

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur émérite
Université Paris I



JEAN-PIERRE BORNET
Ancien directeur
de la conformité
et de la déontologie
BPCE



ANNE-CLAIRE ROUAUD
Professeur
Université de Reims



FRIDA MEKOUÏ
Juriste financier à la DAJ
Société Générale
Chargée d'enseignement
Université Paris XI

■ JURISPRUDENCE

CIF – Placement – Interdiction – Offre au public conséquence du placement – Actions de SAS – Offre au public interdite – Placement privé autorisé – Vérification des conditions – Obligation professionnel du CIF.

CSAMF, 20 mai 2015, SAN-2015-09.

L'activité de placement d'instruments financiers n'est pas autorisée aux conseillers en investissements financiers. Le placement de titres financiers réalisant une offre au public, il s'agit d'une opération interdite lorsqu'elle porte sur des actions de SAS. En conséquence, les CIF qui l'ont réalisée ont manqué au devoir de se comporter avec loyauté et équité au mieux de l'intérêt des clients. Ils ne peuvent pas se retrancher derrière leur croyance que l'émetteur entendait procéder à un placement privé autorisé, sans l'avoir vérifiée.

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

Cette décision est intéressante à plus d'un titre, même si elle n'est pas toujours suffisamment claire sur les faits. Un groupe de sociétés (le Groupe) avait proposé des « produits financiers », dont certains permettaient de souscrire à des actions de sociétés par actions simplifiées (SAS) à capital variable intervenant dans le domaine des énergies renouvelables et de l'immobilier. On imagine que des SAS avaient été constituées au fur et à mesure pour attirer des investisseurs par des avantages fiscaux, ce que la décision semble vouloir évoquer par l'expression regrettable

de « produit financier ». Pour répandre ces actions, le Groupe avait utilisé un réseau d'intermédiaires composé de conseillers en gestion de patrimoine (mais de ceux-ci la décision ne reparle pas ensuite, car elle n'était pas compétente à leur égard) et de conseillers en investissements financiers (CIF), et avait conclu avec eux des « conventions de placement » en contrepartie d'une rémunération assez substantielle. Au total, près de 14 millions d'euros avaient été investis par plus de 400 clients, ce qui a certainement incité l'AMF à saisir directement la Commission des sanctions sans proposer une transaction. Les CIF ont été doublement accrochés : pour avoir exercé une activité de placement non autorisée ; pour avoir réalisé une offre au public irrégulière de titres et, à cette occasion, manqué à leur obligation générale d'agir avec loyauté et équité au mieux de l'intérêt des clients.

La première curiosité de cette affaire est que seuls ont été poursuivis les CIF, non le Groupe promoteur de ces opérations, ce que relève et regrette la Commission des sanctions, rappelant que sa saisine se limite aux personnes poursuivies et aux griefs expressément notifiés à leur encontre. Une seule question à ce propos : pourquoi le rapporteur, qui a pourtant entendu deux des dirigeants du Groupe, n'a-t-il pas usé de la faculté qui lui était offerte par l'art. R. 621-39 du Code monétaire et financier de saisir le Collège s'il estimait que des griefs étaient susceptibles d'être reprochés à d'autres que ceux mis en cause ? Et s'il l'a fait, quelle a été la raison du refus du Collège ?

À l'égard des personnes poursuivies, deux griefs ont été retenus à partir, visiblement, des mêmes faits : les CIF avaient proposé à des prospectus et clients des actions de sociétés par actions simplifiées constituées par le Groupe. Le Collège de l'AMF y a vu, d'un côté, une activité de pla-

cement interdite en soi aux CIF et, de l'autre, une offre au public également interdite car portant sur des actions de SAS, et, par conséquent, une activité de commercialisation menée en contradiction avec le devoir des CIF d'agir avec loyauté et équité au mieux de l'intérêt des clients.

Sur le premier grief, l'exercice d'une activité de placement en violation du statut de CIF, il y a peu à dire. Le raisonnement de la Commission est assez simple : les actions de SAS sont des instruments financiers ; la recherche de souscripteurs par les CIF au profit de l'émetteur est un placement (art. D. 321-1, 7, du CMF) ; peu importe que la démarche se soit adressée à une clientèle existante ou prospective et à des souscripteurs ayant déjà investi ou non ; peu importe également que la recherche de souscripteurs n'ait pas abouti. Dans tous les cas, il s'agissait d'une prospection pour le compte de l'émetteur et cela suffit à réaliser un service de placement, qu'il soit couronné de succès ou non. Par ailleurs, que le placement ait été non garanti était sans conséquence, les CIF n'étant pas autorisés à exercer une telle activité dans les deux cas, car elle ne figure pas parmi celles à eux permises par l'art. L. 541-1 du CMF.

Dans ce raisonnement, un seul point arrête et il n'est pas négligeable. Selon ce qu'il résulte de la décision, les CIF avaient placé ou tenté de placer des actions émises par certaines sociétés du Groupe en exécution de conventions de placement qui n'avaient pas été conclues avec celles-ci mais avec une autre société du Groupe. La décision ne s'arrête pas à ce point, mais sans s'en expliquer. L'idée qui transparait est que les CIF avaient, de fait, agi pour le compte des sociétés émettrices, peu important que le leur avait demandé. Il est vrai que cette constatation suffit à faire entrer l'action des CIF dans la définition du service de placement retenue par le Code monétaire et financier : « Constitue le service de placement [garanti ou non garanti] le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers » (art. D. 321-1 du CMF). Cependant, ce raisonnement est un peu trop cursif et soulève une question : le fait que la convention de placement ait été conclue avec l'une des sociétés du Groupe suffit-il à engager les autres sociétés ? Le principe demeure celui de l'indépendance des sociétés, même liées par des liens en capital. Mais on est dans le domaine de la répression et de la régulation, de sorte qu'il n'est pas inadmissible d'avoir une conception plus économique que juridique du Groupe.

Le second grief est dans l'ombre portée du premier. La Commission constate que si les actions des SAS n'ont pas fait l'objet d'une véritable communication au sens de l'art. L. 411-1 du CMF, elles ont néanmoins fait l'objet d'un placement et, par conséquent, d'une offre au public. Or, les actions de ce type de société ne peuvent pas faire l'objet d'une telle offre, mais peuvent bénéficier de certaines hypothèses de placements privés, en particulier auprès d'un cercle restreint d'investisseurs (art. L. 227-2 du Code de commerce). La Commission prend soin de vérifier que les différentes hypothèses de placement privé permises n'étaient pas remplies, ce qui ne fait pas problème pour la plupart d'entre elles, qui relèvent du simple constat chiffré (montant total par investisseur supérieur à 100 000 euros, valeur nominale des titres supérieure à

100 000 euros) ou qualitatif (offre s'adressant exclusivement à des personnes fournissant des services d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers ou à des investisseurs qualifiés). Restait néanmoins en discussion le cas du cercle restreint d'investisseurs (moins de 150 aujourd'hui et moins de 100 avant le 10 novembre 2012), à propos duquel certains intermédiaires prétendaient qu'ils étaient convaincus que l'offre du Groupe s'y limitait. La Commission constate que rien ne leur permettait de le croire, ni les plaquettes de présentation de produits ni les bulletins de souscription ne précisant que l'offre était destinée à un cercle restreint et les conventions de placement prévoyant au contraire expressément l'absence d'exclusivité. De plus, l'audition de la plupart des mis en cause faisait ressortir qu'ils savaient que d'autres intermédiaires commercialisaient les mêmes produits financiers.

Ce qu'il faut retenir en creux, c'est que l'intermédiaire doit lui-même vérifier, dans l'hypothèse d'un placement privé, que les conditions en sont remplies et non s'en remettre à l'émetteur ou au promoteur. Il est en effet légitime et nécessaire que chaque maillon de la chaîne de distribution vérifie que les conditions du placement privé sont remplies, car c'est cela agir de manière professionnelle au sens de l'art. L. 541-8-1, 1°, du CMF. La Commission en pose le principe : « Considérant que le fait, pour un conseiller en investissements financiers, 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, lesquels doivent bénéficier de conseils professionnels indépendants et éclairés s'inscrivant dans le respect de la réglementation applicable ». C'est à ce propos que la Commission regrette, à juste titre, l'absence de mise en cause du Groupe lui-même.

Une dernière remarque mérite d'être faite. En effet, la décision prend soin de motiver la nature et le montant des sanctions retenus à l'égard de chacune des personnes poursuivies. De manière générale, elle rappelle que « le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ce manquement ». Mais elle prend soin d'énumérer ses critères : « que le nombre d'investisseurs ayant effectivement souscrit aux produits financiers constitue un élément permettant d'apprécier la gravité du manquement ; que seront également pris en compte la durée du manquement, la qualité et le degré d'implication des mis en cause, leur assise financière et leur capacité contributive, leur degré de coopération avec l'AMF, l'éventuelle réitération des manquements et l'éventuelle réparation des préjudices causés aux tiers ». On voit ainsi apparaître un véritable programme d'encadrement et de motivation des sanctions, qui doit certainement aux réflexions menées par la Commission et qui lui permettra à l'avenir de ne plus donner le sentiment de sanctions pécuniaires imprévisibles dans leur montant et difficiles à expliquer *a posteriori*. Le temps n'est plus à l'appréciation discrétionnaire. Dans la présente affaire, la Commission s'impose d'appliquer ces différents critères à chaque personne sanctionnée, de sorte que les sanctions sont, pour la première fois semble-t-il, précisément et individuellement motivées. Cela méritait d'être relevé et applaudi.

Une dernière remarque : à l'évidence, les mêmes faits (le placement des actions de SAS) servent de fondement à deux griefs, celui de placement interdit et celui d'offre au public irrégulière. N'y a-t-il pas là ce que l'on appelle en droit pénal un cumul idéal ? Mais, outre que le régime du

cumul d'infractions ne s'applique pas au cumul de griefs en matière de sanction administrative, il ne donne pas lieu en l'espèce à une double sanction, mais à une seule, qui tient compte de la gravité intrinsèque des faits dans leurs divers aspects, de sorte qu'il n'y a rien à redire sur ce point. ■

PSI – Contrôles entre 2003 et l'entrée en vigueur de la loi du 26 juillet 2013 – Pouvoirs des contrôleurs – RG AMF – Manque de base légale.

CE, ord., 17 avril 2015, n° 389093, Société Bernheim Dreyfus & Co.

À la date des opérations litigieuses, les conditions dans lesquelles les contrôles effectués par les services de l'AMF étaient diligentés, ainsi que les prérogatives dévolues aux contrôleurs, étaient seulement définies dans le Règlement général de l'AMF sur simple renvoi de l'art. L. 622-3 du CMF. Le moyen tiré de ce que la procédure de contrôle est entachée d'irrégularité, faute pour les mesures diligentées à cette occasion de trouver une base légale dans le seul règlement de l'AMF sur le fondement duquel elles ont été menées, est propre à créer un doute sérieux quant à la légalité de la sanction litigieuse.

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

Voilà une décision de simple référé du Conseil d'État qui pourrait être, rétroactivement, un coup de tonnerre pour le proche passé. Le Conseil d'État juge qu'il y a un doute sérieux quant à la légalité des sanctions prononcées par l'AMF en raison du fait qu'à l'époque (en 2012) les conditions dans lesquelles étaient effectués les contrôles n'étaient prévues que par le Règlement général, celui-ci ayant été édicté sur seul fondement d'un texte légal trop général, l'art. L. 622-3 du CMF, qui, à l'époque, lui donnait compétence pour déterminer les « conditions dans lesquelles sont effectués les contrôles », sans autre précision.

Le Conseil d'État peut suspendre en référé une décision de sanction de l'AMF dès lors que l'urgence le justifiant, « il est fait état d'un moyen propre à créer, en l'état de l'instruction, un doute sérieux quant à la légalité de la décision » (art. L. 521-1 du Code de justice administrative), ce qui fait toute la différence avec le pouvoir du juge judiciaire, qui ne peut suspendre une décision que si elle « est susceptible d'entraîner des conséquences manifestement excessives » (art. L. 621-30 du CMF). C'est donc parce que le Conseil d'État a eu « un doute sérieux quant à la légalité de la décision » qu'il l'a suspendue, ce qui mérite intérêt.

En l'espèce, une société de gestion avait fait l'objet d'un contrôle du 9 février 2012 au 25 septembre 2012, et c'est au vu des éléments recueillis à cette occasion que le Collège lui avait notifié des griefs, puis que, par une décision du 17 mars 2015 (qui n'est plus publiée par le site de l'AMF), la Commission des sanctions a prononcé une peine pécuniaire à son encontre ainsi qu'à l'égard de trois personnes physiques dont on imagine

qu'il s'agissait des principaux acteurs de la société. Le Conseil d'État suspend cette décision jusqu'à ce qu'il ait statué sur sa légalité et condamne l'AMF à une indemnité pour frais irrépétibles de 6 000 euros, ce qui semble confirmer l'importance attachée à sa décision par la Haute juridiction.

La raison de cette suspension est la suivante. Le Conseil d'État constate que la Commission des sanctions s'est notamment fondée sur « les éléments recueillis à l'occasion du contrôle effectué, dans les locaux de la société [...] du 9 février au 25 septembre 2012 », que « les conditions dans lesquelles les contrôles effectués par les services de l'Autorité des marchés financiers sont diligentés ainsi que les prérogatives dévolues aux contrôleurs étaient seulement définies, à la date des opérations litigieuses, dans le Règlement général de l'AMF pris sur le fondement de l'art. L. 622-3 du Code monétaire et financier qui renvoyait au Règlement général, avant son abrogation par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003, la détermination des « conditions dans lesquelles sont effectués les contrôles ». Il estime en conséquence qu'il y a un doute sérieux quant à la légalité des sanctions litigieuses « faute pour les mesures diligentées à cette occasion [à l'occasion de la procédure de contrôle] de trouver une base légale dans le seul règlement de l'AMF sur le fondement duquel elles ont été menées ».

Une remarque de pure forme pour commencer : pris au pied de la lettre en oubliant un instant les explications qui le précèdent, le Considérant de l'arrêt est quelque peu ambigu quand il commence par « faute pour les mesures diligentées à cette occasion de trouver une base légale dans le seul Règlement de l'AMF », ce qui, pris isolément, laisserait entendre que le Règlement général ne comportait pas de disposition relative au contrôle, ce qui n'était pas le cas (art. 143-1 du RG AMF dans sa version de l'époque¹). En réalité, il faut comprendre que c'est le RG AMF qui, sur ce point, n'avait pas de base légale suffisante, ce que précise l'arrêt du Conseil d'État un peu plus haut en indiquant que les dispositions du RG AMF avaient été prises sur le fondement de l'art. L. 622-3 du Code monétaire et financier, texte qui se contentait de lui renvoyer « la détermination des « conditions dans lesquelles sont effectués les contrôles » ». Autrement dit, si l'on comprend bien, la base législative du Règlement AMF aurait été trop imprécise pour permettre au Règlement d'organiser des contrôles sur pièce et sur place, ce qui est justifié s'agissant d'atteintes aux droits et libertés fondamentaux.

1. À l'époque, le Règlement général de l'AMF précisait, à l'art. 143-1, que « l'AMF effectue des contrôles sur pièces et sur place dans les locaux à usage professionnel de ces entités ou personnes », ces dernières englobant en particulier les sociétés de gestion.