la société sous forme de liquidités auprès de L\_\_\_\_\_. Ils avaient en outre violé le principe d'égalité de traitement entre les actionnaires (art. 717 al. 2 CO) de même que l'interdiction de prestations disproportionnées en faveur des actionnaires ou membres du conseil d'administration (art. 678 al. 2 CO).

**b.** Le dommage réclamé en faveur de E\_\_\_\_\_, en lien de causalité allégué avec les violations de leurs devoirs reprochées aux défendeurs, correspond à l'addition des montants suivants :

- 25'809'400 fr. au titre de manque à gagner dû à la stratégie d'investissement fautive adoptée en 2009 par les demandeurs, un placement progressif des liquidités sur le marché boursier russe à compter du mois de janvier 2009 et jusqu'en décembre 2009 étant de nature à générer un profit de 25'237'000 fr., dont à déduire le revenu effectivement tiré des liquidités non placées, soit 47'600 fr., et auquel il convient d'ajouter le manque à gagner résultant d'un rendement insuffisant des liquidités, soit 620'000 fr.;
- 1'039'000 fr. au titre de frais de gestion versés en trop en 2008 et 2009 à K\_\_\_\_\_, en considérant que le taux de 2% prévu par l'annexe 1 du contrat de gestion ne pouvait s'appliquer qu'aux seules positions non liquides et hors groupe des actifs de E\_\_\_\_\_ ; le montant versé en trop s'élevait à 1'993'000 fr., dont à déduire le revenu des liquidités en 2008 et 2009, soit 954'000 fr.;
- 2'313'928 fr. au titre de commission de performance versée à tort.

**c.** Par mémoires en réponse du 17 juin 2010, B\_\_\_\_\_ et C\_\_\_\_\_ ont conclu au déboutement de A\_\_\_\_\_ de toutes ses conclusions, contestant toute violation de leurs devoirs et tout dommage et expliquant en substance que la stratégie d'investissements suivie, conforme aux dispositions statutaires et à la directive adoptée par le conseil d'administration, avait profité à la société et que les prestations effectuées en faveur d'entités de K\_\_\_\_\_ étaient justifiées au vu du contrat de gestion et de l'activité déployée.

**d.** Par acte du 24 décembre 2010, A\_\_\_\_\_ a amplifié sa demande d'un montant de 348'000 fr., correspondant aux frais de gestion perçus en trop par K\_\_\_\_\_ du

---

fait que de nombreux titres avaient été acquis directement (et entraient donc en considération pour le calcul des frais de gestion) plutôt que par l'intermédiaire du fonds P\_\_\_\_\_, dont les honoraires de gestion ne s'élevaient qu'à 1%.

A\_\_\_\_\_ a produit, en même temps que sa demande d'amplification, un document (pièce 59 A\_\_\_\_\_) actualisant au 30 juin 2010 le calcul du préjudice selon elle subi par E\_\_\_\_\_. Elle a estimé à cet égard que le montant du dommage devrait être estimé et faire l'objet d'une expertise.

**e.** Par écritures du 4 avril 2011, B\_\_\_\_\_ et C\_\_\_\_\_ ont conclu principalement à l'irrecevabilité des conclusions sur amplification formées par A\_\_\_\_\_ et, subsidiairement, à leur rejet.

**f.** Après avoir procédé à un certain nombre d'actes d'instruction, le Tribunal, par ordonnance du 11 février 2013, a ordonné la clôture des enquêtes. Cette ordonnance a fait l'objet d'un recours de la part de A\_\_\_\_\_, celle-ci se plaignant notamment d'être ainsi privée de la possibilité d'apporter, par voie d'expertise, la preuve de certains de ses allégués. Par arrêt du 10 mai 2013 (ACJC/608/2013), ce recours a été déclaré irrecevable faute de démonstration d'un préjudice difficilement réparable.

**g.** Par lettre au Tribunal du 4 décembre 2013, A\_\_\_\_\_ a derechef sollicité une expertise devant porter, selon elle, sur le caractère disproportionné des honoraires payés par E\_\_\_\_\_ au regard des usages en la matière et compte tenu du type d'investissements effectués, sur l'existence, en 2008, 2009 et 2010, d'opportunités d'investissements dans le domaine du "*private equity*" en Russie et sur la "*validation de la calculation du dommage subi par E\_\_\_\_\_ tel qu'établi dans la pièce 59 A\_\_\_\_\_ versée à la procédure*".

**h.** Les parties ont persisté dans leurs conclusions respectives dans leurs écritures après enquêtes des 17 mai 2013 et 24 janvier 2014 ainsi que par plaidoiries orales du 31 janvier 2014.

**i.** Par jugement du 14 mai 2014, le Tribunal a, après avoir admis la recevabilité des conclusions en amplification de la demande initiale formées le 24 décembre 2010 par A\_\_\_\_\_, débouté cette dernière de toutes ses conclusions (ch. 1 du dispositif) et l'a condamnée aux dépens, comprenant deux indemnités de procédure de 50'000 fr. chacune en faveur l'une de B\_\_\_\_\_ et l'autre de C\_\_\_\_\_.

Le Tribunal a considéré que, même si les statuts de E\_\_\_\_\_ mentionnaient expressément des investissements dans le domaine du "*private equity*", ils n'interdisaient nullement d'autres types d'investissements tels l'acquisition d'actions ou d'obligations. Au vu de la situation de crise existant pendant la période concernée, une gestion plutôt conservatrice axée sur la conservation des liquidités se justifiait par ailleurs. Les défendeurs n'avaient donc pas manqué à

---

leur devoir de diligence. B\_\_\_\_\_ n'avait pas non plus manqué à son devoir de fidélité dès lors que les décisions prises quant à la gestion des actifs étaient conformes aux statuts et aux intérêts de la société. En particulier, le placement d'une part importante des liquidités en mains d'une entité de K\_\_\_\_\_ n'apparaissait pas contraire aux intérêts de E\_\_\_\_\_ dans la mesure où il ne ressortait pas de la procédure que celle-ci ait présenté un risque particulier d'insolvabilité. Le principe de l'égalité entre les actionnaires n'était pas lésé par les contrats passés avec d'autres entités de K\_\_\_\_\_ ni par les prestations effectuées en vertu de ces contrats. Il n'y avait à cet égard pas matière à rétrocession des frais et commissions versés à M\_\_\_\_\_, ceux-ci ayant été calculés conformément aux dispositions contractuelles, approuvées en leur temps par le représentant de A\_\_\_\_\_ au sein du conseil d'administration. Enfin, le fait d'avoir acquis des obligations pour partie directement et pour partie par l'intermédiaire de P\_\_\_\_\_ était justifié par un objectif de diversification des risques: il n'y avait donc, là non plus, pas matière à diminution des frais dus en vertu du contrat de gestion.

- E. a.** Par acte adressé le 16 juin 2014 à la Cour de justice, A\_\_\_\_\_ appelle de ce jugement. Elle conclut à son annulation puis, cela fait, à la condamnation de B\_\_\_\_\_ et de C\_\_\_\_\_, pris conjointement et solidairement, à payer à E\_\_\_\_\_ les montants de 29'162'328 fr. plus intérêts à 5% l'an dès le 1<sup>er</sup> avril 2012 et de 348'000 fr. plus intérêts à 5% l'an dès le 1<sup>er</sup> janvier 2011, ainsi qu'à la fixation de la part de ces montants devant être imputée individuellement à chacun d'eux, le tout sous suite des frais et dépens de première instance et d'appel. Elle demande à être autorisée à prouver, notamment par voie d'expertise, un certain nombre de ses allégués en appel. Subsidiairement, elle conclut à ce que la cause soit renvoyée au Tribunal pour compléter l'état de fait et rendre un nouveau jugement dans le sens des considérants.

A\_\_\_\_\_ reprend pour l'essentiel - sous réserve de la commission de performance de 2'313'928 fr. versée en 2008 à M\_\_\_\_\_, dont elle ne paraît plus contester le bien-fondé - l'argumentation déjà soumise au premier juge, auquel elle reproche, notamment, d'avoir retenu une interprétation erronée des statuts procédant d'une mauvaise constatation des faits pertinents et d'une application erronée du droit.

A l'appui de son acte d'appel, A\_\_\_\_\_ produit un bordereau complémentaire de pièces comportant, outre le jugement attaqué (pièce 88 appelante), six pièces non encore produites (pièces 89 à 94 appelante) dont trois (pièces 91, 93 et 94 appelante) figurent déjà dans les actes de la procédure.

- b.** Dans leurs réponses à l'appel déposées les 29 septembre et 2 octobre 2014 au greffe de la Cour, B\_\_\_\_\_ et C\_\_\_\_\_ concluent au rejet de l'appel, avec suite de frais et dépens.

Reprenant pour l'essentiel l'argumentation déjà soutenue devant le premier juge, ils produisent chacun un bordereau de pièces complémentaire comprenant onze pièces (pièces 123 à 133 intimés) dont plusieurs figurent déjà parmi les actes de la procédure.

c. A\_\_\_\_\_ a répliqué par acte adressé le 30 octobre 2014 au greffe de la Cour, produisant une pièce nouvelle. B\_\_\_\_\_ et C\_\_\_\_\_ ont dupliqué par écritures des 19 et 24 novembre respectivement.

Par courrier du 25 novembre 2014, les parties ont été informées que la cause était gardée à juger.

### **EN DROIT**

1. **1.1** La présente procédure d'appel est régie par le Code de procédure civile du 19 décembre 2008, la décision querellée ayant été communiquée aux parties après son entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2011 (art. 405 al. 1 CPC).

Dans la mesure où la cause a été introduite en 2009, elle était toutefois régie en première instance par l'ancienne Loi de procédure civile (art. 404 al. 1 CPC).

**1.2** Le présent appel est dirigé contre une décision finale rendue dans le cadre d'un litige portant sur une valeur supérieure à 10'000 fr. (art. 308 al. 1 let. a et al. 2 CPC). Il a été déposé en temps utile et selon la forme prescrite (art. 130, 131 et 311 CPC).

L'appel est ainsi recevable.

Il en va de même de la réponse des intimés (art. 312 al. 1 et 2 CPC) ainsi que des écritures en réplique et en duplique des parties.

**1.3** L'instance d'appel revoit la cause en fait et en droit avec un plein pouvoir d'examen (art. 310 CPC).

En vertu de la présomption de l'art. 150 al. 1 CPC, il est admissible dans le cadre de la maxime des débats de considérer comme non contestés les faits retenus dans la décision attaquée s'ils ne sont pas critiqués par l'appelant (TAPPY, Les voies de droit du nouveau Code de procédure civile, JdT 2010 III 115, p. 137; REETZ/THEILER, Kommentar zur Schweizerischen Zivilprozessordnung, 2013, n. 38 ad art. 311).

2. **2.1** Les faits et les moyens de preuve nouveaux sont admissibles en appel aux conditions de l'art. 317 CPC. La Cour examine, en principe, d'office la recevabilité des faits et les moyens de preuve nouveaux en appel (REETZ/HILBER, Kommentar zur Schweizerischen Zivilprozessordnung [ZPO], 2013, n. 26 ad art. 317 CPC).

---

Selon l'art. 317 al. 1 CPC, les faits et les moyens de preuves nouveaux ne sont pris en considération en appel que s'ils sont invoqués ou produits sans retard (let. a) et s'ils ne pouvaient pas être invoqués ou produits devant la première instance bien que la partie qui s'en prévaut ait fait preuve de la diligence requise (let. b). Les deux conditions sont cumulatives (JEANDIN, in Code de procédure civile commenté, 2011, n. 6 ad art. 317).

Il appartient au plaideur qui entend invoquer des nova improprement dits devant l'instance d'appel de démontrer qu'il a fait preuve de la diligence requise, ce qui implique notamment d'exposer précisément les raisons pour lesquelles le moyen de preuve n'a pas pu être produit en première instance.

**2.2** En l'occurrence, aussi bien l'appelante que les intimés produisent des pièces nouvelles en appel.

Les pièces 89, 90 et 95 appelante, qui ne pouvaient être obtenues par cette dernière que postérieurement à la date à laquelle la cause a été gardée à juger en première instance, sont recevables. Les pièces 91, 93 et 94 appelante font déjà partie du dossier de la procédure. Quant à la pièce 92 appelante, que celle-ci aurait eu la possibilité de produire en première instance, elle est irrecevable.

Les pièces 125 (identique à la pièce 89 appelante) et 126 intimés, ainsi que 133 intimé n° 1, sont recevables car postérieures à la date à laquelle la cause a été gardée à juger en première instance. Les pièces 124 intimés et 132 intimé n° 1 font déjà partie du dossier de la procédure. Pour le surplus, les pièces produites en appel par les intimés (pièces 123 et 127 à 131), que ces derniers auraient pu produire en première instance, sont irrecevables.

- 3.** **3.1** L'art. 316 al. 3 CPC habilite l'instance d'appel à administrer des preuves, en particulier à accueillir des offres probatoires rejetées par l'autorité de première instance (arrêt du Tribunal fédéral 4A\_229/2012 du 19 juillet 2012 consid. 4).

La preuve de faits pertinents et contestés (art. 150 al. 1 CPC), susceptibles d'influer sur le sort de la cause (arrêt du Tribunal fédéral 4A\_229/2012 précité), peut être rapportée par expertise (art. 183 et ss CPC).

L'instance d'appel renoncera, en règle générale, à procéder elle-même à des vérifications et renverra la cause au premier juge lorsque l'instruction menée par ce dernier est incomplète sur des points essentiels, par exemple parce qu'il n'a pas donné suite à une offre de preuve pertinente pour l'issue du litige (art. 318 al. 1 let. c ch. 2 CPC; arrêt du Tribunal fédéral 5A\_939/2012 du 8 mars 2013 consid. 4.2.1; ATF 138 III 374 consid. 4.3.2).

**3.2** Dans le cas d'espèce, il est constant que l'appelante a sollicité en temps utile devant le premier juge une expertise devant porter sur trois points selon elle per-

---

tinents et contestés, à savoir le caractère disproportionné des honoraires versés par E\_\_\_\_\_ à M\_\_\_\_\_, l'existence d'opportunités d'investissements dans le domaine du "*private equity*" en Russie en 2008, 2009 et 2010 et le calcul du dommage. Il résulte de même du dossier que le premier juge a - à tout le moins implicitement - rejeté cette offre de preuve.

Il convient dès lors d'examiner dans quelle mesure l'administration de cette mesure probatoire en appel se justifie.

En ce qui concerne le premier point sur lequel l'appelante souhaiterait voir porter l'expertise, soit le caractère disproportionné des honoraires de gestion versés par E\_\_\_\_\_ à M\_\_\_\_\_, la Cour constate que l'appelante n'a nullement allégué que le taux des frais de gestion, tel qu'il résulte du contrat de gestion conclu le 15 novembre 2007 entre E\_\_\_\_\_ et M\_\_\_\_\_, n'aurait pas été conforme aux conditions du marché dans le domaine du "*private equity*" (cf. let. B.a ci-dessus). La question de savoir si un autre taux aurait été justifié si les prestations attendues de M\_\_\_\_\_ avaient été différentes est dès lors dénuée de pertinence (cf. ci-dessous ch. 5.3, 5.5 et 6.2).

L'existence d'opportunités d'investissements dans le domaine du "*private equity*" en Russie entre 2008 et 2010, deuxième point sur lequel l'appelante sollicite une expertise, ne fait pour sa part pas véritablement l'objet d'une contestation : il résulte au contraire de l'état de fait que le gérant a recherché et identifié, pendant cette période, un certain nombre d'entreprises dans lesquelles E\_\_\_\_\_ aurait pu investir (cf. lettres C.h. C.m, C.p, C.u et C.v). Pour le surplus, l'appelante n'allègue aucun fait concret, susceptible d'être prouvé par expertise, dont il résulterait que c'est à tort que les intimés ont renoncé à ces investissements ou à d'autres, non identifiés. Il n'est pas davantage allégué, d'une manière suffisamment précise pour qu'une preuve puisse être administrée sur ce point, que le gérant ou les intimés auraient déployé des efforts insuffisants ou n'auraient pas mis en place l'organisation nécessaire pour identifier des opportunités d'investissement profitables. L'expertise sollicitée s'avère ainsi, de ce point de vue également, sans objet.

La Cour relève enfin que le troisième point sur lequel l'appelante sollicite une expertise, soit la "*validation*" du calcul du dommage auquel elle a procédé, n'a pas été examiné par le premier juge dès lors que celui-ci a considéré que la responsabilité des intimés n'était en tout état pas engagée, faute d'une violation par ces derniers de leurs devoirs. Si la Cour devait parvenir à une conclusion contraire et retenir que les intimés ont engagé leur responsabilité, le dossier devrait en conséquence être retourné au premier juge afin que celui-ci se prononce sur la quotité du dommage et la part de ce dernier imputable à chacun des intimés. Il n'est donc pas nécessaire de procéder à une expertise sur ce point dans le cadre du présent appel.

- 
- 4. 4.1** Les membres du conseil d'administration d'une société anonyme répondent à l'égard de la société, de même qu'envers chaque actionnaire ou créancier social, du dommage qu'ils leur causent en manquant intentionnellement ou par négligence à leurs devoirs (art. 754 al. 1 CO). En cas de délégation valable de compétence, l'administrateur ne répond en principe que de la *cura in eligendo, instruendo et custodiendo* (art. 754 al. 2 CO; ATF 122 III 195 consid. 3a).

Pour le dommage causé à la société, celle-ci et chaque actionnaire ont le droit d'intenter action. Les actionnaires ne peuvent toutefois agir qu'en paiement de dommages-intérêts à la société (art. 756 CO).

La décharge donnée à un membre du conseil d'administration par l'assemblée générale est opposable, pour les faits révélés, à l'action de la société ainsi qu'à celle de l'actionnaire qui a adhéré à la décharge ou qui a acquis les actions postérieurement en connaissance de celle-ci. Le droit des autres actionnaires d'intenter action s'éteint six mois après la décharge (art. 758 CO).

Le demandeur peut actionner plusieurs responsables pour la totalité du dommage et demander au juge de fixer au cours de la même procédure les dommages-intérêts dus par chacun des défendeurs (art. 759 al. 2 CO).

**4.2** En l'occurrence, l'appelante a intenté une action en responsabilité contre les intimés, en leur qualité de membres du conseil d'administration de E\_\_\_\_\_, dans le délai de six mois après que l'assemblée générale 2009 de la société, tenue le 23 juin 2009, ait voté leur décharge malgré son opposition. Elle a ensuite amplifié sa demande dans le délai de six mois après que l'assemblée générale 2010 de la société, tenue le 24 juin 2010, ait, malgré son opposition, voté la décharge des intimés.

Conformément à l'art. 756 CO, l'appelante conclut au paiement à la société de dommages-intérêts correspondant au préjudice qu'elle aurait subi au cours des exercices 2008 et 2009 ainsi que du premier semestre 2010 (cf. pièce 59 appelante).

Son action respecte ainsi les exigences des art. 756, 758 et 759 CO.

- 5. 5.1** La responsabilité civile des administrateurs est soumise à la réunion de quatre conditions générales cumulatives : la violation d'un devoir, une faute (intentionnelle ou par négligence), un dommage et l'existence d'une relation de causalité (naturelle et adéquate) entre la violation du devoir et le dommage (ATF 132 III 342 consid. 4.1; arrêt du Tribunal fédéral 4A\_77/2014 du 21 mai 2014 consid. 4.1).

Il y a violation de ses devoirs par un administrateur lorsque celui-ci ne respecte pas une norme ayant pour but de protéger le patrimoine de la société, de ses

actionnaires ou de ses créanciers. Il est notamment tenu par un devoir de diligence dans l'exercice de ses attributions, telles que déterminées par la loi et les statuts, de fidélité à l'égard de la société et d'égalité de traitement à l'égard des actionnaires (art. 717 al. 1 et 2 CO; ATF 125 III 86 consid. 3b; BÖCKLI, Schweizer Aktiensecht, 4<sup>ème</sup> édition, 2009, § 18 n<sup>os</sup> 378 et 379; CORBOZ, in CR CO II, 2008, TERCIER/AMSTUTZ [éd.], n° 20 ad art. 754 CO).

La diligence attendue d'un administrateur s'apprécie de manière objective, en ce sens que l'art. 717 al. 1 CO exige toute la diligence nécessaire et non uniquement celle déployée dans ses propres affaires. Le comportement adopté dans un cas concret sera ainsi comparé à celui que l'on aurait pu attendre d'une personne raisonnable agissant conformément aux règles dans une situation comparable. Il convient de procéder à cet examen *ex ante*, soit en l'état des connaissances, informations et circonstances existant au moment de l'action ou de l'omission reprochée à l'administrateur concerné (ATF 139 III 24 consid. 3.2 et références citées). Dans ce contexte, une certaine retenue s'impose lorsqu'il s'agit d'apprécier après coup le bien-fondé de décisions de gestion faisant appel à une appréciation, pour autant que celles-ci aient été prises sur la base d'une information adéquate et au terme d'un processus décisionnel régulier et exempt de conflit d'intérêts (principe du "*business judgment rule*" : ATF 139 III 24 consid. 3.2; arrêt du Tribunal fédéral 4A\_74/2012 du 18 juin 2012 consid. 5.1).

Le devoir de fidélité résultant de l'art. 717 al. 1 CO impose aux administrateurs d'orienter leur comportement en fonction des intérêts de la société et de placer leurs propres intérêts - ou ceux de tiers - au second plan. Ce principe de primauté des intérêts de la société s'applique également lorsque celle-ci fait partie d'un groupe (ATF 130 III 213 consid. 2.2.2). Si le danger d'un conflit d'intérêts existe, le conseil d'administration doit veiller à ce que l'intérêt de la société soit préservé, notamment en se montrant attentif à ce que d'éventuelles transactions conclues avec d'autres sociétés appartenant au groupe soient conclues aux conditions du marché (ATF 130 III 213 consid. 2.2.2; MUSTAKI/URBEN, Prévention et gestion des conflits d'intérêts des administrateurs, in SJ 2014 II 109 ss., pp. 148 ss., notamment 153). Encore faut-il tenir compte de ce que l'intérêt bien compris d'une société faisant partie d'un groupe puisse justifier une prise en compte des intérêts dudit groupe (LEHMANN, in Kurzkomentar OR, 2014, Honsell [éd.], n° 18 ad art. 754 CO).

L'administrateur est par ailleurs tenu de traiter de manière égale les actionnaires. Cette obligation n'est toutefois que relative, un traitement différencié pouvant être admissible s'il est objectivement justifié et respecte le principe de la proportionnalité (ATF 117 II 290 consid. 6.b.bb; BÖCKLI, op. cit., § 18 n° 383; SUNARIC, in Kurzkomentar OR, 2014, Honsell [éd.], n° 11 ad art. 717 CO).

---

**5.2** Dans un premier grief, l'appelante reproche au premier juge de n'avoir pas retenu que les intimés auraient violé les statuts de E\_\_\_\_\_ en conduisant une politique d'investissement non conforme à ces derniers. Selon elle, et quelle que soit la méthode d'interprétation des statuts choisie, ceux-ci imposaient aux administrateurs d'investir "*principalement*" dans le domaine du "*private equity*" - notion définie comme l'acquisition d'actions dans des sociétés non cotées dans la perspective de réaliser des plus-values à moyen ou long terme - en Russie et dans les Etats baltes. Or la politique d'investissements effectivement poursuivie par les intimés avait consisté en 2008 à conserver le patrimoine de E\_\_\_\_\_ sous forme de liquidités puis, dès janvier 2009 et jusqu'à la fin de la période faisant l'objet de la présente procédure, à procéder à des investissements en obligations ou dans des sociétés ne répondant pas aux critères du "*private equity*". Toujours selon l'appelante, ces options d'investissement avaient été décidées en fonction non pas des intérêts de E\_\_\_\_\_ mais afin d'améliorer la situation de K\_\_\_\_\_ en matière de liquidités (en 2008) ou de fonds propres (en 2009).

**5.2.1** La Cour de céans s'est déjà exprimée dans ses arrêts des 15 septembre 2011 (ACJC/1114/2011 consid. 7.1 et 7.2) et 11 mai 2012 (ACJC/660/2012 consid. 7), rendus dans le cadre de procédures visant à l'institution d'un contrôle spécial engagées par l'appelante, sur le sens qu'il convenait de donner aux art. 3 et 3A des statuts de E\_\_\_\_\_. Elle a retenu en résumé à ces occasions que la mention de "*private equity*" figurant à l'art. 3 des statuts n'imposait pas, dès lors qu'elle était précédée de la locution "*en particulier*", que les avoirs de E\_\_\_\_\_ soient placés exclusivement dans des sociétés non cotées en bourse mais qu'au contraire les statuts permettaient l'acquisition d'actions et d'obligations, sans limitation au domaine du "*private equity*", ainsi que des placements à court terme dans certaines situations.

Dans un arrêt rendu le 4 avril 2012 (4A\_648/2011 consid. 3.2) sur recours de l'appelante contre l'arrêt de la Cour du 15 septembre 2011 cité ci-dessus, le Tribunal fédéral a confirmé cette interprétation, considérant que, si l'on pouvait déduire des art. 3 et 3A des statuts de E\_\_\_\_\_ que la société "*devait se caractériser par des placements en private equity dans des sociétés de la zone géographique indiquée*", rien ne permettait de penser que la totalité des fonds ou une quote-part déterminée de ceux-ci devait impérativement être investie de cette manière, ni que des investissements en obligations étaient prohibés.

L'argumentation présentée en appel ne justifie pas un nouvel examen de ces conclusions : la question n'est en effet pas tant de savoir si les statuts de E\_\_\_\_\_ prévoyaient que celle-ci investirait "*principalement*" ou "*notamment*" dans le domaine du "*private equity*", ni si les investissements effectués répondaient à la notion restrictive de ce concept privilégiée par l'appelante, mais bien plutôt de savoir si ces statuts autorisent d'autres types de placements, ce qui est manifestement le cas. Comme l'a relevé le Tribunal fédéral, rien dans les statuts ne permet

---

d'admettre que les investissements devraient se faire exclusivement dans le domaine du "*private equity*", ni même qu'une quote-part déterminée des actifs devrait en tout temps être investie dans ce domaine. L'art. 3A des statuts prévoit du reste la possibilité pour la société d'investir dans des "*investissements avec des échéances plus brèves en vue de profiter de certaines opportunités offertes par les conditions du marché*". Les directives d'investissement, adoptées à l'unanimité par le conseil d'administration alors que celui-ci comprenait encore un membre représentant les intérêts du prédécesseur de l'appelante, concrétisent à cet égard la possibilité d'investir de manière temporaire dans d'autres domaines que le "*private equity*", notamment dans des "*instruments de la dette et des marchés financiers*", et ce en vue de "*prendre des positions défensives temporaires à condition que le gestionnaire d'investissement détermine soit que les opportunités d'appréciation du capital sont limitées à ce moment-là, soit que des dépréciations importantes risquent d'intervenir*" (directives d'investissement ch. 3).

Il découle de ce qui précède que, contrairement à ce que soutient l'appelante, la politique d'investissement suivie par E\_\_\_\_\_ de janvier 2008 à juin 2010 n'est pas, en soi, contraire aux statuts.

C'est pour le surplus le lieu de relever que l'appelante elle-même, certes dans le cadre du calcul du préjudice selon elle subi par la société, prend comme référence le revenu que celle-ci aurait retiré non pas d'investissements dans le domaine du "*private equity*" mais de placements en actions cotées à la bourse russe.

**5.2.2** Etant établi que les intimés n'ont pas violé, par la politique d'investissement qu'ils ont choisie respectivement cautionnée, les statuts de E\_\_\_\_\_, il reste à examiner si, en relation avec cette même politique d'investissement, ils ont violé leurs obligations de diligence et de fidélité.

L'appelante soutient à cet égard que la décision des intimés de ne pas investir, pendant la période considérée, dans le domaine du "*private equity*", leur aurait été dictée par des motifs étrangers aux intérêts de E\_\_\_\_\_, soit par les besoins en liquidités, respectivement en fonds propres, de K\_\_\_\_\_ au sein duquel E\_\_\_\_\_ est consolidée. L'instruction de la cause (cf ci-dessus lettres C.n et C.q), et en particulier les analyses produites par les parties à cet égard, ne permettent cependant pas de tenir ce fait pour établi. S'il faut ainsi admettre que le maintien sous forme de liquidités des avoirs de E\_\_\_\_\_ a eu un effet favorable sur la situation en la matière de K\_\_\_\_\_ en 2008, et que, pour l'exercice 2009, la nature des investissements effectivement opérés a eu pour conséquence qu'ils bénéficiaient d'une pondération plus importante dans le calcul des fonds propres du groupe, rien ne permet en revanche de retenir que ces deux facteurs aient revêtu une importance particulière, que ce soit pour le groupe ou pour l'une des sociétés qui lui sont intégrées, au point qu'ils auraient exercé une influence concrète sur les décisions en matière de politique d'investissement prises par les intimés au sein de

---

E\_\_\_\_\_. Cela étant, et bien que l'existence d'un conflit d'intérêts concret ne puisse ainsi être retenue, il se justifie, conformément à la jurisprudence et en dérogation au principe du "*business judgment rule*", d'examiner avec une attention particulière les décisions en matière de politique d'investissement prises - ou cautionnées - par les intimés en leur qualité de membres du conseil d'administration de E\_\_\_\_\_.

A cet égard, la décision consistant à conserver une part élevée de liquidités en 2008, respectivement à ne pas réinvestir immédiatement les liquidités provenant de la liquidation des opérations H\_\_\_\_\_ et G\_\_\_\_\_, n'apparaît pas critiquable : il résulte à cet égard de l'instruction que le gérant a procédé au cours de cet exercice à l'examen d'un grand nombre d'opportunités d'investissement, qui ont été écartées au motif notamment qu'ils étaient surévalués. A cela s'ajoute que l'année 2008 a vu l'éclatement d'une crise financière mondiale, marquée notamment par la faillite d'une grande banque d'affaires, ce qui justifiait une grande prudence au niveau des investissements. L'appelante elle-même admet du reste que cette décision de gestion a eu un résultat bénéfique pour E\_\_\_\_\_ (demande du 24 décembre 2009, allégué 131).

Certes, l'appelante reproche aux intimés un rendement selon elle insuffisant des liquidités. Elle se borne toutefois, sur ce point, à se référer à deux indices, le LIBOR et le taux publié par le CREDIT SUISSE, tous deux relatifs à des placements en francs suisses à trois mois, sans expliquer en quoi il aurait dû être reconnaissable à l'époque par les intimés que de tels placements étaient possibles et préférables, du point de vue du risque et de la nécessité d'être en mesure de disposer rapidement de fonds le cas échéant, aux placements fiduciaires ou aux dépôts à vue qu'ils ont privilégiés. Le grief n'est donc pas consistant.

Depuis le début de l'année 2009 jusqu'à la fin de la période considérée, soit jusqu'en juin 2010, le gérant a poursuivi ses efforts de sélection d'opportunités d'investissement dans des sociétés russes et des Etats baltes. Aucune transaction ne s'est cependant concrétisée, en raison de l'attitude prudente adoptée par le gérant et les intimés au vu du contexte économique - la crise éclatée en 2008 s'étant prolongée à tout le moins jusqu'au milieu de l'année 2009 -, de la situation en Russie et de la difficulté apparente à trouver des projets prometteurs. Une telle attitude, même si elle devait apparaître après coup comme peut-être trop prudente, ne saurait être considérée comme une violation par les administrateurs de leur devoir de diligence. L'appelante ne mentionne aucun projet concret dans lequel, à son sens, E\_\_\_\_\_ aurait dû investir. Elle ne remet pas en question les recherches effectuées et ne critique pas concrètement la décision des intimés de renoncer à investir dans les projets ayant fait l'objet d'un examen. Le fait que des tiers aient procédé à des investissements dans le domaine du "*private equity*" pendant la même période ne signifie aucunement que les intimés auraient violé leurs devoirs de diligence en renonçant à en faire de même pour E\_\_\_\_\_.

---

De la même manière, l'appelante ne critique pas de manière utile la politique d'investissement effectivement suivie de janvier 2009 à juin 2010, consistant à acquérir des obligations dans certains secteurs ainsi qu'une participation dans une société de K\_\_\_\_\_ active dans le secteur immobilier en Russie, se bornant à alléguer que les actifs auraient pu être investis de manière plus profitable en acquérant des actions cotées à la bourse russe. Ce faisant, l'appelante se livre cependant à une appréciation *a posteriori* des décisions prises par les intimés; elle n'établit en revanche nullement qu'un administrateur raisonnable, compte tenu de l'environnement économique et des informations dont il disposait au moment où il devait prendre ses décisions, aurait pu et dû reconnaître qu'une politique d'investissement en actions cotées à la bourse russe serait plus indiquée, en tenant compte non seulement des profits possibles mais également des risques encourus, que la stratégie d'investissement effectivement suivie.

Il s'ensuit que les intimés n'ont pas violé leurs devoirs de diligence et de fidélité par la politique d'investissement menée de janvier 2008 à juin 2010.

**5.3** Dans un deuxième grief, l'appelante reproche aux intimés le paiement de frais de gestion excessifs à M\_\_\_\_\_, en sa qualité de gérant des avoirs de E\_\_\_\_\_. Selon elle, les liquidités ne devaient pas être englobées dans les avoirs servant au calcul des frais de gestion. A cela s'ajoute que l'activité effectivement déployée par le gérant s'était limitée à des placements en liquidité, en instruments à revenu fixe et en investissement dans des sociétés de K\_\_\_\_\_, ce qui ne justifiait pas une rémunération à hauteur de 2% des avoirs gérés.

S'agissant de paiements effectués par la société dont les administrateurs sont recherchés en faveur d'une autre société appartenant au même groupe et elle-même actionnaire de la première, les décisions y relatives des intimés doivent être examinés avec une attention particulière, en raison du risque d'un conflit d'intérêts.

Le contrat de gestion a été conclu le 15 novembre 2007, alors que le conseil d'administration de E\_\_\_\_\_ se composait d'un représentant de K\_\_\_\_\_, qui n'était pas encore actionnaire majoritaire, en la personne de l'intimé n° 1, d'un représentant du prédécesseur de l'appelante et de l'intimé n° 2. Il décrit de manière précise l'activité attendue du gérant. Son annexe 1 prévoit le prélèvement de frais de gestion, à un taux de 2%, sur la valeur nette des actifs, étant précisé que dans la pratique les placements effectués dans ou par l'intermédiaire d'entités appartenant à K\_\_\_\_\_ n'ont pas été pris en considération pour le calcul des frais de gestion. L'appelante n'a ni allégué ni établi que les termes de ce contrat ne seraient pas conformes aux conditions du marché, compte tenu de l'activité attendue du gérant. Aucun élément du dossier ne permet par ailleurs de retenir que celui-ci n'aurait pas satisfait aux obligations mises à sa charge selon le contrat. Il a en particulier constitué un comité d'investissement, veillé à la gestion des avoirs qui lui étaient

---

confiés, procédé à des recherches, analyses et négociations en vue d'identifier des entreprises dans lesquelles investir et régulièrement rendu rapport à l'administration. On ne voit dès lors pas pour quel motif E\_\_\_\_\_ aurait refusé de lui verser la prestation convenue, sous forme de frais de gestion calculés sur la valeur nette des actifs gérés. En particulier, le contrat ne prévoit aucune possibilité de revoir à la baisse la rémunération fixée dans l'hypothèse où, malgré les recherches effectuées en ce sens, aucun projet d'investissement dans une entreprise ne se concrétisait. De la même manière, on ne voit guère quels motifs E\_\_\_\_\_ aurait pu invoquer pour soustraire les actifs sous forme liquides à la base de calcul des frais de gestion, au vu du texte clair du contrat.

Les intimés n'ont ainsi nullement violé leurs devoirs de diligence et de fidélité en acceptant le versement à M\_\_\_\_\_ des frais de gestion prévus par le contrat de gestion.

C'est le lieu de relever que, contrairement à ce que soutient l'appelante, il ne résulte pas du dossier que les décisions de gestion aient été prises de manière à maximiser les commissions de gestion payées par E\_\_\_\_\_ à d'autres entités de K\_\_\_\_\_. Au contraire, des investissements importants ont été effectués dans ou par l'intermédiaire d'entités internes au groupe (O\_\_\_\_\_ et le fonds P\_\_\_\_\_), ce qui a eu pour effet de réduire les frais de gestion dus par E\_\_\_\_\_, ces investissements n'étant pas pris en compte pour le calcul desdits frais.

C'est à tort également, à cet égard, que l'appelante reproche aux intimés de n'avoir pas davantage encore réduit les frais de gestion, en n'acquérant des obligations que par l'intermédiaire du P\_\_\_\_\_ : en agissant de la sorte, en effet, E\_\_\_\_\_ et le gérant n'auraient plus eu aucun contrôle sur le choix des entreprises et secteurs d'activité dans lesquels ils souhaitaient investir.

**5.4** Selon l'appelante, les liquidités déposées par E\_\_\_\_\_ auprès de L\_\_\_\_\_ auraient dû être rémunérées au taux - supérieur à celui effectivement versé - auquel celle-ci aurait dû emprunter pour pallier au manque de liquidités auquel le K\_\_\_\_\_ aurait été confronté s'il n'avait pu bénéficier de celles de E\_\_\_\_\_. Dès lors qu'ils se seraient contentés du taux applicable aux dépôts en liquidités, respectivement des revenus des placements en instruments financiers et placements fiduciaires effectués par L\_\_\_\_\_ pour le compte de E\_\_\_\_\_, les intimés auraient violé leurs obligations de diligence et de fidélité.

Cette argumentation suppose, sur le plan des faits, qu'il puisse être tenu pour établi que le K\_\_\_\_\_ ait souffert de difficultés de liquidités telles qu'il n'aurait eu d'autre choix, si les liquidités de E\_\_\_\_\_ n'avaient pas été déposées auprès de L\_\_\_\_\_, que d'emprunter pour faire face à ses obligations. Or, comme déjà relevé ci-dessus (chiffre 5.2.2), l'existence au sein de K\_\_\_\_\_ d'une telle crise de liquidités ne peut être tenue pour établie. A supposer même qu'elle le soit, rien ne

---

permet de retenir que K\_\_\_\_\_ n'aurait pu y pallier par un autre moyen, par exemple par une cession d'actifs, que l'emprunt.

Les intimés n'avaient donc aucun motif pour exiger que les avoirs de E\_\_\_\_\_ déposés auprès de L\_\_\_\_\_ soient rémunérés à un taux supérieur à celui effectivement appliqué, qui correspondait au taux du marché (cf. lettre C.b ci-dessus).

**5.5** L'appelante soutient que les intimés auraient violé leur obligation de traiter de manière égale les actionnaires en adoptant une politique d'investissement ayant bénéficié uniquement aux actionnaires appartenant à K\_\_\_\_\_, par le biais de commissions de gestion, d'investissements et de dépôts de liquidités, alors que les actionnaires n'appartenant pas au groupe n'ont perçu aucun dividende.

Cette argumentation méconnaît cependant que les montants versés aux actionnaires appartenant à K\_\_\_\_\_ l'ont été non pas en raison de leur qualité d'actionnaires mais sur la base de rapports contractuels spécifiques répondant aux conditions du marché et en échange de contreprestations réputées d'égale valeur. L'appelante n'allègue au demeurant pas que des entités dont elle serait elle-même proche auraient proposé de fournir les mêmes services aux mêmes conditions et se seraient vues évincées au profit des sociétés de K\_\_\_\_\_ actionnaires.

L'argument est donc mal fondé.

- 6. 6.1** Selon l'art. 678 al. 2 CO, les actionnaires et les membres du conseil d'administration, ainsi que les personnes qui leur sont proches, sont tenus à restitution des prestations de la société qui sont en disproportion évidente avec leur contre-prestation et la situation économique de la société. Le critère principal pour apprécier une éventuelle disproportion entre les prestations au détriment de la société, qui doit être évidente, consiste à déterminer si la prestation litigieuse aurait été fournie aux mêmes conditions à un tiers indépendant (CHENAUX, in CR CO II, n° 34 et 36 ad art. 678 CO).

L'action en restitution peut être exercée par la société ou par un actionnaire. Dans cette seconde hypothèse, celui-ci doit conclure au paiement à la société (art. 678 al. 3 CO).

L'art. 678 CO constitue une *lex specialis* par rapport à l'action en enrichissement illégitime prévue par l'art. 62 CO, dont elle se distingue par l'exigence de mauvaise foi du bénéficiaire, par le délai de prescription plus long ainsi que par l'absence de la condition que le bénéficiaire soit toujours enrichi au moment de la répétition (CHENAUX, in CR CO II, n° 91 ad art. 678 CO). L'action en restitution doit ainsi être dirigée contre le bénéficiaire de la prestation disproportionnée.

Le versement en faveur d'un actionnaire d'une prestation disproportionnée par rapport à sa contre-prestation devra souvent être considéré comme une distribution

---

occulte de bénéfices, violant le principe de l'égalité entre les actionnaires. Dans un tel cas de figure, la responsabilité des membres du conseil d'administration est susceptible d'être engagée sous l'angle de l'art. 717 al. 2 CO (BÖCKLI, op. cit., § 12 n° 561).

**6.2** Dans le cas d'espèce, l'appelante considère que E\_\_\_\_\_ a versé à M\_\_\_\_\_, en vertu du contrat de gestion, des frais de gestion disproportionnés par rapport à l'activité effectivement déployée, ce qui violerait l'art. 678 al. 2 CO. Dans la mesure toutefois où son action est dirigée non pas contre l'actionnaire ayant selon elle bénéficié de ces prestations disproportionnées mais contre les administrateurs alors en fonction, on comprend qu'elle ne demande pas la restitution des montants versés à son sens à tort mais se plaint en réalité une nouvelle fois d'une violation par les intimés de leur obligation de traiter également tous les actionnaires, prévue par l'art. 717 al. 2 CO : il sera donc renvoyé à cet égard à l'argumentation figurant sous ch. 5.5 ci-dessus.

Pour le surplus, et s'agissant en particulier des frais de gestion versés à M\_\_\_\_\_, il a déjà été retenu que le contrat de gestion, qui fixe les conditions de rémunération (assiette et taux) du gérant, a été conclu après ratification par l'unanimité du conseil d'administration de l'époque, au sein duquel siégeait un représentant du prédécesseur de l'appelante, et que sa teneur est conforme aux conditions du marché dans le domaine du "*private equity*". Il a de même été retenu que le gérant avait satisfait aux obligations mises à sa charge par le contrat de gestion, procédant en particulier à des recherches approfondies afin d'identifier des entreprises de la zone géographique visée par les statuts susceptibles de faire l'objet d'un investissement profitable à moyen ou long terme. On ne voit pas dans ces conditions en quoi le versement par E\_\_\_\_\_ des montants contractuellement prévus constituerait une prestation disproportionnée au sens de l'art. 678 al. 2 CO. Dans la mesure où elle considère que le taux de rémunération du gérant devrait varier selon la nature des investissements effectivement réalisés, alors que ses obligations - notamment d'analyse et de recherche - resteraient les mêmes, l'appelante revient en réalité sur le mode de rémunération du gérant prévu par le contrat de gestion du 15 novembre 2007. Or rien ne permet de penser que le gérant - ou toute autre entité offrant les mêmes prestations - aurait lors de la conclusion du contrat accepté un mode de rémunération moins favorable ou aurait été disposé à modifier le contrat en ce sens par la suite. Le grief adressé par l'appelante aux intimés est donc, de ce point de vue également, mal fondé.

7. En définitive, c'est à juste titre que le premier juge a retenu qu'aucune violation de leurs devoirs ne pouvait être reprochée aux intimés, en leur qualité de membres du conseil d'administration de E\_\_\_\_\_, pour la période allant de janvier 2008 à juin 2010. L'une des conditions cumulatives à la responsabilité des membres de l'administration d'une société anonyme n'étant ainsi pas réalisée, c'est également à juste titre que le premier juge a débouté l'appelante de ses conclusions, sans qu'il

lui soit nécessaire d'examiner si les autres conditions de la responsabilité étaient, elles, réalisées.

Le jugement sera donc confirmé. Une expertise visant à "*valider*" le calcul du dommage auquel a procédé l'appelante, telle que sollicitée par cette dernière, est superflue.

**8. 8.1** Il n'y a pas lieu de revenir sur les frais de la première instance, qui ne sont pas contestés.

**8.2** L'appelante, qui succombe entièrement, supportera les frais d'appel (art. 95 et 106 al. 1 CPC). Au vu de la valeur litigieuse en appel de 29'510'328 fr., les frais judiciaires seront arrêtés à 120'000 fr. (art. 95 al. 1 let. a, 95 al. 2 let. b et 96 CPC; 5, 13, 17 et 35 du Règlement fixant le tarif des frais en matière civile RTFMC - E 1 05.10) et compensés avec l'avance déjà versée par l'appelante, qui reste acquise à l'Etat (art. 111 al. 1 CPC).

Selon les dispositions légales et réglementaires applicables (art. 95 al. 1 let. b et al. 3 CPC; art. 25 et 26 al. 1 LaCC; art. 25 al. 1 LTVA; art. 84, 85 et 90 RTFMC), les dépens en faveur des intimés devraient être arrêtés à un montant pouvant varier entre 75'500 et 151'000 fr. pour chacun d'eux, TVA et débours compris. Afin de tenir compte du fait que leurs écritures en réponse sont presque identiques de telle sorte que l'on peut penser que leurs conseils respectifs n'ont pas œuvré chacun de leur côté mais se sont partagé la tâche, la Cour fera toutefois application de la clause d'exception de l'art. 23 al. 1 LaCC pour fixer à 60'000 fr. les dépens alloués à chacun d'eux, TVA et débours compris.

**8.3** La valeur litigieuse étant supérieure à 30'000 fr., le présent arrêt peut être déféré devant le Tribunal fédéral par la voie d'un recours en matière civile.

\* \* \* \* \*

**PAR CES MOTIFS,  
La Chambre civile :**

**A la forme :**

Déclare recevable l'appel interjeté le 16 juin 2014 par A\_\_\_\_\_ contre le jugement JTPI/5683/2014 rendu le 14 mai 2014 par le Tribunal de première instance dans la cause C/28984/2009-2.

**Au fond :**

Confirme le jugement querellé.

Déboute les parties de toutes autres conclusions.

**Sur les frais :**

Arrête les frais judiciaires d'appel à 120'000 fr., les met à la charge de A\_\_\_\_\_ et les compense avec l'avance de frais fournie par cette dernière, qui reste acquise à l'Etat.

Condamne A\_\_\_\_\_ à payer à B\_\_\_\_\_ et C\_\_\_\_\_, au titre de dépens d'appel, un montant de 60'000 fr. chacun.

**Siégeant :**

Monsieur Jean-Marc STRUBIN, président; Madame Nathalie LANDRY-BARTHE et Monsieur Patrick CHENAUX, juges; Madame Audrey MARASCO, greffière.

Le président :

Jean-Marc STRUBIN

La greffière :

Audrey MARASCO

**Indication des voies de recours :**

*Conformément aux art. 72 ss de la loi fédérale sur le Tribunal fédéral du 17 juin 2005 (LTF; RS 173.110), le présent arrêt peut être porté dans les trente jours qui suivent sa notification avec expédition complète (art. 100 al. 1 LTF) par-devant le Tribunal fédéral par la voie du recours en matière civile.*

*Le recours doit être adressé au Tribunal fédéral, 1000 Lausanne 14.*

*Valeur litigieuse des conclusions pécuniaires au sens de la LTF supérieure ou égale à 30'000 fr.*