



Par Julien Vandebussche, associé,



et Viviane Tse, of counsel, Stephenson Harwood

« Reverse sollicitation » : gare aux faux-semblants

La Commission des sanctions de l'AMF a récemment sanctionné un conseiller en investissements financiers notamment pour avoir commercialisé en France des FIA de droit étranger sans autorisation, considérant que les conditions de la reverse sollicitation (ou commercialisation passive) n'étaient pas réunies en l'espèce¹. C'est l'occasion de revenir sur les contours précis de cette exception au régime de commercialisation des OPCVM et FIA², régulièrement utilisée par les professionnels de manière plus ou moins appropriée.

En substance, la commercialisation en France d'OPCVM ou de FIA établis dans un Etat membre de l'Union européenne (UE) ou dans un pays tiers est soumise à une notification à l'AMF pour les clients professionnels, et à une autorisation préalable pour les clients non professionnels³.

Mais, selon une position de l'AMF, ne constitue pas un acte de commercialisation « l'achat, la vente ou la souscription [d'OPCVM ou de FIA] répondant à une demande d'un investisseur, ne faisant pas suite à une sollicitation, portant sur un

Cette notion de reverse sollicitation est également appréhendée par la directive MiFID 2⁵ qui vise la « fourniture de services sur la seule initiative du client » comme une exception à l'obligation, qu'un Etat membre peut exiger d'une entreprise d'un pays tiers, d'établir une succursale pour fournir des services d'investissement.

1. Impact du Brexit

Dans le contexte du Brexit, la question de la définition et des modalités pratiques de la reverse sollicitation a ainsi revêtu une importance toute particulière. En effet, ne bénéficiant plus du passeport européen pour fournir leurs services dans l'UE depuis le 31 décembre 2020, les entreprises du Royaume-Uni ont dû faire face à un choix : (i) arrêter de fournir leurs services dans

Dans le contexte du Brexit, la question de la définition et des modalités pratiques de la reverse sollicitation a revêtu une importance toute particulière.

l'UE, ou (ii) établir une succursale dans un Etat membre pour continuer de fournir leurs services dans l'UE avec toutes les contraintes juridiques, administratives et pratiques que cela représente notamment en termes de délai et de coût financier

et humain, ou encore (iii) s'appuyer sur la reverse sollicitation pour continuer de fournir leurs services dans l'UE sans pour autant être une entité agréée dans un Etat membre de l'UE.

Il n'est donc guère surprenant, vu les enjeux, que certaines pratiques discutables en matière de reverse sollicitation aient fait leur apparition au cours des deux dernières années et aient donné lieu à une attention accrue des régulateurs tels que l'ESMA⁶ ou l'AMF pour rappeler les circonstances concrètes dans lesquelles un service ou un produit est considéré comme étant fourni « à l'initiative exclusive du client ».

2. Jurisprudence récente de la Commission des sanctions de l'AMF

Dans la décision de 2022, pour écarter l'existence d'une reverse sollicitation, la Commission des sanctions (CDS) a procédé à un examen *in concreto* et relevé :

- l'envoi par le conseiller en investissements financiers (CIF) mis en cause de courriels à destination de clients et prospects présentant de façon générale le groupe promoteur des FIA concernés et plusieurs de ses offres, dont des invitations à des soirées de présentation. La relation n'a donc pu être établie à la seule initiative du client en l'espèce ;

- l'existence d'une convention d'apporteur aux termes de laquelle le CIF est rémunéré par le promoteur des FIA pour chacune des souscriptions effectuées par ses clients. L'existence de souscriptions des FIA concernées réalisées à la seule initiative des clients du CIF sans intervention de ce dernier ne correspond pas à la nature des relations existantes entre le CIF et le promoteur des FIA ;

- l'existence, pour certains clients, de lettres de demande d'information typographiées, identiques à un modèle-type transmis par le promoteur des FIA concernés. Or, l'utilisation de lettres-types remises au CIF par le promoteur des produits préalablement à leurs souscriptions dans le cadre d'une recherche active de souscripteurs pour laquelle le CIF était rémunéré, prive ces lettres du caractère spontané, imprévisible que doit revêtir une reverse sollicitation ;

- l'existence, pour certains clients, de lettres faisant état d'un intérêt général pour un produit du promoteur non précisément défini, sur la base de caractéristiques générales. Ces lettres ne démontrent pas l'existence d'une reverse sollicitation qui doit nécessairement viser précisément et sans équivoque le produit dont le client souhaite la souscription dans des termes garantissant que le client a pris sa décision de souscription en l'absence de toute intervention préalable du CIF. A contrario, la reverse sollicitation a été retenue en l'espèce pour un client dont la lettre adressée au CIF visait expressément le FIA concerné ;

- les propos du CIF lors de l'instruction dont il ressort que ce dernier n'était pas sollicité par les clients spécifiquement sur les FIA concernés mais qu'il leur présentait ces FIA parmi d'autres produits de la gamme du promoteur lorsqu'il estimait qu'ils répondaient aux besoins et attentes qu'ils exprimaient.

La CDS conclut ainsi que le mis en cause a commercialisé des

parts de FIA non autorisés en France de sorte qu'il n'a pas exercé son activité avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent au mieux des intérêts de ses clients, ce qui caractérise un manquement aux dispositions du 2° de l'article L. 541-8-1 du Code monétaire et financier.

A cet égard, on relève que le 22 avril 2022, soit quelques jours avant la publication de cette décision, l'AMF a rappelé dans une publication sur son site internet, concernant spécifiquement les CIF, que le fait de fournir un conseil en investissement sur des parts ou actions de FIA est constitutif d'un acte de commercialisation en France. Si un CIF envisage de fournir un conseil en investissement portant sur un FIA, il doit donc s'assurer au préalable que le FIA est autorisé à la commercialisation en France.

Cette décision s'inscrit parfaitement dans le prolongement d'une autre décision de la CDS rendue l'année dernière sur la commercialisation du même FIA par un autre CIF⁷.

Dans cette décision de 2021, la CDS a souligné expressément le caractère artificiel et purement formel de la reverse sollicitation invoquée par le mis en cause en se fondant sur les éléments suivants :

- après avoir recueilli des éléments permettant d'identifier les objectifs et la situation personnelle, financière et patrimoniale

Le 22 avril 2022, l'AMF a rappelé que le fait de fournir un conseil en investissement sur des parts ou actions de FIA est constitutif d'un acte de commercialisation en France.

de ses clients, le CIF leur a fourni un conseil qui les a conduits à souscrire des parts du FIA. L'initiative de la souscription du FIA ne provient donc guère du client ;

- l'existence d'une convention d'apporteur aux termes de laquelle le CIF est rémunéré par le promoteur du FIA en fonction du niveau de souscriptions réalisées. Cette rémunération du CIF apparaît en complète contradiction avec l'existence de souscriptions réalisées à la seule initiative des clients ;

- les mandats de recherche conclus entre le CIF et ses clients, antérieurement à leurs souscriptions du FIA, visaient une recherche globale et générale, et non précisément sur le FIA concerné. Cela contredit l'existence de demandes directes et précises des clients du CIF pour souscrire des parts du FIA ;

- l'utilisation de lettres-types par les clients. Si un document type pré-rédigé est d'usage courant en matière réglementaire et ne crée pas, par lui-même, de présomption de fausseté de son contenu, le caractère, par nature, imprévisible et à la seule initiative du client de la reverse sollicitation n'est pas compatible avec le recours à un tel document, fourni par avance par le promoteur du FIA au CIF.

En d'autres termes, si la reverse sollicitation est bien une des exceptions prévues par l'AMF, « ces exceptions ne doivent en aucun cas permettre de se soustraire aux procédures de commercialisation ou de passeport lorsqu'elles sont requises » ainsi qu'il est précisé dans la position AMF n° 2014-04, laquelle rap-

pelle également « l'obligation en toutes circonstances pour la société de gestion d'agir d'une manière honnête, loyale et professionnelle, qui favorise l'intégrité des marchés ».

3. Recommandations pratiques

Concrètement, il s'agit d'apprécier au cas par cas, sur la base d'éléments factuels et probants, si la sollicitation du client :

- a été effectivement initiée de sa part, sans sollicitation préalable, c'est-à-dire de manière totalement spontanée et imprévisible. A cet égard, l'ESMA recommande une approche extensive pour déterminer si le client ou prospect a fait l'objet d'une sollicitation préalable de l'entreprise, considérant qu'il faut tenir compte de tous les moyens de communication utilisés

L'objectif étant de démontrer la réalité des circonstances entourant la relation avec le client et notamment la chronologie des événements, la bonne tenue des dossiers clients est essentielle et un soin particulier doit être apporté pour un traçage méticuleux et une conservation efficace des données afin d'établir que la demande initiale provient bien du client.

tels que les communiqués de presse, la publicité sur Internet, les brochures, les communications à caractère promotionnel (notamment le mailing général et autres invitations à des présentations), les appels téléphoniques, les réunions physiques et autres événements et conférences ;

- est suffisamment précise et vise spécifiquement le nom de l'OPCVM ou du FIA dans lequel il veut investir. Les mandats de recherche énoncés dans des termes généraux ne permettent donc pas de caractériser une reverse sollicitation de la part du client.

De manière générale, l'objectif étant de démontrer la réalité des circonstances entourant la relation avec le client et notamment la chronologie des événements, la bonne tenue des dossiers clients est essentielle et un soin particulier doit être apporté pour un traçage méticuleux et une conservation efficace des données (historique de la correspondance, des appels téléphoniques et des réunions, enregistrements, etc.) afin d'établir que la demande initiale provient bien du client.

Parmi les enseignements tirés de la jurisprudence de la CDS de l'AMF, on retient que :

- l'existence d'une rémunération de l'entreprise par le promoteur de l'OPCVM ou du FIA en fonction du nombre de souscriptions effectuées est incompatible avec une reverse sollicitation dès lors que celle-ci suppose l'existence de souscriptions réalisées à la seule initiative des clients ;

- les lettres-types fournies par le promoteur du fonds, et signées par les clients, sont à éviter ;

- l'interprétation de la notion de reverse sollicitation est réalisée de manière stricte par le régulateur.

Du côté de l'ESMA ont été pointées du doigt l'insertion de clauses dans les conditions générales ou l'apparition de pop-ups en ligne, par lesquels les clients déclarent que toute

transaction a été réalisée à leur seule initiative. De manière évidente, de telles pratiques ne peuvent suffire à établir une reverse sollicitation.

4. Quel avenir pour la reverse sollicitation ?

Il ressort de ce qui précède que la notion de reverse sollicitation est interprétée de manière stricte par le régulateur français et ne peut en tout état de cause constituer le cœur de la stratégie de commercialisation d'un OPCVM ou d'un FIA dans l'UE et particulièrement en France.

Au mieux, cette notion peut couvrir la pratique d'investisseurs institutionnels sophistiqués dont la connaissance du marché leur permet de solliciter directement la souscription de produits

d'investissement qu'ils auront préalablement identifiés sans l'aide du promoteur de ces produits ou de ses prestataires. Néanmoins, s'agissant d'une interprétation jurisprudentielle de la CDS de l'AMF, il conviendra, notamment pour l'ESMA, de porter attention à l'interprétation faite de cette notion par les autres régulateurs européens aux fins

d'éviter les distorsions de concurrence au sein de l'UE.

En effet, certaines juridictions européennes appliquant toujours les règles nationales de placement privé à la commercialisation d'OPCVM ou de FIA, il existe une tension qui peut inciter les praticiens des juridictions qui ne disposent pas de cette flexibilité à surinterpréter les exemptions aux règles de commercialisation issues des directives OPCVM et AIFM.

On relèvera d'ailleurs qu'il existe d'autres types d'exemptions au régime applicable à la commercialisation d'OPCVM ou de FIA qui offre une certaine flexibilité aux acteurs sans les contraintes liées à la définition stricte de la reverse sollicitation décrites ci-dessus, notamment la souscription par des fonds de fonds ou par des investisseurs agissant au travers d'un mandat de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, pour autant que le produit souscrit entre bien dans la politique d'investissement de l'investisseur concerné. ■

1. Décision CDS AMF du 26 avril 2022 (SAN-2022-05) – Sanctions prononcées à l'encontre du CIF (150 000 euros) et de son dirigeant (50 000 euros et une interdiction d'exercer l'activité de CIF pendant cinq ans).

2. OPCVM : organisme de placement collectif en valeurs mobilières. FIA : fonds d'investissements alternatifs.

3. En application de l'article L. 214-24-1 du Code monétaire et financier et des articles 421-1 et 421-3 du règlement général de l'AMF.

4. Position-recommandation AMF-DOC-2014-04 – Guide sur les régimes de commercialisation des OPCVM, des FIA et autres fonds d'investissement en France.

5. Article 42 de la directive 2014/65/EU du 15 mai 2014 (entrée en vigueur en France le 3 janvier 2018), transposé en droit français à l'article L. 532-51 du Code monétaire et financier.

6. Communiqué de l'ESMA du 13 janvier 2021 ; Q&A ESMA 35-43-349 du 19 novembre 2021 (question 13.1).

7. Décision CDS AMF du 30 avril 2021 (SAN-2021-08) – Sanctions prononcées à l'encontre du CIF (50 000 euros et un blâme) et de son dirigeant (50 000 euros et un blâme).