

L'APPLICATION DES RÈGLES RELATIVES AU PLACEMENT ET À L'OFFRE PUBLIC DE TITRES PAR LES CONSEILLERS EN INVESTISSEMENTS FINANCIERS

AMF, Commission des sanctions, 20 mai 2015, Eliaxis Conseil et al.



HUGUES BOUCHETEMBLE
Avocat à la Cour
Kramer Levin
Naftalis & Frankel
LLP

Alors que l'intervention des conseillers en investissements financiers tend à s'accroître dans les opérations de levée de fonds, la décision rendue par la Commission des sanctions de l'AMF le 20 mai 2015 rappelle utilement les limites de leur compétence, au regard du service de placement et du régime de l'offre au public de titres.

L'exercice de l'activité de Conseiller en investissements financiers (CIF) n'est décidément pas chose facile. Sans même aborder les prochaines difficultés liées à l'application de la Directive MIF II¹, la décision rendue par la Commission des sanctions de l'AMF le 20 mai 2015 rappelle le périmètre limité de cette activité lorsqu'elle intervient en matière d'opérations de levée de fonds.

Les faits soumis à l'appréciation de la Commission des sanctions étaient d'une grande simplicité. Un groupe avait créé plusieurs produits financiers permettant de souscrire des actions émises par des sociétés non cotées (que ce soit sur le marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociations) intervenant dans le domaine des énergies renouvelables et de l'immobilier et éligibles à certains dispositifs d'incitation

fiscale, de type « TEPA » notamment. Pour commercialiser ces actions, le groupe avait fait appel à un réseau de conseillers en gestion de patrimoine indépendants inscrits à l'ORIAS en qualité de CIF. Le cadre de leur intervention avait été formalisé dans une « convention de placement » qui prévoyait le versement au profit du CIF d'une commission calculée à la fois sur les montants souscrits et sur les encours.

L'enquête diligentée par la DECP (direction des enquêtes et des contrôles) ne dut pas être trop difficile, dans la mesure où chacun sait que les CIF sont seulement autorisés par l'article L. 541-1 du Code monétaire et financier à fournir le service de conseil en investissement, à l'exclusion de tout autre service d'investissement visé à l'article L. 321-1 du même Code. La seule exception notable à cette interdiction porte sur l'activité de réception-transmission d'ordres sur parts ou actions d'OPC, laquelle est autorisée par l'article 325-13 du Règlement général de l'AMF, à la condition toutefois que la réception du bulletin de souscription intervienne directement à la suite du conseil.

I. CONTEXTE DE LA DÉCISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS

Régulièrement, la Commission des sanctions doit rappeler aux CIF l'interdiction qui leur est faite de se livrer à une activité de placement². Ces décisions

1. J.-B. Pouille et G. Chevrant-Breton, « Les conseillers en gestion de patrimoine indépendants face aux défis de la directive MIF II », JCP E, n° 21, 21 mai 2015, n° 1241.

2. AMF, Commission des sanctions, 28 octobre 2013, Société X, et AMF, Commission des

rendues par la Commission des sanctions sont symptomatiques de la difficulté des ETI (cotées ou non du reste, puisque les difficultés sont les mêmes pour certaines sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur Alternext ou d'autres SMN) à lever des capitaux. La levée de fonds (augmentation de capital ou émission obligataire) intervient généralement dans le cadre d'une opération non constitutive d'une offre au public ou au titre de l'une des exceptions à l'obligation d'établir un prospectus, encadrées respectivement par les articles L. 411-2 et suivants du Code monétaire et financier et 211-2 et 212-4 et suivants du Règlement général de l'AMF, pour des raisons de coût, de calendrier et de commodité. Pour ces émetteurs, l'accès aux services d'un prestataire de services d'investissement agréé pour offrir le service de placement implique des frais significatifs. Cet écueil passé, encore faut-il que le prestataire accepte d'intervenir pour le compte de l'émetteur, c'est-à-dire qu'il considère que l'émission sera susceptible de susciter un intérêt suffisant pour son portefeuille de clients et de contacts, ce qui ne va pas de soi. L'accès par ces émetteurs au service de placement est ainsi de facto limité. Dans ces conditions, la tentation est grande pour ces mêmes émetteurs de faire appel à des réseaux de conseillers en gestion de patrimoine disposant du statut de CIF et ce pour deux raisons au moins. En premier lieu, le maillage de la clientèle des réseaux de CIF intervenant conjointement aboutit à élargir considérablement le périmètre des souscripteurs potentiels. En second lieu, la clientèle des CIF est une cible de choix pour les actions émises dans le cadre du dispositif « TEPA » ou « Dutreuil ». Structuellement, l'intérêt des émetteurs pour l'intervention des conseillers en gestion de patrimoine indépendants est grand, pour ne pas dire plus.

Certes, les récentes modifications apportées par l'ordonnance du 30 mai 2014³ relatives à l'introduction en France d'un cadre en matière de « financement participatif » pourraient limiter cette tentation, dans la mesure où ces émetteurs peuvent désormais faire appel au service de plateformes de financement sans craindre d'enfreindre les règles relatives au placement ou à l'offre publique de titres, sous le respect de certaines conditions⁴. Toutefois, les opérations réalisées dans ce cadre sont dispensées de prospectus dans la limite d'un plafond d'un million d'euros calculé sur une période de 12 mois⁵, soit un seuil très bas. Du reste, l'on peut s'interroger sur l'intérêt de recourir aux services d'une plateforme de financement participatif dans la limite d'un million d'euros, alors même que la réglementation actuelle permet d'ores et déjà, pour les émissions obligataires tout du moins, de lever des fonds jusqu'à 4,9 millions

d'euros, sans craindre d'entrer dans le périmètre de l'offre au public de titres⁶. La tentation de recourir aux services de conseillers en gestion de patrimoine pourrait ainsi perdurer, malgré le nouveau cadre mis en place en matière de financement participatif.

II. L'EXERCICE DE L'ACTIVITÉ DE PLACEMENT PAR LES CIF

Les CIF ne sont pas autorisés à se livrer à une activité de placement, comme le rappelle la décision du 20 mai 2015. Les personnes poursuivies avaient ici, il est vrai, considérablement facilité le travail de la Commission, dans la mesure où elles avaient directement conclu une « convention de placement ». Il n'en fallait pas beaucoup plus pour permettre à la Commission des sanctions de caractériser le manquement. La Commission ne s'arrête toutefois pas à l'intitulé de la convention et a considéré que l'activité de placement avait été, effectivement, exercée illégalement par les CIF poursuivis.

Ce travail de qualification du service de placement n'est pas toujours chose aisée. La définition qu'en donne l'article D. 321-1 du Code monétaire et financier reste assez limitée (« Constitue le service de placement [...] le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers »⁷).

Le Conseil des marchés financiers avait défini plus précisément ce service dans une position du 3 novembre 1997 en caractérisant deux critères cumulatifs : d'une part, la recherche des clients dans le cadre « d'émissions ou de mises sur le marché d'instruments financiers » et d'autre part, le fait que cette recherche soit effectuée pour le compte de l'émetteur. Preuve de la difficulté de la pratique à se conformer à cette interdiction, il a fallu que l'AMF rappelle une nouvelle fois ces deux critères dans sa position n° 2012-08 du 16 juillet 2012 (ce service « se reconnaît ainsi par la présence de deux conditions cumulatives : l'une est l'existence d'un service rendu à un émetteur ou cédant d'instruments financiers ; l'autre est la recherche, qu'elle soit directe ou indirecte, de souscripteurs ou d'acquéreurs. Cette seconde condition est la résultante de la première dans la mesure où la recherche de souscripteurs ou d'acquéreurs n'est effectuée que pour les besoins du service rendu à l'émetteur ou au cédant. Le service ainsi rendu à l'émetteur ou au cédant est donc central et préalable pour caractériser la fourniture de l'un des trois services d'investissement de placement »).

Les difficultés des professionnels pour distinguer le placement du simple conseil en investissement tiennent au fait que l'acte matériel constitutif de l'obligation est souvent identique dans les deux cas :

sanctions, 4 décembre 2013, Société X.

3. Complétée par le décret d'application n° 2014-1053 du 16 septembre 2014.

4. Pour ce qui concerne la problématique du service de placement dans le cadre du crowdfunding, voir Position AMF n° 2014-10, Placement non garanti et financement participatif.

5. Article L.411-2 1 bis du Code monétaire et financier.

6. Article 211-2-1-2° du Règlement général de l'AMF ; Voir également Comité juridique ANSA du 9 septembre 2009 n° 09-049.

7. En lui garantissant ou non un montant de souscription ou d'acquisition, le placement étant « garanti » dans le premier cas et « non garanti » dans le second. Cette définition n'a quasiment pas changé depuis l'article 2-1-6 du Règlement général du Conseil des marchés financiers.

il s'agit d'une incitation ou proposition, à souscrire à une levée de fonds. La contrepartie de l'obligation en revanche diffère : le conseil en investissement est fourni au seul bénéficiaire du souscripteur, alors que le service de placement l'est pour le compte de l'émetteur. En réalité, c'est la rémunération versée par l'émetteur qui constitue, habituellement pour la Commission des sanctions, le critère déterminant permettant de déceler que le service est bien rendu pour son compte⁸.

Si les faits soumis à l'appréciation de la Commission des sanctions semblaient être un cas d'école, dans la mesure où le CIF offrait explicitement le service de placement à l'émetteur, il n'en est pas toujours ainsi. Certains intermédiaires présentent parfois leur intervention comme une simple activité d'apporteur d'affaires ou d'indicateur, c'est-à-dire en réalité au titre d'une relation de courtage et non d'un mandat de placement. L'intermédiaire informe son client de l'opération de levée de fonds, en lui donnant les contacts de l'émetteur auprès duquel il peut directement souscrire à la levée de fonds. À la lueur des dernières décisions rendues par la Commission des sanctions⁹, cette indication pourrait constituer le service de placement, dès lors que l'apporteur qui se livre à cette prospection est rémunéré par l'émetteur en fonction du nombre de titres finalement souscrits. Une autre « habileté » de certains intermédiaires consiste à masquer l'activité de placement à travers un service global de conseil en haut de bilan rendu au profit de l'émetteur, lequel entre dans le périmètre de leurs activités¹⁰. À travers l'activité globale de conseil, se cache en réalité l'exercice d'un service de placement. Ce service est toutefois rémunéré à travers les honoraires perçus au titre du conseil, de manière à « masquer » l'activité de placement qui, en apparence tout du moins, n'est pas rémunérée, seul le service de conseil donnant lieu à commission. Un tel schéma encourt le reproche d'illégalité, dans la mesure où le conseiller exécute des actes matériels de placement en contactant des souscripteurs potentiels. Il lui sera bien difficile de prétendre qu'il n'agissait pas pour le compte de l'émetteur, auquel il fournit déjà le service de conseil, et que cette recherche de souscripteurs était exercée à titre gratuit en complément de son activité principale de conseil. Enfin, un dernier argument souvent utilisé consiste à indiquer que les intermédiaires ont uniquement contacté

leurs clients habituels dans le cadre de leur activité de conseil et, qu'à cette occasion, ils ont considéré opportun de leur proposer d'investir dans des titres offerts dans le cadre d'une levée de fonds. Comme le rappelle très justement la Commission des sanctions dans sa décision du 20 mai 2015, le fait que les souscripteurs soient d'ores et déjà des clients du CIF est inopérant et ne lève en rien l'interdiction qui leur est faite de se livrer à une activité de placement auprès de ces mêmes clients, pour le compte d'un émetteur. À cet égard, et cette précision apportée par la Commission est importante, peu importe que le contrat soit conclu directement avec l'émetteur ou avec un tiers (ici l'une des sociétés du groupe), dès lors que l'activité est bien rendue pour le compte de l'émetteur¹¹.

Un autre intérêt de la décision du 20 mai 2015, réside dans le fait que la Commission ne fait pas référence à l'une des conditions qu'elle exigeait dans ses deux dernières décisions pour caractériser le service de placement non garanti, à savoir « l'engagement [du conseiller] sur un montant de souscription de titres financiers par ses clients »¹². En l'absence d'un tel engagement, la Commission considérerait que le service de placement n'était pas qualifié¹³. Cette condition ne figure pourtant pas à l'article D. 321-1 du Code monétaire et financier qui définit le service de placement. Toutefois, elle est mentionnée par la Position AMF n° 2012-08, mais dans le cas très particulier de l'exception relative aux « produits d'épargne ». Ces derniers échappent par principe au service de placement, à condition que le distributeur ne s'engage pas « directement ou indirectement vis-à-vis de l'émetteur ou d'un cédant sur un montant minimal de souscription ou d'achat ». Il semble qu'il faut comprendre cette condition supplémentaire relative à l'engagement de volume comme une exception à l'exception, sans qu'elle ne soit constitutive en elle-même du service de placement. Elle était pertinente dans les décisions rendues le 28 octobre et 4 décembre 2013, puisqu'il s'agissait d'EMTN, soit des titres de créance structurés qualifiés de « produit d'épargne » au sens de la Position précitée. Il est justifié que la Commission des sanctions ne fasse pas référence à cette condition dans la décision du 20 mai 2015, dans la mesure où il s'agissait simplement d'actions. En réalité, il semble que les deux seules options de défense envisageables pour les personnes poursuivies auraient été de démontrer que les actions étaient en réalité émises par un FIA et constituaient à ce titre des « produits d'épargne », de sorte qu'elles n'entraient pas dans le périmètre du

8. À titre d'illustration, Commission des sanctions, 28 février 2008 précitée : « qu'en revanche, [le contrat] prévoyait le versement par PROLOGUE d'une commission de succès proportionnelle (5 % hors taxes) à l'ensemble des sommes levées, ce qui correspond à la rémunération du placeur chef de file d'une émission, auquel est traditionnellement versé un pourcentage du total des capitaux collectés ».

9. Outre la décision précitée du 28 février 2008, voir également : AMF, Commission des sanctions, 4 décembre 2013, Société X (« [...] ainsi que la perception par la société X d'une commission collectée auprès de l'émetteur [...] »).

10. Bien que la question de savoir si le conseil en haut de bilan constitue le service de conseil en investissement n'appelle pas encore de réponse évidente ; AMF « Questions-réponses relatives au régime applicable aux conseillers en investissements financiers », 22 sept. 2006 ; CERVM, 19 avr. 2010, n° c/10-293, préc., n° 81. TGI Montbéliard, 24 mai 2011, n° 09-00860 ; CA Paris, Pôle 5, ch. 13, 3 juin 2011, n° 10-06470. Voir également CA Versailles, 12e ch. sect. 1, 8 sept. 2011, n° 10-04726.

11. « [Considérant] qu'il résulte de ces éléments que la recherche de souscripteurs à des titres de financement émis par les sociétés du groupe X a bien été effectuée, par les conseillers en investissements financiers mis en cause, pour le compte des sociétés émettrices, peu important à cet égard [...] que les conventions n'aient pas été directement conclues avec les sociétés ayant émis les titres dès lors qu'elles l'ont été avec une société du même groupe, la société X ».

12. AMF, Commission des sanctions, 28 octobre 2013. Voir également, Commission des sanctions AMF, 4 décembre 2013 « en l'absence d'engagement direct ou indirect de la société X à l'égard de l'émetteur des EMTN, le grief tiré de l'exercice de l'activité de placement non garanti, en dehors des limites fixées par son statut, doit être écarté ».

13. AMF, Commission des sanctions, 28 octobre 2013 : « aucun engagement sur un montant de souscription de titres par ses clients, la société X ne peut se voir reprocher de s'être livrée à une telle activité ».

placement en application de la Position AMF n° 2012-08 ou d'indiquer que le CIF agissait lui-même au titre d'un mandat confié par un établissement agréé pour fournir le placement, ce que permet la Position précitée. Aucun de ces cas de figure n'était ici envisageable.

Le service de placement n'est pas la seule activité interdite au CIF, lequel ne peut se livrer à une activité de réception-transmission d'ordres sur des instruments financiers, à l'exception des parts ou actions d'OPC. Il n'est pas plus autorisé à démarcher pour le compte de tiers, et ce à deux égards. En premier lieu, depuis la modification apportée par la loi de régulation bancaire et financière du 22 février 2010, un CIF n'est autorisé qu'à démarcher pour sa propre activité de conseil. Au surplus, les titres commercialisés étant le plus souvent non cotés et offerts sans établissement d'un prospectus, ils ne peuvent faire l'objet d'un démarchage en application de l'article L. 341-10 du Code monétaire et financier.

Le dernier écueil que doivent affronter les conseils en investissements financiers, et non le moindre, relève de l'application du régime de l'offre au public de titres.

III. LES CIF ET LE RÉGIME DE L'OFFRE AU PUBLIC DE TITRES

Le CIF qui recommande à plus de 150 clients – non investisseurs qualifiés – de souscrire à une levée de fonds, sans entrer dans l'un des cas d'exemption prévus aux articles L. 411-2 du Code monétaire et financier et 211-2 du Règlement général de l'AMF ou des dispenses visées aux articles 212-4 et suivants du Règlement général de l'AMF, réalise une offre irrégulière au public de titres. Encore faut-il que la communication adressée à cette occasion aux clients « *présent[er] une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers* » au sens de l'article L. 411-1, c'est-à-dire, comme le rappelle la Commission, qu'il s'agisse d'« *un élément essentiel* » – au sens ici du droit des obligations – de l'opération. Tel n'était pas le cas en l'occurrence, dans la mesure où la documentation ne mentionnait ni la nature du produit, ni la taille de l'offre, ni le prix de souscription, ni les résultats de l'émetteur. Pour le dire autrement, l'objet de l'opération de souscription n'était pas suffisamment déterminé. Cette analyse est conforme à la jurisprudence traditionnelle de la Commission des sanctions¹⁴.

Plus intéressante est la référence faite par la Commission à la documentation mise en ligne sur Internet, laquelle – comme le rappelle la Commission – constitue bien un moyen de « communication » au

sens de l'article L. 411-1 du Code monétaire et financier. Le risque ici pour les intermédiaires est de diffuser une documentation certes insuffisamment précise pour constituer une « communication » au sens de l'article L. 411-1 du Code monétaire et financier, mais qui toutefois renvoie à des documents présentant une information suffisante, pour que cette documentation constitue une « communication » au sens de ce même article¹⁵. La Commission des sanctions rappelle ici cette règle en indiquant que l'information peut être donnée directement ou « par référence ».

L'analyse de la Commission selon laquelle lorsque le CIF a effectué irrégulièrement une activité de placement, il entre dans le périmètre de l'article L. 411-1-2 du Code monétaire et financier est plus discutable. Cette disposition prévoit que nonobstant le degré d'information communiqué au client, le régime de l'offre au public de titres est applicable de droit lorsque l'offre est réalisée via un « *un placement de titres financiers par des intermédiaires financiers* ».

Deux interprétations sont permises : considérer que ce texte ne s'applique qu'aux seuls placements réalisés par des prestataires de services d'investissement dûment agréés pour exercer le service de placement ou, plus largement à tout intermédiaire exerçant cette activité, régulièrement dans le cadre de leur agrément, ou aux placements effectués irrégulièrement, par des intermédiaires non agréés en violation du monopole des PSI.

Le droit français est semble-t-il passé d'une option à l'autre à l'occasion de la suppression de la notion d'appel public à l'épargne par l'ordonnance du 22 janvier 2009 et de l'alignement terminologique sur la définition de l'offre au public de titres résultant de la directive Prospectus. L'ancienne version de l'article L. 411-1-2 ne faisait en effet référence qu'à « *l'émission ou la cession d'instruments financiers dans le public en ayant recours soit à la publicité, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement* », ce qui excluait potentiellement les offres réalisées par des personnes non agréées, dont les CIF. Le texte vise désormais la notion plus large « *d'intermédiaires financiers* » ce qui conduirait à considérer que la seconde interprétation doit désormais prévaloir. La doctrine reste toutefois partagée entre ces deux interprétations¹⁶.

Trois arguments justifient la seconde interprétation retenue par la Commission des sanctions. En

14. AMF, Commission des sanctions, 6 août 2012, Arkéon Finance (« *Considérant que l'examen du contenu de cette communication permet de constater que les conditions de l'offre étaient exposées précisément, en ce qu'elle développait l'intérêt de l'offre, la marche précise à suivre, en particulier en présence d'un compte titre géré dans une banque ou une société de gestion de portefeuille, Arkéon indiquant même la souscription minimum par société et donnant un conseil d'investissement en préconisant la diversification des placements* »).

15. AMF, Commission des sanctions, 6 août 2012, Arkéon Finance (« *Considérant que, si les informations concernant les titres offerts étaient assez succinctes dans le cadre de la campagne de presse, l'investisseur potentiel y était invité, par diverses références, à consulter le site internet d'Arkeon ; que la campagne sur le site internet, qui était en tout point identique à celle figurant dans la presse, permettait, en plus, par l'activation des liens interactifs sur les logos des entreprises, d'obtenir une information précise sur chacune d'entre elles et donc sur ses titres, grâce notamment à une présentation de la société, du nombre d'actions avant et après l'augmentation de capital, du prix de celles-ci, du chiffre d'affaires, des résultats* »).

16. Se prononçant pour la première solution (établissements de crédit et entreprises d'investissement) : A. Soilleux et C. Cardon, « *Offre au public et admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé* », Dict. Joly Bourse et produits financiers, Tome V, I 214, n° 165. Contra, Th. Granier, « *La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009* », RDBF n° 2, mars 2009, étude 10 ; B. Brehier et H. Bouchita, « *La réforme de l'appel public à l'épargne* », JCP E 2009, 1191.

premier lieu, d'un point de vue littéral, si le législateur européen avait souhaité circonscrire cette notion aux seuls PSI (ou même aux agents liés qui peuvent également effectuer le service de placement), il lui aurait suffi d'y faire directement référence. En second lieu, la ratio legis du texte est de protéger le public des sollicitations d'une certaine amplitude. Aucune raison ne justifie d'alléger cette protection lorsque l'opérateur qui en est à l'origine agit irrégulièrement (en l'occurrence un CIF non agréé pour fournir le service de placement). Enfin, les CIF peuvent participer à une opération de placement, lorsqu'ils agissent dans le cadre d'un mandat confié par un établissement agréé pour ce service en application de la Position AMF n° 2012-08, de sorte que les CIF sont bien des « intermédiaires » susceptibles de participer à une opération de placement.

Le lecteur de la décision s'étonnera, comme du reste la Commission, de constater que l'émetteur qui était semble-t-il à l'origine de cette opération d'offre au public n'a pas été mis en cause par le Collège. Il était en revanche plus difficile de lui reprocher d'avoir confié un mandat de placement à un prestataire non agréé dans la mesure où c'est de la responsabilité première du CIF que de s'assurer du respect du périmètre de ses activités. Enfin, l'on ne peut que constater la pratique de la Commission des sanctions consistant à dupliquer des griefs à partir d'un même constat prin-

cipal (à titre d'illustration, une défaillance en matière de LAB donnant lieu, à une seconde défaillance dans l'organisation du contrôle interne, puis à un manque de moyens humains, et encore à une formalisation imparfaite des procédures internes, etc.). La Commission considère ainsi que le fait, pour un CIF, de proposer des produits financiers faisant l'objet d'une offre au public irrégulière constitue un comportement nécessairement contraire à l'intérêt de ses clients. C'est l'évidence et le même constat aurait pu être fait sur l'exercice d'une activité non agréée, mais il est vrai que la principale victime aurait été l'émetteur dans ce cas de figure, alors même que c'est probablement ce dernier qui semblait être à l'origine de l'opération. Enfin, il aurait été intéressant de connaître la position de la Commission sur l'application des règles relatives aux inducements dans ce cas de figure¹⁷, c'est-à-dire d'un intermédiaire agissant à la fois en qualité de placeur et de conseiller, les décisions de la Commission des sanctions étant étonnamment rares sur cette problématique pourtant d'une grande importance pratique¹⁸. ■

17. Article 325-6 du Règlement général de l'AMF et Position AMF n° 2013-10.

18. Outre Commission des sanctions AMF 28 octobre 2013 et 4 décembre 2013 précitées, voir Commission des sanctions AMF, 3 juin 2014, Société X venant aux droits de la société Néville Gestion.