

CIF – AMF – Sanction – Compétence – Activité autre que de conseil financier – Oui.

AMF, décision de sanction du 7 juin 2016, SAN-2016-07.

L'AMF est compétente pour contrôler et sanctionner les CIF, même pour leurs activités de gestion de patrimoine autres que de conseil en investissement financier.

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

Cette décision de sanction sera simplement signalée en ce qu'elle confirme la position de la Commission des sanctions qui estime que l'AMF est compétente pour contrôler et sanctionner toutes les activités des conseillers en investissements financiers, qu'il s'agisse de celles qui relèvent du conseil en investissements financiers ou des « autres activités de conseil en gestion de patrimoine ».

La difficulté vient de ce que le conseil en investissements financiers n'est pas une activité exclusive et est presque toujours exercée par une personne qui, pour atteindre un niveau de revenu suffisant, exerce d'autres activités, qu'elles soient réglementées (courtier d'assurances, agent immobilier) ou non, toutes activités qui relèvent globalement de la profession non réglementée de conseiller en gestion de patrimoine. Dès lors, s'il est certain que le CGP qui exerce une activité de CIF peut être contrôlé et sanctionné par l'AMF pour le conseil en investissements financiers (art. L. 541-1, I), peut-il l'être également pour ses autres activités ? On peut être partagé de prime abord ; une position légaliste conduirait à le refuser, les activités de conseil en gestion de patrimoine autres que celles de conseil financier

ne relevant pas du statut de CIF ; une position opportuniste conduirait à l'admettre, pour la raison que, à défaut, ces autres activités, exercées pourtant par un CIF, ne seraient soumises à aucun contrôle particulier, sinon, tout de même, celui de la DGCCRF, dont le rôle et les pouvoirs, en particulier de sanction, ont été notablement renforcés par la loi Hamon de 2014.

Repartons du II de l'art. L. 541-1 du CMF. Il permet aux CIF de fournir également, outre le service de réception et de transmission d'ordres, d'autres activités de conseil en gestion de patrimoine. Or, la Commission des sanctions de l'AMF estime, depuis la décision Hérios¹, qu'elle est compétente pour prononcer une sanction sur le fondement de l'art. L. 621-17, qui vise, de manière générale et sans exclusive, « tout manquement par les conseillers en investissements financiers définis à l'art. L. 541-1 aux lois, règlements et obligations professionnelles les concernant », le visa de l'art. L. 541-1 ne discriminant pas suivant qu'il s'agit de l'activité centrale du conseil en investissements financiers ou des autres activités du conseil en gestion de patrimoine. L'AMF privilégie l'activité sur le statut, ce qui n'est pas nouveau². C'est ce qu'admet également la Cour de cassation pour les prestataires de services d'investissement³. ■

1. Décision de sanction de l'AMF du 9 juillet 2015 à l'égard de la société Cabinet de conseil Hérios Finance et de M. Stéphane Benhamou, SAN-2015-14 : *Banque et Droit* n° 163, septembre-octobre 2015, p. 36, note A.-C. Rouaud.
2. Décision de sanction de l'AMF du 23 juillet 2013, Solabios : *Banque et Droit* n° 152, novembre-décembre 2013, p. 22, note J.-J. Daigre.
3. Cass. civ. 2^e, 2 octobre 2013, n° 12-20504 : *Banque et Droit* n° 152, novembre-décembre 2013, p. 129, note A.-C. Rouaud ; Cass. com. 30 juin 2015, n° 14-17907 : *Banque et Droit* n° 163, septembre-octobre 2015, p. 34, note A.-C. Rouaud.

Appréciation de l'exigence de double direction effective des sociétés de gestion de portefeuille.

Comm. sanct. AMF, 1^{er} sect., 18 juill. 2016, SAN-2016-12, Société Sunny Asset Management.

Commentaire par Jérôme Chacornac

Cette décision de sanction fait l'objet d'un bref signalé à raison de la caractérisation qu'elle comporte du manquement à une condition d'agrément particulière, applicable aux sociétés de gestion de portefeuille, dite « des quatre yeux »¹. Dans cette affaire, après avoir retenu à l'encontre d'une société de gestion de portefeuille des manquements procédant de diverses insuffisances des procédures et contrôles comptables, la commission des sanctions a également caractérisé à l'encontre du

président du conseil d'administration et de la société un manquement à la condition d'agrément énoncée à l'article L. 532-9, II, 4° du CMF, précisée par l'article 312-6 du règlement général de l'AMF. Cette dernière disposition impose que la direction d'une société de gestion de portefeuille soit assurée par deux personnes dont l'une au moins doit être un mandataire social, l'autre pouvant être le président du conseil d'administration ou une autre personne spécialement habilitée par les organes sociaux ou les statuts pour diriger et déterminer l'orientation de la société. En l'espèce, le président mis en cause a failli à démontrer au régulateur sa direction « effective » de la société, aux côtés du directeur général contre lequel une plainte avait été déposée du chef de diverses infractions, en raison d'agissements ayant entraîné une forte baisse du résultat net de la société. S'appuyant sur sa propre doctrine en la matière (résultant en dernier lieu d'une position-recommandation n° 2012-19, *Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille*), la Commission des sanctions a rejeté l'argumentation du mis en cause au motif que, en substance, celui-ci s'était borné à participer aux activités « classiques » pourrait-

1. J.-J. Daigre et A. Deprez-Graff, « Droit boursier et des marchés financiers », JCP E n° 39, 2003, 1361, n° 23 ; O. Mitillette, « Obligations des PSI : règles de conduite et contrôle des services d'investissement et « règle des quatre yeux », *Bull. Joly Bourse*, avr. 2009, p. 122.

on dire, du conseil d'administration dans le processus d'approbation des comptes annuels. Le « second dirigeant » doit, aux termes de la décision reprenant ceux de la position de l'AMF, exercer des fonctions de « contrôle de l'information comptable et financière » et « la détermination du niveau des fonds propres » (p. 8).

Si la portée de la décision tend indiscutablement à donner un effet utile à l'exigence de double direction, sa teneur vient révéler la difficulté qu'il y a, pour les dirigeants, à déterminer leurs compétences résultant de la superposition des règles du droit financier à celles du droit des sociétés. ■

Nature juridique d'un « produit financier » remboursable au-dessous du nominal – Caractéristiques essentielles d'un titre obligataire.

Cour d'appel de Paris 21 juin 2016, n° 15/00317, M. X c/ SA Generali et SARL Horizon Patrimoine.

« Qu'une obligation est donc un titre de créance représentatif d'un emprunt et dont le détenteur, outre la perception des intérêts, a droit au remboursement du nominal à l'échéance. »

Commentaire de Frida Mekoui

L'arrêt commenté se prononce sur la qualification juridique de titres de créance structurés¹ ne comportant pas de protection intégrale du capital, c'est-à-dire en des termes plus juridiques, susceptibles d'être remboursés en dessous du nominal.

La question est loin d'être théorique : il en va, entre autres, de l'éligibilité de ces titres comme support d'unité de compte des contrats d'assurance vie. Pour n'en décrire que brièvement le fonctionnement, on rappellera que les contrats d'assurance vie en unité de compte permettent à l'assuré de s'exposer économiquement à la valeur de certains types de titres financiers limitativement énumérés² tels que les obligations négociées sur un marché reconnu. À l'image du cas d'un investisseur qui acquiert directement les titres financiers précités, l'assuré supporte les risques liés à ces produits.

En l'espèce, c'est l'évolution défavorable de la valeur du titre de créance structuré utilisé comme support des unités de compte qui amena l'assuré, d'abord à remettre en cause le conseil et l'information reçus de la part de l'assureur et du courtier, puis l'éligibilité du titre au contrat d'assurance vie.

Sur ce dernier point, la cour d'appel estime que le droit au remboursement du capital est une caractéristique essentielle de l'obligation : « il est établi que le détenteur n'a pas droit au remboursement du nominal de sorte que cette caractéristique essentielle de l'obligation n'étant pas acquise, le produit litigieux ne peut être qualifié d'obligation et n'est donc pas éligible au contrat ».

Le débat n'est pas nouveau³, puisque l'AMF encadre rigoureusement l'utilisation du terme « obligation » dans le cadre de la documentation commerciale⁴. L'AMF considère ainsi que le terme « obligation » ne doit pas être utilisé dans les brochures commerciales portant sur des titres de créance structurés qui présentent un risque de perte en capital. Néanmoins, la portée de cette position sur la qualification juridique des titres structurés est à relativiser. En effet, il apparaît ici que l'objectif de l'autorité n'est pas tant de se prononcer sur le plan juridique que de veiller à ce que l'utilisation du « label obligation » ne puisse induire un doute dans l'esprit de l'investisseur de détail sur les possibilités, le cas échéant, de perte de tout ou partie du capital investi. Selon cette conception, le vocable obligation serait dans l'esprit du grand public gage de sécurité et de simplicité. D'ailleurs, l'AMF réserve le même sort aux titres structurés qui, bien que garantis en capital, présentent une complexité particulièrement importante. Plus encore, elle permet l'utilisation du terme obligation dans la partie des documents commerciaux relative aux caractéristiques techniques de l'instrument financier et, bien sûr, dans la documentation juridique (i. e. le prospectus). C'est dire que l'autorité reconnaît indirectement que ces titres, bien que non remboursables « au pair », puissent être qualifiés d'obligations sur le plan juridique.

Alors quels sont les arguments qui ont permis à la cour d'appel de Paris de considérer aussi catégoriquement que le droit au remboursement du nominal était une caractéristique essentielle des obligations ? À cet égard, les juges sont pour le moins lapidaires : « Considérant qu'aux termes de l'article L. 213-5 du Code monétaire et financier les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale. Qu'une obligation est donc un titre de créance représentatif d'un emprunt et dont le détenteur, outre, la perception d'un intérêt, a droit au remboursement du nominal à l'échéance ».

La relation causale entre l'« unique définition légale des obligations »⁵ et le principe exposé par la cour d'appel est pour le moins réductrice comme le souligne un auteur⁶. L'ar-

1. En l'occurrence des EMTN. La terminologie EMTN fait référence à un standard de documentation d'émission de titres de créance. Ce standard est généralement utilisé pour les émissions de titres de créance structurés, mais également tout à fait servir pour des titres simple (« vanilles ») comme le souligne un auteur (Brèves observations sur la nature juridique des EMTN, Thierry Samin).

2. Articles L. 131-1, R. 131-1 et R. 332-2 du Code des assurances.

3. Cf. Thierry Samin « Brèves observations sur la nature juridique des EMTN », *Bulletin Joly Bourse*, décembre 2012.

4. Position AMF n° 2013-13 – Guide pour la rédaction des documents commerciaux dans le cadre de la commercialisation des titres de créance structurés.

5. Gilles Endréo, *Bulletin Joly Bourse* du 1^{er} sept. 2016, n° 09, p. 369.

6. Article précité, note 5.