

**PROPOSITION D'EXTENSION
DU POUVOIR DE LA
COMMISSION DES SANCTIONS DE L'AMF
EN MATIERE D'OFFRES
DE TITRES FINANCIERS IRREGULIERES**

Consultation de l'AMF

Observations de l'AMAFI

1. L'AMF a consulté l'AMAFI de façon informelle sur une proposition d'extension du pouvoir de sa Commission des sanctions en matière d'offres de titres financiers irrégulières.

C'est à l'occasion de l'entrée en vigueur prochaine de l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014, relative au financement participatif, que l'AMF a engagé une réflexion sur ce sujet après avoir noté que sa Commission des sanctions n'aura pas compétence, une fois ce texte entré en vigueur le 1^{er} octobre 2014, pour sanctionner les manquements à la réglementation applicable aux offres de financement participatif issue de ce texte.

Cette réflexion l'a donc conduit à formuler deux propositions d'extension, dont l'une (la proposition n° 1) étend le champ de compétence de la Commission des sanctions bien au-delà des seules opérations de financement participatif. La fixation de ce champ de compétence souhaité relevant du domaine de la loi, l'AMF entend, une fois la consultation réalisée, transmettre à la Direction Générale du Trésor une proposition de modification pouvant être incorporée dans un prochain véhicule législatif.

2. L'AMAFI a suivi depuis l'origine, avec attention, les travaux de Place qui ont conduit à l'élaboration du nouveau cadre juridique mis en place par l'ordonnance du 30 mai 2014 : elle avait d'ailleurs, en son temps, formulé ses observations sur les propositions ayant conduit à son adoption (AMAFI / 13-55).

Par ailleurs, l'AMAFI s'est intéressée de longue date au pouvoir de sanction de l'AMF dont elle estime qu'il constitue un élément central de la crédibilité de la Place et de ses acteurs. Au-delà des réflexions approfondies qu'elle a menées en 2009 et qui l'ont conduite à proposer certaines évolutions¹, elle a participé depuis à nombre de travaux menés sur ce sujet.

C'est donc avec le plus grand intérêt qu'elle a examiné les propositions d'extension du pouvoir de la Commission des sanctions de l'AMF qui lui ont été soumises.

3. Au terme de cet examen, l'AMAFI estime que s'il peut apparaître justifié d'étendre la compétence de la Commission des sanctions de l'AMF aux nouvelles offres de financement participatif, en raison des particularités et des risques spécifiques susceptibles de s'attacher à ce nouveau mode de financement, elle ne voit pas en revanche pourquoi, à cette occasion, cette compétence devrait être étendue à d'autres types d'offres non appréhendées à ce jour.

¹ Quelles évolutions du pouvoir de sanction de l'Autorité des Marchés Financiers ? - Trente propositions d'un groupe de travail de l'AMAFI – Contribution à la réflexion de Place (AMAFI / 09-48, 20 juillet 2009).

✚ Une extension du pouvoir de sanction de la Commission des sanctions de l'AMF aux offres de financement participatif apparaît justifiée au regard des enjeux de protection de l'épargne

4. L'AMAFI a eu l'occasion, à plusieurs reprises, lors de l'élaboration du cadre juridique mis en place pour faciliter les opérations de financement participatif, d'insister sur la nécessité de sécuriser au maximum ce cadre juridique. Elle a rappelé ainsi que si ce mode de financement bénéficie aujourd'hui d'un capital de sympathie important, largement lié à l'impression qu'ont les épargnants que le rapport qu'ils nouent par ce canal serait de nature différente de celui qu'ils entretiennent au travers de la finance « traditionnelle », il doit faire l'objet de précautions renforcées, d'autant que la personne sollicitée n'est pas toujours, et risque d'être de moins en moins, dans une perspective caritative ou philanthropique, ou avec une proximité forte (familiale ou géographique) avec le demandeur de financement.

Le cadre juridique mis en place par l'ordonnance du 30 mai 2014, complété par des modifications à venir du règlement général de l'AMF, a répondu en partie à cette préoccupation en imposant notamment le respect d'un ensemble de règles d'information des investisseurs potentiels sur les éléments essentiels de l'offre. Néanmoins, l'imposition de ces règles n'a de sens que si leur violation éventuelle peut être sanctionnée. D'autant plus d'ailleurs que les montants des offres susceptibles d'être présentées au public sont en définitive considérablement plus élevés que ceux initialement envisagés lors de la consultation publique, augmentant par là même les risques que peuvent encourir les investisseurs en cas de non respect de ces règles.

5. C'est pourquoi, s'agissant d'un régime nouveau, porteur de risques particuliers et significatifs pour les investisseurs, l'AMAFI estime tout à fait nécessaire d'assurer que les règles posées puissent être sanctionnées. Elle est donc favorable à l'extension du pouvoir de sanction de l'AMF aux offres de financement participatif, c'est-à-dire à celles visées à l'article L. 411-2, I bis du Comofi².

Il serait en effet très paradoxal, et de ce fait peu souhaitable d'un point de vue de crédibilité de l'autorité de tutelle, mais aussi de confiance des investisseurs, que le règlement général impose des obligations d'information à charge des émetteurs sans que la Commission des sanctions n'ait la capacité de les sanctionner³.

6. Pour autant, l'Association ne souscrit pas entièrement à la proposition n° 2 telle qu'elle est actuellement formulée. Celle-ci est en effet présentée comme se limitant à étendre le champ de compétence de l'AMF aux offres de financement participatif, alors qu'en réalité (comme la proposition n° 1 d'ailleurs), elle intègre une autre modification qui concerne, elle, les offres au public de l'article L. 411-1, proposition avec laquelle l'AMAFI est en désaccord. Car, comme exposé ci-après (*v. infra § 8 et*

² Le commentaire de l'AMF en page 3 de son document de consultation, selon lequel l'ordonnance n° 2014-559 s'appliquerait également aux offres relevant du « I » (« offres non constitutives d'une offre au public en raison de leur montant mais ouvertes au public ») et aux offres mentionnées au II (« placement privé ») de l'article L. 411-2, « à condition qu'elles soient réalisées par le biais d'un site internet, d'un PSI ou d'un CIP » est de nature, pour l'AMAFI, à créer la confusion. En effet, les offres de financement participatif sont définies strictement au I bis de l'article L. 411-2. Naturellement, il peut y avoir des offres qui, par leur montant ou leurs destinataires, relèvent du I ou du II et qui, parce qu'elles remplissent également les critères du I bis, relèveront aussi du régime du financement participatif. Mais en tout état de cause, ce ne sera le cas que si les critères du I bis sont remplis. Il est donc plus exact, et surtout moins susceptible de créer la confusion, de prévoir que les offres de financement participatif visées sont celles définies au I bis qui énonce l'ensemble des critères devant être remplis pour entrer dans ce cadre.

³ Etant néanmoins relevé que dans le cadre du dispositif tel qu'il a été conçu, il doit aussi (et probablement prioritairement) être de la responsabilité des CIP de s'assurer que les offres qu'ils présentent au public remplissent toutes les conditions prévues par la réglementation. Aussi, hors le cas où il y aurait fausse information de la part de l'émetteur, manquement sanctionnable en tout état de cause, il est d'ores et déjà prévu qu'il sera possible de sanctionner le CIP qui aurait présenté une offre pour laquelle il ne disposerait pas des documents d'information qui doivent être établis par l'émetteur ou pour laquelle, disposant de tels documents, il n'aurait pas au moins formellement contrôlé que ceux-ci ne contiennent pas d'inexactitude ou de manquement qu'en sa qualité de professionnel de ces opérations, il aurait été susceptible de raisonnablement détecter.

suivants), elle estime que seule l'extension du pouvoir de sanction de l'AMF aux offres de financement participatif du I bis de l'article L. 411-2 est justifiée, toutes les autres extensions proposées, qu'elles soient relatives à des « *offres au public* » (celles de l'article L. 411-1) ou aux autres offres non constitutives d'une « *offre au public* » de l'article L. 411-2) ne l'étant pas, quant à elles.

✚ ***En revanche, une extension du pouvoir de sanction de la Commission des sanctions de l'AMF aux autres offres qui ne sont pas aujourd'hui incluses dans son champ de compétence, n'apparaît pas justifiée***

7. Afin de se prononcer sur l'opportunité des extensions proposées par l'AMF au-delà de celle qui concerne le financement participatif, il faut considérer ce qui suit :

(a) S'agissant tout d'abord des « **offres au public** » de l'article L. 411-1 du Comofi.

Seules échappent aujourd'hui au pouvoir de sanction de l'AMF, les manquements relatifs à des offres portant sur des titres qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un SMN, hormis le cas où il y a eu diffusion d'une fausse information, l'AMF étant alors toujours compétente quand bien même le titre ne serait pas coté.

Les offres concernant des titres cotés sur un marché réglementé ou un SMN étant déjà couvertes, **la nouveauté** de cette proposition consiste donc à faire entrer dans le champ de compétence de l'AMF les manquements, autres que la diffusion d'une fausse information, relatifs à des offres au public portant sur des titres non cotés.

(b) S'agissant ensuite des **offres qui ne constituent pas des « offres au public au sens de l'article L. 411-1 »**, c'est-à-dire, en dehors des offres de financement participatif visées au paragraphe I bis de l'article L. 411-2 du Comofi, **les offres visées aux paragraphes I et II de ce même article.**

Le champ de compétence actuel de la Commission des sanctions de l'AMF est identique à celui qui s'applique aux offres au public de l'article L. 411-1, tel que rappelé au point (a) ci-dessus, sauf en ce qui concerne la diffusion de fausse information qui n'entre dans le champ de compétence de l'AMF que lorsque cette diffusion concerne des offres au public.

Les offres dites de financement participatif devant être couvertes, **la nouveauté** de cette proposition, comme pour les offres au public, consiste donc, s'agissant des offres de l'article L. 411-2, à faire entrer dans le champ de compétence de l'AMF :

- ✓ tous les manquements portant sur des titres non cotés,
- ✓ le manquement de diffusion de fausses informations que le titre soit coté ou non.

8. Du point de vue de l'AMAFI, les extensions ainsi proposées ne sont ni légitimes, ni opportunes.

Elles ne sont pas légitimes parce que s'agissant d'un régime en place depuis longtemps, qui au demeurant n'a pas subi de modification récente, l'AMF n'établit pas l'existence de comportements nuisibles au bon fonctionnement du marché et à la confiance des épargnants que cette extension de compétence de la Commission des sanctions serait susceptible de réduire, voire de faire disparaître⁴.

⁴ Notamment parce qu'elle n'aurait pas été en mesure jusqu'à présent, faute de base juridique, de les sanctionner ou parce que les manquements constatés n'auraient pu être sanctionnés par une autre autorité (notamment l'autorité judiciaire) ayant légitimité et compétence à cet effet.

Surtout, ces extensions ne sont pas opportunes parce que :

- L'un des enjeux du pouvoir de sanction confié à l'AMF est le maintien et le renforcement de la confiance sans laquelle les marchés financiers ne peuvent fonctionner convenablement. Or de ce point de vue, il n'est pas sain de laisser penser au public qu'il pourrait accorder le même degré de confiance selon qu'il traite sur des titres cotés sur un marché réglementé, ou sur un SMN ensuite ou encore qu'ils sont négociés exclusivement en dehors de ces systèmes.

Cela est d'autant moins sain que l'efficacité du pouvoir de sanction s'appuie sur un haut degré de normalisation de l'information financière encadrée notamment par les directives Prospectus et Transparence et par des règles comptables, que doivent produire les émetteurs. Cette base référentielle n'existant pas au même niveau pour les émetteurs non cotés, il est à craindre que, contrairement à l'attente créée auprès du public, le pouvoir de sanction de l'AMF ne puisse être mis en œuvre avec toute l'efficacité voulue.

- L'alternative pourrait sans doute être de chercher à normer plus étroitement l'information financière des émetteurs non cotés. Au moment où la question du financement des PME et ETI revêt une acuité particulière, la création de nouvelles contraintes en la matière, notamment en ce qui concerne le placement privé de titres non cotés, serait toutefois totalement contreproductive.

Cela induirait en outre un signal paradoxal alors que l'un des objectifs du Comité Paris 2020, récemment mis en place, est de revoir l'ensemble des situations où la France est allée plus loin que la norme commune européenne pour vérifier que cela ne crée pas des distorsions de concurrence injustifiées.

- En tout état de cause, alors que MAR et la loi de séparation bancaire obligent l'AMF à élargir très sérieusement le périmètre des marchés qui sont sous sa surveillance, il ne peut être considéré approprié de « disperser » un peu plus l'attention et les ressources de l'AMF. Au contraire, il est plus que jamais important que le public ait clairement conscience que traiter sur des titres non cotés en dehors des canaux reconnus par la loi (PSI, CIF, CIP, ...) expose à un risque beaucoup plus important.

9. L'AMAFI se prononce de ce fait :

- D'une part, **contre la Proposition n° 1** qui, s'agissant des offres de l'article L. 411-2 entend viser non seulement les seules offres « réalisées par le biais d'un site internet d'un prestataire de services d'investissement ou d'un conseiller en investissements participatifs », c'est-à-dire les offres de financement participatif, mais également les autres offres de l'article L. 411-2 ;
- D'autre part, **contre l'extension proposée qui concerne les offres au public**, extension visée au 2^{ème} paragraphe de l'Annexe au document de consultation (« d'une part, pour sanctionner toutes les offres au public irrégulières indépendamment de la cotation des titres offerts ou de la diffusion d'une fausse information ») mais qui ne fait pas l'objet d'une alternative dans ledit document de consultation et apparait tant dans la Proposition n° 1 que dans la Proposition n° 2.

10. En conséquence, l'Association propose de modifier la Proposition n° 2 comme suit :

Proposition n° 2

« (...)

II.- La Commission des sanctions peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre des personnes suivantes : (...)

e) Toute personne qui, sur le territoire français ou étranger, s'est livrée ou a tenté de se livrer à la diffusion d'une fausse information ou à tout autre manquement mentionné au premier alinéa du I de l'article L. 621-14 lors ~~d'une opération d'offre au public de titres financiers définie à l'article L. 411-1 ou d'une offre définie à l'article L. 411-2 I bis réalisée par le biais du site internet d'un prestataire de services d'investissement ou un conseiller en investissements participatifs~~ ;».

11. Par ailleurs, l'extension des compétences de la Commission des sanctions ayant des effets induits en termes d'allocation de ressources des services de l'AMF, il faut aussi en tenir compte au niveau de l'article L. 621-5-3 du Comofi pour instituer à la charge des personnes qui réalisent une offre dite de financement participatif une contribution financière au profit de l'Autorité.

Cela passe sans doute par l'adjonction au I de cet article d'un 8° ainsi rédigé :

« 8° A l'occasion de la réalisation d'une offre visée au paragraphe I bis de l'article L. 411-2. Le droit dû, fixé par décret, est supérieur à 500 euros et inférieur ou égal à 1 000 euros. Il est exigible le jour où l'offre est mise en ligne sur un site internet ; ».

