N^os 433480, 433624 et 434283

Société Invest Securities, M. L... C...et SARL Portal Conseil

6^{ème} et 5^{ème} chambres réunies

Séance du 28 mai 2021

Lecture du 21 juillet 2021

CONCLUSIONS

M. Olivier FUCHS, rapporteur public

Les trois affaires qui viennent d'être appelées concernent des sanctions prononcées par l'Autorité des marchés financiers à l'encontre de prestataires de services financiers ayant irrégulièrement placé en France un fonds d'investissement alternatif britannique.

La société Invest Securities est un prestataire de services d'investissements¹, spécialisé notamment dans le conseil en investissement, la transmission et l'exécution d'ordres pour le compte de tiers ainsi que le placement non garanti². En 2015, elle a accepté d'assurer, pour un fonds d'investissement anglais dénommé Viagefi 6 Limited, spécialisé dans l'investissement dans des produits immobiliers en viager, une mission de placement des parts de ce fonds auprès de souscripteurs. Elle a, concomitamment, confié à plusieurs conseillers en investissements financiers, parmi lesquels M. C... et la société Portal Conseil, la mission d'identifier et de mettre en relation avec elle des souscripteurs de fonds. D'août 2015 à janvier 2017, plusieurs clients ont, par le biais des apporteurs d'affaires, souscrit des parts du fonds. Le 23 janvier 2017, l'AMF a toutefois publiquement indiqué que le fonds en cause n'était pas autorisé à la commercialisation en France. L'AMF a alors procédé à plusieurs contrôles et engagé des procédures de sanction à l'encontre des requérants.

Le 2 juillet 2019, la commission des sanctions a infligé à la société Invest Securities un blâme ainsi qu'une sanction pécuniaire de 90 000 euros, pour

¹ Au sens de l'article L. 621-9 du code monétaire et financier.

² Tel que défini par l'article D. 321-1 du code monétaire et financier.

Ces conclusions ne sont pas libres de droits. Leur citation et leur exploitation commerciale éventuelles doivent respecter les règles fixées par le code de la propriété intellectuelle. Par ailleurs, toute rediffusion, commerciale ou non, est subordonnée à l'accord du rapporteur public qui en est l'auteur.

avoir manqué à son obligation d'agir de manière professionnelle et avec le soin qui s'impose pour favoriser l'intégrité du marché, en méconnaissance des dispositions des articles L. 533-1 du code monétaire et financier et 314-3 du règlement général de l'AMF. Des sanctions pécuniaires de respectivement 20 000 euros et 50 000 euros ont en outre été prononcées à l'encontre de M. C... et de la société Portal Conseil, pour avoir manqué à leur obligation d'exercer leur activité avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent au mieux des intérêts de leurs clients, en méconnaissance du 2° de l'article L. 541-8-1 du même code.

La sanction prononcée à l'encontre de M. C... a été partiellement suspendue, en ce qu'elle excède 10 000 euros, par votre juge des référés le 5 septembre 2019³.

1. Nous vous proposons de traiter en premier lieu la requête de la société Invest Securities

1.1. Celle-ci vous permettra d'abord d'apporter d'utiles précisions sur la définition des fonds d'investissement alternatif (FIA). La société Invest Securities soutient en effet que la société Viagefi 6 ne serait pas un tel fond mais, en somme, une société foncière poursuivant une politique commerciale.

Pour en donner d'abord un aperçu général, ces fonds constituent l'une des catégories des organismes de placement collectifs au sens du code monétaire et financier et ils ne sont pas des organismes de placement collectif en valeurs mobilières agréés. Ils relèvent de la directive du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, adoptée à la suite de la crise dite des *subprimes*⁴ et qui a permis la régulation d'organismes de placement qui jusqu'alors y échappaient. Concrètement, les FIA proposent dans la majorité des cas des stratégies d'investissement spécialisée dans certains domaines, tels l'immobilier ou le capital-risque⁵. Leur commercialisation en France doit être notifiée à l'AMF⁶.

³ JRCE, 5 septembre 2019, *M. Carlotta*, n°433626.

⁴ Et non de la directive OPCVM.

⁵ Qui est une prise de participation par un ou des investisseurs, généralement minoritaire, au capital de

Ces conclusions ne sont pas libres de droits. Leur citation et leur exploitation commerciale éventuelles doivent respecter les règles fixées par le code de la propriété intellectuelle. Par ailleurs, toute rediffusion, commerciale ou non, est subordonnée à l'accord du rapporteur public qui en est l'auteur.

Vous ne vous êtes jamais prononcés, à notre connaissance, sur les éléments de qualification des fonds d'investissement alternatif. Aux termes de l'article L. 214-24 du code monétaire et financier, ceux-ci sont définis comme des organismes de placement collectifs qui lèvent des capitaux, auprès d'un certain nombre d'investisseurs, en vue de les investir, dans l'intérêt de ces investisseurs, conformément à une politique d'investissement que ces FIA ou leurs sociétés de gestion définissent. La doctrine de l'AMF, qui reprend la doctrine du régulateur européen, permet de préciser utilement chacun de ces éléments⁷. Comme le reconnaît l'AMF, le plus délicat dans la plupart des cas est de déterminer « si l'objet de ce véhicule est effectivement de lever des capitaux en vue de les investir conformément à une politique d'investissement définie. Autrement dit, il conviendra de déterminer si le véhicule est un véhicule d'investissement / de placement ou si, au contraire, le véhicule n'est qu'une enveloppe destinée à faciliter l'exploitation en commun d'un ou plusieurs actifs détenus collectivement ».

La société requérante fait principalement valoir que la société Viagefi 6 n'est pas un organisme de placement collectif et qu'elle n'a pas de politique d'investissement définie. Il ne fait toutefois guère de doute, à notre avis, que, si ce fonds a pour activité principale l'acquisition de biens immobiliers détenus en pleine propriété en vue de leur revente ultérieure, son objet est bien d'assurer un placement financier et non la simple exploitation d'un actif détenu en copropriété. Il est alors difficile de soutenir que ce fonds poursuivrait une politique commerciale et non une politique d'investissement définie. En outre, les statuts de ce fonds réservent à seulement cinq actionnaires un pouvoir discrétionnaire et continu sur les questions opérationnelles relatives à la gestion courante des actifs de la société. Or selon la doctrine de l'AMF, qui traduit une position de bon sens, ce n'est que si l'ensemble des porteurs de parts ou actionnaires se voit accorder un tel pouvoir que la société peut échapper à

sociétés non cotées.

⁶ Voir le I de l'article L. 214-24-1 du code monétaire et financier.

⁷ Voir notamment le *Guide des mesures de modernisation apportées aux placements collectifs français* de juillet 2013 et la position AMF n°2013-16.

Ces conclusions ne sont pas libres de droits. Leur citation et leur exploitation commerciale éventuelles doivent respecter les règles fixées par le code de la propriété intellectuelle. Par ailleurs, toute rediffusion, commerciale ou non, est subordonnée à l'accord du rapporteur public qui en est l'auteur.

la qualification de FIA. Ajoutons que, ainsi que l'a relevé la commission des sanctions, ce fonds était inscrit en Angleterre comme FIA et il était présenté comme tel par la documentation juridique fournie aux souscripteurs lors du placement de produit.

En se fondant sur ces derniers éléments, la commission des sanctions n'a pas insuffisamment motivé sa décision⁸ : sans doute la décision aurait-elle pu être plus solidement argumentée au regard des caractéristiques des FAI, mais les éléments retenus sont à nos yeux suffisants et il serait très sévère d'accueillir le moyen d'insuffisance de motivation. Par ailleurs, il résulte de ce que nous venons de dire que la commission des sanctions pouvait, sans erreur de droit ni erreur d'appréciation, qualifier la société Viagefi 6 de fonds d'investissement alternatif au sens de l'article L. 214-24 du code monétaire et financier.

Dès lors, nous n'avons pas de doute sur le fait que c'est également sans erreur d'appréciation que l'AMF a considéré que la société Invest Securities a manqué à son obligation d'agir avec tout le professionnalisme requis afin de favoriser l'intégrité du marché, en méconnaissance des articles L. 533-1 du code monétaire et financier et 314-3 du règlement général de l'AMF. Le fait de proposer l'investissement en cause sans avoir vérifié que la notification du fonds à l'AMF avait bien été faite était, en soi, un manquement à des diligences professionnelles normales et était susceptible, en tant que tel, de porter atteinte à l'intégrité du marché puisqu'il fragilise la sécurité des investisseurs lesquels, pour leur part, doivent présumer que l'AMF a bien exercé sur ce fond le droit de regard qui lui incombe, ce qu'elle ne peut faire en l'absence de notification. L'AMF, en outre, indique bien que des éléments étaient de nature à alerter la société Invest Securities, d'une part, sur le fait que la société était un FIA et, d'autre part, sur ce que la régularité de l'opération pouvait être douteuse. En d'autres termes, la société n'a effectivement pas exercé son activité avec le professionnalisme requis afin de favoriser l'intégrité du marché et elle pouvait, donc, être sanctionnée de ce fait (voyez notamment

⁸ Etant entendu qu'elle n'est pas tenue de répondre à tous les arguments présentés devant elle (par exemple CE, 28 novembre 2014, *M. F... et autres*, n°366463, aux Tables).

Ces conclusions ne sont pas libres de droits. Leur citation et leur exploitation commerciale éventuelles doivent respecter les règles fixées par le code de la propriété intellectuelle. Par ailleurs, toute rediffusion, commerciale ou non, est subordonnée à l'accord du rapporteur public qui en est l'auteur.

CE, 15 mai 2013, *Société Alternatives Leader France*, n°356054, aux Tables et CE, 28 novembre 2014, *F...*, n°366463, aux Tables).

La sanction prononcée, enfin, ne nous paraît pas disproportionnée. La décision attaquée indique que plus de 104 000 euros de commission ont été touchés par la société, qui avait pour 2018 un chiffre d'affaires s'élevant à plus de 5 millions d'euros. Compte tenu des agissements en cause et au regard de la sanction pécuniaire encourue, d'un montant maximum de 100 millions d'euros ou du décuple des profits réalisés, une sanction de 90 000 euros n'apparaît pas disproportionnée. De même, la sanction du blâme est dans la fourchette basse des sanctions prévues par le III de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier et n'apparaît pas disproportionnée. Nous avons simplement eu une hésitation quant à la durée de la publication non anonyme de la sanction, sachant que cette peine complémentaire est également soumise au principe de proportionnalité (voyez CE, Section, 6 juin 2008, *Société Tradition Securities and Futures*, n°299203, au Recueil et CE, 19 mai 2017, *M. S...* et *Société Global Patrimoine Investissement*, n°401804 et 401806, aux Tables). Toutefois, cette hésitation a été levée compte tenu ce que cette décision, qui a pour objet de porter à la connaissance de toutes les personnes intéressées les seules irrégularités qui ont été commises et les sanctions prononcées, permet nous semble-t-il de satisfaire aux exigences d'intérêt général relatives au bon fonctionnement du marché, à la transparence des opérations et à la protection des épargnants.

Nous vous proposons donc d'écarter les moyens présentés par la société *Invest Securities* et de rejeter sa requête.

2. Vous pourrez alors en venir à la requête de *M. C...*, à qui une sanction pécuniaire de 20 000 euros a été infligée pour n'avoir pas exercé son activité d'apporteur d'affaires avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent au mieux des intérêts de ses clients, en méconnaissance du 2° de l'article L. 541-8-1 du code monétaire et financier.

Le requérant soutient pourtant ne pas avoir commis ce manquement. Il fait valoir que la commission des sanctions ne pouvait pas retenir que le fait

Ces conclusions ne sont pas libres de droits. Leur citation et leur exploitation commerciale éventuelles doivent respecter les règles fixées par le code de la propriété intellectuelle. Par ailleurs, toute rediffusion, commerciale ou non, est subordonnée à l'accord du rapporteur public qui en est l'auteur.

pour un conseiller en investissement financier de recommander un instrument sans s'être au préalable assuré que sa commercialisation était autorisée constitue un comportement « nécessairement contraire » à l'intérêt des clients et ne leur permet pas de bénéficier des conseils professionnels qui doivent leur être fournis. Il fait valoir que c'était au prestataire de services financiers de s'en assurer et d'effectuer les diligences nécessaires. Mais la responsabilité du conseiller en investissement financier vis-à-vis de ses clients ne disparaît du fait de la relation contractuelle existante avec le prestataire de services financiers. Vous ne l'avez à notre connaissance pas encore jugé de la sorte, mais cela nous semble difficilement contestable et renvoie à des raisonnements qui sont classiquement tenus dans d'autres champs⁹. Compte tenu de ce que la commercialisation de produits financiers nécessite le plus souvent l'intervention d'une chaîne de professionnels, la solution inverse conduirait à dévitaliser les garde-fous mis par le code monétaire et financier dans l'intérêt de l'intégrité du marché et des investisseurs.

Ensuite, l'article L. 541-8-1 du code monétaire et financier, dans sa version alors applicable¹⁰, énonçait que les conseillers en investissement financier exercent leur activité avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent aux mieux des intérêts de leurs clients, qu'ils communiquent toutes les informations utiles à leur choix avisé et qu'ils doivent accomplir leur mission avec efficacité. Il ne nous semble pas douteux que cette mission implique, *a minima*, que les conseillers en investissement financier s'assurent que le produit qu'ils proposent à leurs clients est bien autorisé¹¹. Et nous ne voyons pas en quoi le principe de légalité des délits et des peines aurait été méconnu en l'espèce, dès lors que vous jugez qu'en dehors de la matière pénale, ce principe ne fait pas obstacle à ce que les infractions soient définies par référence aux obligations auxquelles est soumise une personne en raison de l'activité qu'elle exerce (voyez CE, 18 février 2011, *Banque d'Orsay et autres*, n°322786, aux Tables ainsi que la décision du Conseil constitutionnel n°88-248 DC du 17 janvier 1989 sur le

⁹ Voir par exemple Cass., 1^{ère} Civ., 10 juillet 1995, Bull n° 312 ; Cass, 1^{ère} civ., 24 juin 1997, Bull. n°214.

¹⁰ La nouvelle rédaction est encore plus claire.

¹¹ Voir *mutatis mutandis* CE, 20 juin 2016, Société Bryan Garnier, n°392216, aux Tables.

Conseil supérieur de l'audiovisuel). Pour reprendre les termes de votre décision *Groupement d'employeurs Plusagri* (16 décembre 2016, n°390234, au Recueil) la règle était à nos yeux suffisamment claire pour qu'il apparaisse de manière raisonnablement prévisible aux professionnels concernés que le comportement litigieux était susceptible d'être sanctionné. Nous croyons donc que c'est sans erreur de droit ni erreur d'appréciation que la commission des sanctions pouvait retenir le grief en cause à l'encontre de M. C....

Celui-ci conteste ensuite le fait que la commission des sanctions a retenu comme circonstance aggravante l'inadéquation avérée du produit conseillé au profil des clients concernés. Votre juge des référés a estimé que ce moyen tiré de l'erreur d'appréciation était de nature à créer un doute sérieux quant à la légalité de la décision, en soulignant que les particuliers conseillés par M. C... avaient été clairement informés des caractéristiques du produit financier auquel ils souscrivaient et avaient expressément consenti aux risques en capital et en liquidité qu'il comportait.

Nous ne sommes pas pleinement convaincu par le raisonnement selon lequel l'information des particuliers concernés et leur accord exprès puisse pallier l'obligation de proposer aux clients les services d'investissement adéquats et, en particulier, ceux adaptés à leur tolérance au risque et à leur capacité à subir des pertes, qui doit d'ailleurs donner lieu à une déclaration d'adéquation¹². Il nous semble que, comme le soutient l'AMF, cette obligation incombe au conseiller en investissement financier alors même que les particuliers seraient pleinement informés des risques encourus et les auraient acceptés, l'objectif poursuivi par la législation étant de faire reposer en partie sur le conseiller professionnel l'obligation de protection des investisseurs non professionnels. En d'autres termes, il appartient au conseiller en investissement financier de s'assurer du caractère adapté des produits qu'il propose.

Certes, les articles 314-6 et 314-7 alors applicables du règlement général de l'AMF définissaient des critères et une procédure selon lesquels un

¹² Article L. 541-8-1 du code monétaire et financier.

client non professionnel pouvait renoncer à une partie des protections applicables et demander à être traité comme un client professionnel. Ces articles concernent la relation du client avec le prestataire de service d'investissement mais trouvent nécessairement un écho auprès du conseiller en investissement financier apporteur d'affaires. Certes, également, les clients non professionnels peuvent être regardés comme avertis, au sens où l'entend la Cour de cassation¹³, c'est-à-dire comme disposant d'une bonne connaissance des produits à risque et d'une expérience et d'une compétence suffisantes pour permettre de mieux comprendre les services proposés.

Mais dans tous les cas, l'offre doit être adaptée au profil du client Or, en l'espèce, il résulte de l'instruction que le fonds était destiné à des investisseurs professionnels avec un minimum de souscription de 50 000 euros et la note d'information précisait d'ailleurs que l'absence de cette qualité pourrait conduire au rejet de la demande d'acquiescer ou de vendre des parts. Il n'est pas contesté que les quatre clients apportés par M. C... n'étaient pas professionnels et il pouvait, nous semble-t-il, difficilement être regardés comme avertis. Ceux-ci, alors même qu'ils ont signé une déclaration indiquant consentir à être traités comme des professionnels, ne remplissaient en tout état de cause pas les critères permettant de procéder à cette renonciation. Ils se sont par ailleurs déclarés dans les recueils d'informations comme « *moyennement expérimentées* » en matière de placements financiers et les informations qu'ils ont fournies quant à leur connaissance et leur suivi des marchés, comme de l'état de leurs revenus et de leur patrimoine, le confirme selon nous. Nous croyons donc que la commission des sanctions n'a pas méconnu les dispositions applicables en retenant l'existence de circonstances aggravantes.

Si vous nous suivez sur ce point, nous croyons que vous pourrez alors écarter le moyen tiré du caractère disproportionné de la sanction pécuniaire de 20 000 euros, qui n'est que faiblement supérieure à la somme de 14 966 euros que M. C... a perçu en commission au titre de la commercialisation du fond et alors que son résultat net s'élevait à environ 41 000 euros pour

¹³ Cass. Com., 27 mars 2019, n°18-10592, au Bull.

l'année 2017, et qui par ailleurs est très inférieure à celle infligée aux autres conseillers en investissement financier dans la présente affaire, montrant la prise en compte par la commission des sanctions des circonstances propres à la situation de M. C.... Le manquement consistant à avoir proposé un produit non commercialisable et réservé à des professionnels alors que ses clients ne l'étaient pas nous semble suffisamment grave pour justifier la sanction infligée.

3. Vous pourrez dès lors rejeter la requête de M. C... et en venir à celle de la société Portal Conseil.

Vous constaterez d'abord que M. P... a créé deux structures qu'il dirige toutes les deux et qu'il soutient que la commission des sanctions ne pouvait sanctionner que la société Portal Invest et non la société Portal Conseil, seule la première ayant signé le contrat d'apporteur d'affaires. Mais la décision relève que les deux sociétés sont intervenues dans la commercialisation et il apparaît d'ailleurs que la commission a été créditée dans les comptes des deux sociétés. Vous pourrez donc écarter le moyen tiré de ce que la commission des sanctions aurait méconnue le principe de responsabilité personnelle et excédé le champ de sa saisine.

Vous pourrez rapidement écarter plusieurs autres moyens.

D'abord, nous ne voyons pas de méconnaissance de l'article 6 de la convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et du citoyen, qui ne nous semble pas être le terrain adéquat pour fonder la critique du requérant, qui soutient que la commission des sanctions a retenu des critères erronés pour caractériser l'existence d'un fonds d'investissement alternatif.

Ensuite, pour les mêmes motifs que nous avons auparavant exposés, vous pourrez écarter le moyen tiré de l'erreur d'appréciation à avoir retenu que Viagefi 6 était un fond d'investissement alternatif.

Il nous semble encore que l'argumentation tirée de ce que Viagefi 6 pouvait être proposé dans le cadre d'une action de placement privé telle

Ces conclusions ne sont pas libres de droits. Leur citation et leur exploitation commerciale éventuelles doivent respecter les règles fixées par le code de la propriété intellectuelle. Par ailleurs, toute rediffusion, commerciale ou non, est subordonnée à l'accord du rapporteur public qui en est l'auteur.

que définie par l'article L. 411-2 du code monétaire et financier est sans incidence sur la qualification du manquement retenu.

Vous pourrez aussi écarter le moyen tiré de ce que la commission des sanctions ne pouvait retenir qu'elle n'avait pas exercé son activité avec la compétence, le soin et la diligence requise. Comme dans l'affaire concernant M. C..., l'absence de vérification de la possibilité de commercialisation du fond permet de caractériser le manquement, sans que la société puisse invoquer ici le caractère technique de la réglementation européenne en cause.

Enfin, concernant les circonstances aggravantes, vous pourrez d'abord constater qu'il résulte de l'instruction que la société a, en dépit du renvoi à la documentation générale du fonds, diffusé une information inexacte et trompeuse en indiquant à l'un de ses clients que le risque attaché au fonds était « extrêmement faible ». Par ailleurs, l'offre de service n'était pas adaptée au profil de la cliente particulière. Elle ne l'était pas non plus, croyons-nous, concernant le fonds de dotation, qui était le deuxième client, les critères posés par l'article 314-6 du règlement général permettant de demander à être traité comme un professionnel n'étant pas remplis.

Vous pourrez alors écarter le moyen tiré de la disproportion de la sanction pécuniaire de 50 000 euros infligée à la société, celle-ci ayant perçu, au titre de la commercialisation du fond, une somme de 42 000 euros et son chiffre d'affaires s'élevant en 2017 à près de 110 000 euros, au regard de la gravité des manquements invoqués, sachant que les deux souscriptions représentaient un total de 600 000 euros. Ce dernier moyen ne pouvant être accueilli et la décision étant par ailleurs suffisamment motivée, vous pourrez rejeter la requête de la société Portal.

Et par ces motifs nous concluons au rejet des trois requêtes et à ce que la société Invest Securities, M. C... et la société Portal Conseil versent chacun une somme de 3 000 euros à l'Autorité des marchés financiers au titre de l'article L. 761-1 du code de justice administrative.

Ces conclusions ne sont pas libres de droits. Leur citation et leur exploitation commerciale éventuelles doivent respecter les règles fixées par le code de la propriété intellectuelle. Par ailleurs, toute rediffusion, commerciale ou non, est subordonnée à l'accord du rapporteur public qui en est l'auteur.