

Cependant, en toute légalité, l'extension de compétence que s'est attribuée l'AMF mérite discussion.

L'interprétation a contrario est toujours délicate à manier. La seule vraie justification de ce mode très formel de raisonnement est de permettre de revenir au principe. Est-ce le cas en l'occurrence? Peut-on dire que si l'art. 54I-8-I, 4° n'exige pas du CGP/CIF qui n'accomplit pas un service de conseil en investissements qu'il procède au test d'adéquation, c'est parce qu'il est par principe soumis aux autres obligations des CIF? C'est justement ce qui reste à démontrer. Or, à la différence des PSI, qui sont définis par un critère formel, leur agrément, les CIF le sont par un critère substantiel, leur activité, ce qui devrait imposer à l'autorité de régulation de vérifier cas par cas si l'acte présumé litigieux relève bien du conseil en investissement financier ou d'une autre activité hors de son contrôle, à l'exception des activités régulées par l'ACPR. On comprend que cela soit difficile à mettre en œuvre en pratique et que l'AMF ait cherché à l'éviter en soumettant les CIF immatriculés à l'ORIAS à toutes les obligations des CIF quelle que soit la nature de leur activité, faisant ainsi du simple conseil patrimonial un service connexe assimilé au service principal de conseil en investissement financier. Cependant, lorsque le II de l'art. L. 54I-1 précise que les CIF peuvent également exercer d'autres activités de conseil en gestion de patrimoine, fait-il entrer ces dernières dans l'activité de CIF? Autrement dit, s'agit-il d'une activité connexe, comme le prévoit expressément l'art. L. 32I-2 pour les prestataires

de services d'investissements, ou d'une activité distincte? Le texte ne le dit pas, à la différence de l'art. L. 32I-2, et permet simplement l'accomplissement « d'autres activités de conseil de gestion de patrimoine » et non d'autres activités de conseiller en investissements financiers, de sorte qu'on peut penser qu'il s'agit simplement de l'autorisation d'avoir d'autres activités.

De plus, si le fondement de la décision de l'AMF est que le statut l'emporte sur l'activité, pourquoi écarter le test d'adéquation, ce qui résulte du texte il est vrai? Il s'agit, en effet, d'une obligation spécifique au conseil en investissement financier (et à la gestion de portefeuille : art. L. 533-13, I) lorsque cette activité est exercée par un PSI soumis à la directive MIF, obligation étendue par le législateur français aux CIF. Or, en soumettant toutes les activités des CIF, quelles qu'elles soient, aux obligations des CIF, on ne comprend pas pourquoi le conseil patrimonial échappe au test d'adéquation dès lors que l'investissement n'est pas strictement financier. Il n'y a rien de logique dans ce résultat, qui pourtant fonde le pivot du raisonnement de l'AMF par utilisation de l'argument a contrario. Mais reconnaissons qu'il est assez logique de soumettre le conseil patrimonial aux principales obligations des CIF quand il est exercé par ceux-ci, même si cette solution repose sur un raisonnement juridique formel mal assuré. Il s'agit probablement d'un choix conscient de la Commission des sanctions, donc d'une politique de régulation. ■

Rémunération des dirigeants – Code AFEP-MEDEF – *Soft law*.

L'affaire Alcatel ou les nouveaux constats d'insuffisance de l'encadrement des rémunérations.

Commentaire de Jérôme Chacornac

Avec quelques semaines de recul, l'« affaire Michel Combes »¹ semble déjà lointaine. La réaction du Haut comité de gouvernement d'entreprise semble, quoique restée confidentielle, avoir suffi au conseil d'administration d'Alcatel-Lucent pour revoir sa position et, par contrecoup, à apaiser une opinion fugitivement indignée et des dirigeants politiques médiatiquement réactifs mais peu désireux de remettre en cause l'équilibre atteint entre *soft law* et *hard law*, en matière de rémunération des dirigeants.

Rappelons simplement que, au terme d'un été particulièrement mouvementé, l'AMF a rendu public les correspondances échangées entre elle et la société Alcatel au sujet des différents éléments de la prime de départ qui devait être versée à son ancien directeur général, concomitamment à la révélation du montant de ses primes dans la grande presse. Le tout jeune Haut comité de gouvernement d'entreprise institué lors de la révision du Code AFEP-

MEDEF intervenue en juin 2013 avait ensuite adressé à la société Alcatel un avis qui avait conduit le conseil d'administration à revoir les modalités de calcul de l'octroi d'unités de performance et à réduire considérablement le montant de l'indemnité de non-concurrence octroyée au directeur général au cours de l'été, sans aucune consultation préalable des actionnaires.

Avec quelques semaines de recul, deux considérations peuvent être faites. La première tient aux insuffisances, structurelles pourrait-on dire, de la *soft law*. Dépourvue de sanction, par application du principe *comply or explain* inscrit dans notre droit à l'article L. 225-37, alinéa 7 du Code de commerce, la *soft law* est également dépourvue d'interprètes institués. Les interprétations sont, au premier chef, celles des émetteurs, ni plus, ni moins légitimes que celles de quiconque, en leur qualité de premiers intéressés par la question : « me conformer ou m'expliquer »? Celle de l'AMF ensuite qui, quoique dotée d'un pouvoir de synthèse à des fins informatives des pratiques des émetteurs dans le cadre de l'élaboration de son rapport sur le gouvernement d'entreprise, en vertu de l'article L. 621-18-3, alinéa 1^{er} du Code monétaire et financier, relève, par hypothèse, de l'« exorégulation » et non de l'autorégulation. Celui du Haut comité de gouvernement d'entreprise, enfin. Conçu pour faire autorité sur les émetteurs, le Haut comité ne dispose d'aucune autre autorité que celle qui lui sera reconnue par les opérateurs auxquels ses interprétations se destinent. Si, en l'occurrence, l'avis transmis à Alcatel semble avoir produit un effet, l'insatisfaction ne peut être

1. Titre de l'éditorial de M. Hervé Synvet, Bull. Joly Bourse, oct. 2015, n° 10, p. 433.

dissimulée. L'intervention réalisée ne peut qu'entraîner le soupçon d'un certain « corporatisme ». Au fond, il semble rétrospectivement qu'il allait tant de l'intérêt plus général des promoteurs de l'autorégulation que de l'intérêt particulier d'Alcatel de mettre un terme au scandale. La préoccupation essentielle tenait-elle vraiment à l'interprétation bien comprise des recommandations du Code AFEP-MEDEF ?

La seconde considération, plus essentielle encore, tient à l'équilibre actuel qui existe entre *soft law* et *hard law*. Comme l'a souligné M. Hervé Synvet, « il est remarquable, dans l'affaire Combes, que l'AMF, qui dans sa lettre mène une discussion approfondie de la régularité des divers aspects de la rémunération du directeur général d'Alcatel-Lucent, ne fasse aucune référence à l'article L.225-42-1 du Code de commerce, lequel constitue quand même le texte de base en la matière »². La logique de l'autorégulation semble en effet avoir fait perdre de vue l'importance du cadre légal, érigeant ainsi le Code AFEP-MEDEF en véritable loi spéciale dérogeant à la loi générale, tandis que sa vocation est tout autre : dans l'espace de liberté laissé par la loi, adopter les comportements les plus respectueux de standards élevés de gouvernance, gage de confiance entre les actionnaires et leurs dirigeants et de confiance du marché dans la bonne conduite des affaires l'émetteur.

2. Ibid.

Abus de marché – QPC – Exigence de clarté et de précision de la loi pénale – Notion d'information privilégiée – Principe de nécessité des délits et des peines – Principe ne bis in idem – Possibilité d'une double poursuite – Non lieu à renvoi au Conseil constitutionnel.

Crim. 8 juillet 2015, n° 14-84.562, à paraître au Bulletin.

Il n'y a pas lieu de renvoyer au Conseil constitutionnel la question portant sur la constitutionnalité des dispositions de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier au regard des articles 8 et 9 de la DDHC et de l'exigence de clarté et de précision de la loi pénale dès lors que ces dispositions sont suffisamment claires et précises pour permettre leur interprétation, qui entre dans l'office du juge pénal, sans risque d'arbitraire, notamment en ce qui concerne la nature et l'objet des informations utilisées par l'auteur du délit d'initié, et en ce que la présomption d'utilisation de ces informations peut être écartée en rapportant la preuve contraire.

Il n'y a pas lieu de renvoyer au Conseil constitutionnel les questions portant sur la constitutionnalité de la possibilité d'une double poursuite pénale et administrative dès lors que, à la suite d'une condamnation pénale, aucune poursuite n'a été entreprise devant la Commission des opérations de Bourse ou dès lors que l'autorité des marchés financiers, après examen du rapport d'enquête ou un contrôle à la demande de l'autorité de contrôle prudentiel et de résolution, a décidé de ne pas engager des poursuites.

Commentaire de Jérôme Chacornac

Le silence médiatique qui a suivi l'affaire Combes³ ne saurait masquer ainsi le double péril actuel de l'autorégulation, telle qu'elle est défendue avec obstination. Non seulement, elle ne fournit pas de véritables règles de complément à la loi et se profile toujours plus comme un simple rempart pour régler a posteriori les scandales sous la pression de l'opinion, mais encore, elle finit par miner l'autorité de la règle même qu'a posée par le législateur, lorsqu'elle existe. L'antienne de l'autorégulation a peut-être fait son temps. ■

3. Un silence qui s'est cependant levé, à l'heure de la relecture des épreuves de cette chronique, à la suite de la publication par l'AMF le 9 novembre dernier de son Rapport 2015 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, et de la publication, en octobre 2015, du rapport d'activité 2015 du Haut comité de gouvernement d'entreprise, aux explications plus évanescentes (pp. 25-26) et technocratiques (pp. 91-97). Les constats critiques de l'AMF et les pistes d'évolution suggérées, hélas toujours sur le terrain de la *soft law* (rapp. pp. 10-12), ont conduit, selon la mécanique habituelle, l'AFEP et le MEDEF, dans un communiqué commun du 12 novembre 2015, à annoncer une « révision approfondie du code de gouvernement d'entreprise » et « portera prioritairement sur la rémunération des dirigeants pour tenir compte de l'évolution des pratiques en s'appuyant notamment sur les interprétations retenues par le Haut comité et les pistes de réflexion formulées par l'AMF ». Cette réactivité récurrente face aux scandales se comprend mais, au fond, n'est-ce pas plutôt une réaction plus forte de nos dirigeants politiques qui serait désormais souhaitable ? Pour l'heure, nous n'en sommes qu'aux déclarations orageuses, telle celle du ministre de l'économie le 10 novembre dernier à la radio, sur laquelle D. Durand et P. Barbin, « Salaires, travail dominical, impôts... les pistes présentées par Macron », *Le Figaro*, 10 novembre 2015, www.lefigaro.fr

L'arrêt de non-lieu à renvoi au Conseil constitutionnel des questions prioritaires de constitutionnalité relatives à l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier qu'a rendu la chambre criminelle de la Cour de cassation le 8 juillet dernier est d'une importance particulière. Elle confirme une politique de la Cour de cassation relativement à la détermination des éléments constitutifs des délits financiers, en même temps qu'elle apporte une nouvelle précision sur la portée de la désormais célèbre décision rendue par le Conseil constitutionnel le 18 mars 2015¹ au sujet du cumul des répressions pénale et administrative en matière d'abus de marché.

Dans leur pourvoi contre l'arrêt d'appel les ayant condamnés à des peines d'amende dont une partie avait été prononcée avec sursis, deux prévenus du chef de délit d'initié avaient soulevé chacun deux questions prioritaires de constitutionnalité. La première, commune aux deux prévenus, invoquait une contrariété de la définition légale du délit d'initié résultant de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier aux articles 8 et 9 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen ainsi qu'à « l'exigence de clarté et de précision de la loi pénale », résultant de

1. Déc. Cons. const. n° 2014/453-454 QPC et 2015-462 QPC du 18 mars 2015 : *Banque et Droit* 2015, n° 160, p. 35, note A.-C. Rouaud ; *JCP G* 2015, 368, note F. Sudre ; *Bull. Joly Bourse* 2015, § 1123, p. 2014, note Th. Bonneau ; *RLDA* 2015, n° 105, note F. Stasiak ; *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 11314, p. 273, note A. Gaudemet ; *Dr. pén.* 2015, com. 79, note V. Peltier ; *RDBF* 2015, comm. 63, note P. Pailler.