Rubrique
CONTENTIEUX des OBLIGATIONS PROFESSIONNELLES

Le service d'investissement de placement non garanti, à la lumière de la jurisprudence récente de la commission des sanctions de l'AMF

Auteur(s)



Michel Storck
Professeur émérite de l'Université de Strasbourg

Un professionnel qui recherche, pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant et moyennant rémunération, des souscripteurs ou des acquéreurs pour des instruments financiers, sans lui garantir un montant de souscription, fournit le service d'investissement de placement non garanti[1]. Cette activité d'intermédiation a pris, ces dernières années, un relief particulier avec l'essor du financement des sociétés non cotées par appel à une base élargie d'investisseurs privés (*family offices*, investisseurs particuliers avertis, clubs d'investissement…).

Le service de placement non garanti, réservé aux prestataires de services d'investissement agréés, est structurellement fermé au statut de conseiller en investissements financiers (CIF). Toutefois il est fréquent que des intermédiaires financiers non agréés en tant que prestataires de services d'investissement (courtiers, apporteurs d'affaires, conseillers en investissements financiers notamment), dont l'activité les met en contact, d'un côté, avec des investisseurs et, de l'autre, avec des émetteurs non cotés en quête de financement, basculent d'une activité de conseil vers une activité de placement, dès lors que l'émetteur leur propose une rémunération assise sur le succès de la levée de fonds.

Le placement non garanti trouve sa source dans le droit de l'Union : la directive MIF 2 concernant les marchés d'instruments financiers range, au nombre des services d'investissement, le placement de titres avec ou sans engagement ferme[2]. Le Code monétaire et financier transpose cette liste aux articles L. 321-1 (services d'investissement), L. 321-2 (services connexes, dont le conseil en haut de bilan) et D. 321-1, qui en précise les définitions. La fourniture de ces services à titre de profession habituelle est subordonnée à un agrément de prestataire de services d'investissement, délivré sous le contrôle de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution et de l'AMF[3]. Le statut de conseiller en investissements financiers obéit, quant à lui, à un ensemble de règles[4] qui en fixent les obligations professionnelles et qui habilitent principalement le CIF à exercer des activités de conseil, tout en lui permettant également, après une prestation de conseil, de recevoir des ordres aux fins de transmission dans les conditions et limites fixées par le règlement général de l'AMF, sans l'autoriser à fournir un service de placement. L'exercice non autorisé d'un service d'investissement engage la responsabilité disciplinaire du professionnel devant la commission des sanctions de l'AMF et, le cas échéant, sa responsabilité pénale au titre du délit de fourniture illégale d'un service d'investissement[5].

Le contentieux portant sur l'exercice d'une activité de placement sans agrément est fourni. La première sanction prononcée par la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) à l'encontre d'un CIF pour exercice non autorisé d'un service de placement non garanti remonte au 28 octobre 2013[6], et la jurisprudence n'a cessé, depuis, d'en préciser les critères de qualification ainsi que la

1 Cf Précis Dalloz Droit bancaire. 5e éd., 2026, J. Lasserre Capdeville; M. Storck; M. Mignot; J.-Ph. Kovar; N. Eréséo, § 3058 et s.

2 Dir. 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID 2), art. 4, § 1, pt 2 et annexe I, section A, pts 6 et 7 ; transposée en droit interne par l'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 et le décret n° 2016-1683 du 5 décembre 2016.

3 C. mon. fin., art. L. 531-1 et s. et L. 532-1 et s. (agrément des prestataires de services d'investissement).

4 C. mon. fin., art. L. 541-1 à L. 541-9 et articles 325-1 à 325-32 du règlement général de l'AMF.

5 C. mon. fin., art. L. 621-15 (pouvoir de sanction de la commission des sanctions de l'AMF) et art. L. 573-1 et s. (délit de fourniture illégale d'un service d'investissement).

6 AMF, déc. sanct., 28 oct. 2013, SAN-2013-23, Sté X : BJB janv. 2014, n° 110z2, p. 19, note J. Herbet ; la commission a réitéré cette qualification quelques semaines plus tard à l'encontre d'une autre société : AMF, déc. sanct., 4 déc. 2013, Sté X, BJB févr. 2014, n° 111b4, note J. Herbet.

frontière avec des activités voisines et licites. La commission a ainsi sanctionné, le 20 mai 2015, la société Eliaxis Conseil et son dirigeant[7], avant de poser, dans sa décision *Finance Utile* du 20 décembre 2017, les bases de la définition tripartite du service[8], puis de sanctionner, le 2 mai 2018, la société X Conseils et Patrimoines et son dirigeant[9], puis de synthétiser cette grille d'analyse, le 13 juin 2019, dans sa décision *Infinitis* en une triple condition cumulative[10]. Le 26 juin 2020, elle a sanctionné la société Cérès Finance[11], décision que le Conseil d'État a confirmée l'année suivante en consacrant l'incompatibilité de principe entre le service de placement et le statut de CIF[12]. La commission a poursuivi cette œuvre de systématisation en sanctionnant, le 30 novembre 2021, la société Acadian Advisors & Associates et son dirigeant[13], puis, le 19 décembre 2023, la société Séquence 13 et son dirigeant[14], le Conseil d'État précisant, le 9 septembre 2024, les conséquences de cette incompatibilité sur la caractérisation des manquements connexes, au premier rang desquels la prévention des conflits d'intérêts[15]. La commission a, plus récemment, écarté la qualification, le 31 décembre 2025, à l'égard d'une société de gestion de portefeuille agissant en qualité d'agent lié d'un prestataire de services d'investissement[16], avant de rendre, le 21 juillet 2026, une nouvelle décision qui applique, avec un soin méthodologique particulier, les conditions de qualification du placement non garanti[17].

Pour proposer une synthèse actualisée du contentieux portant sur l'exercice par un CIF du placement non garanti, il convient de revenir sur la notion même de placement non garanti (I), avant d'examiner son incompatibilité structurelle avec le statut de conseiller en investissements financiers (II), et enfin de tracer la frontière qui le sépare du conseil en haut de bilan, activité libre d'exercice (III).

I - La notion de placement non garanti

A. Définition légale

Le Code monétaire et financier range, parmi les services d'investissement énumérés à l'article L. 321-1, trois services d'« *intermédiation aux fins de placement* » : le placement non garanti (7°), la prise ferme (6-1°) et le placement garanti (6-2°). Constitue le service de placement non garanti « *le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers […] sans lui garantir un montant de souscription ou d'acquisition* »[18]. Il se distingue du placement garanti par l'absence d'engagement du professionnel de souscrire lui-même les titres non placés, et de la prise ferme par sa nature de mandat (le placeur agit pour le compte de l'émetteur, sans transfert de propriété à son profit), quand la prise ferme repose sur deux contrats successifs, de souscription puis de revente, emportant un tel transfert[19].

Chacun de ces trois services se caractérise par la réunion de deux conditions cumulatives : l'existence d'un service rendu à un émetteur ou à un cédant, d'une part, la recherche directe ou indirecte de souscripteurs ou d'acquéreurs, d'autre part, cette seconde condition n'étant que la résultante de la première[20]. Si l'une ou l'autre de ces conditions fait défaut, il n'y a pas de service de placement : ainsi le distributeur de produits d'épargne ne rend, en principe, aucun service à l'émetteur et échappe, à ce titre, à la qualification.

B. Les critères jurisprudentiels de qualification : une grille tripartite

La jurisprudence a affiné ce cadre légal en dégageant des critères d'application plus opérationnels. La chambre commerciale de la Cour de cassation a ainsi retenu, dans un arrêt de principe, trois éléments de qualification : l'accomplissement de l'opération pour le compte de l'émetteur, qui donne mandat au commercialisateur de collecter des fonds ; une recherche « *active* » de souscripteurs ; une rémunération proportionnelle au montant placé[21]. La commission des sanctions de l'AMF a, de son côté, synthétisé ces éléments en une grille tripartite désormais bien établie : la recherche de souscripteurs ou d'acquéreurs d'instruments financiers, résultant d'une activité de prospection, d'identification ou de sollicitation ; le fait que cette recherche intervienne pour le compte de l'émetteur ou du cédant ; l'absence de garantie apportée à ce dernier quant

7 AMF, déc. sanct., 20 mai 2015, *Eliaxis Conseil, FIPAC Consultant* e.a. : BJB oct. 2015, n° 112v0, p. 438, note B. de Saint Mars.

8 AMF, déc., 20 déc. 2017, n° 16, *Sté Finance Utile* : BJB janv. 2018, n° 117f4, note J. Herbet — décision présentée comme fondatrice de la définition tripartite du placement non garanti.

9 AMF, déc., 2 mai 2018, n° 4, SAN-2018-05, *Sté X Conseils et Patrimoines et M. X* : BJB sept. 2018, n° 117s4, note J.-J. Daigre.

10 AMF, déc. sanct., 13 juin 2019, n° 7, SAN-2019-07, *Sté Infinitis* : BJB sept. 2019, n° 118q2, note M. Storck.

11 AMF, déc., 26 juin 2020, n° 4, SAN-2020-05, *Sté Cérès Finance et M. B.*

12 CE, ch. réunies, 4 oct. 2021, n° 442569, *Sté Cérès Finance et M. B.*

13 AMF, déc. sanct., 30 nov. 2021, n° 16, SAN-2021-17, *Acadian Advisors & Associates et M. A.* : BJB janv. 2022, n° 200m9, note J. Herbet.

14 AMF, déc. sanct., 19 déc. 2023, n° 22-16, SAN-2023-17, *Séquence 13 et M. Jean-Louis Lehmann*: BJB janv. 2024, n° 201p9, note J. Herbet.

15 CE, 9 sept. 2024, n° 464877.

16 AMF, déc., 31 déc. 2025, n° SAN-2026-01, *M Capital Partners* : note E. Bouretz, BJB mars 2026, n° 202o9 ; note M. Roussille, BJB, mai 2026 n° 202q3 ; recours pendant devant le Conseil d'État.

17 AMF, comm. sanct., 21 juill. 2026, n° SAN-2026-07 (décision n° 6, procédure n° 25-05), *Sté Financière Fonds Privés, M. Pierre-Michel Deléglise et M. Thierry de Chambure*.

18 C. mon. fin., art. L. 321-1, 7° et art. D. 321-1, 7°.

19 C. mon. fin., art. L. 321-1 et D. 321-1, 6-1° et 6-2°; sur la distinction avec la prise ferme, Cass. com., 9 juill. 2025, n° 23-15.492, *Sté Biophytis c/ Sté Negma Group Ltd*, BJB sept. 2025, n° BJB202j4, note C. Granier. L'arrêt juge que le défaut d'agrément n'emporte pas la nullité du contrat, mais peut engager la responsabilité civile en présence d'un préjudice personnel et direct ; la qualification de prise ferme peut dépendre des conditions d'exécution du contrat.

20 M. Storck, *« Prestataires de services d'investissement. Caractéristiques. Conditions d'accès. Réglementation et contrôle »*, JCl. Droit bancaire et financier, fasc. 1540, LexisNexis, 12 avr. 2026, § 21 ; T. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani, R. Vabres, Droit financier, LGDJ, §§ 939-941 ; AMF, position DOC-2012-08 et ACP, position n° 2012-P-02, 16 juill. 2012, *« Placement et commercialisation d'instruments financiers »*.

21 Cass. com., 18 mars 2014, n° 13-11.591, BJB 2014, n° 7-08, p. 348, note I. Riassetto.

à un montant minimal de souscription ou d'acquisition[22]. La commission des sanctions retient, de façon générale, un seuil de caractérisation singulièrement bas. L'existence d'un mandat conclu avec l'émetteur et d'une rémunération liée au succès de l'opération constitue un faisceau d'indices particulièrement significatif, mais ne dispense pas de caractériser une démarche de recherche, directe ou indirecte, de souscripteurs accomplie pour le compte de l'émetteur ou du cédant. Il n'est toutefois pas nécessaire d'établir que l'ensemble de la clientèle ait été sollicité ni que des souscriptions aient effectivement été recueillies[23]. La commission n'a ainsi guère hésité, dans une série de décisions, à requalifier la réalité de prestations facturées sous des intitulés neutres (« *assistance dans le montage financier et juridique* », « *accompagnement pour la levée de fonds* »), dès lors que le montant facturé se révélait corrélé au montant des fonds levés[24], et a pu retenir le manquement alors même que l'intermédiaire se prévalait d'avoir également fourni, aux mêmes clients, un conseil en investissement sur les titres litigieux, ces deux prestations n'étant pas exclusives l'une de l'autre[25]. Cette sévérité de principe n'est toutefois pas sans tempérament : la commission a ainsi pu écarter la qualification lorsque l'engagement de l'intermédiaire ne portait, en réalité, que sur une fraction très inférieure à la taille de l'émission concernée, jugeant qu'en l'absence d'engagement direct ou indirect à l'égard de l'émetteur lui-même, le grief de placement non garanti devait être écarté[26]. Elle a de même écarté cette qualification à l'égard d'un CIF dont l'activité se limitait au référencement de produits financiers sur une plateforme électronique en vue de leur souscription par la clientèle de ses adhérents, une telle prestation, purement administrative et à faible valeur ajoutée, ne caractérisant pas la recherche active de souscripteurs qu'exige le texte[27].

La qualification a été retenue quel que soit le support juridique choisi par les parties pour organiser leur relation, qu'il s'agisse d'un contrat de conseil en investissements financiers, d'une convention d'apporteur d'affaires, ou d'une lettre de mission d'accompagnement à la levée de fonds, dès lors qu'une recherche de souscripteurs pour le compte de l'émetteur était caractérisée, la corrélation de la rémunération aux montants collectés constituant un indice important, mais non un critère autonome et suffisant. La commission a de façon constante rappelé que la qualification retenue par les parties dans leurs documents contractuels est sans incidence sur l'analyse objective de la nature du service effectivement rendu.

II - Une activité structurellement fermée au conseiller en investissements financiers

A. Les limites légales du statut de CIF

Le statut de conseiller en investissements financiers, créé par la loi de sécurité financière du 1er août 2003, autorise ceux qui l'endossent à exercer, à titre de profession habituelle, une activité de conseil portant notamment sur la fourniture de services d'investissement. Ce statut, d'accès moins rigoureux qu'un agrément de prestataire de services d'investissement (PSI), ne confère cependant qu'un droit de conseiller. Les activités relevant du statut de CIF sont énumérées à l'article L. 541-1 du Code monétaire et financier : le conseil en investissement, le conseil portant sur la fourniture de services d'investissement et le conseil portant sur les biens divers. Le CIF peut aussi exercer d'autres activités de conseil en gestion de patrimoine et, après avoir fourni une prestation de conseil, recevoir des ordres aux fins de transmission dans les conditions et limites fixées par le règlement général de l'AMF, notamment pour des parts ou actions d'organismes de placement collectif[28]. Le service de placement, garanti ou non garanti, ne figure pas parmi ces activités : le CIF qui, sous couvert de conseil, recherche en réalité des souscripteurs pour le compte d'un émetteur outrepasse ainsi les limites de son statut et méconnaît l'obligation, qui lui incombe, d'exercer son activité dans les limites autorisées par ce statut. Cette incompatibilité tient à la nature même des deux activités : l'action déterminante dans l'intérêt du client investisseur, qui est au cœur de la mission du CIF, ne se conçoit guère avec celle, tournée vers l'émetteur, que suppose le service de placement[29].

B. La consécration jurisprudentielle

Saisi d'un pourvoi contre la décision ayant sanctionné un CIF pour avoir recherché, moyennant rémunération, des souscripteurs pour le compte de sociétés émettrices non cotées, le Conseil d'État, statuant en chambres réunies, a jugé que si les conseillers en investissements financiers peuvent exercer une activité de conseil portant sur la fourniture de services d'investissement, ils ne peuvent fournir de tels services, et que la fourniture d'un service de placement non garanti ne relève pas du champ d'activité d'un CIF[30]. Cette incompatibilité forme le socle de ce contentieux. Le Conseil d'État en a fait, trois ans plus tard, une application qui en précise les conséquences sur le terrain de la caractérisation des manquements connexes. L'exercice hors statut du placement non

22 AMF, déc. sanct., 13 juin 2019, n° 7, SAN-2019-07, *Sté Infinitis*, préc.

23 AMF, déc. sanct., 30 nov. 2021, n° 16, SAN-2021-17, *Acadian Advisors & Associates et M. A., préc.* ; AMF, déc. sanct., 19 déc. 2023, n° 16, Séquence 13, préc.

24 AMF, déc., 20 déc. 2017, n° 16, *Sté Finance Utile, préc.* ; AMF, déc. sanct., 20 mai 2015, Eliaxis Conseil e.a., préc.

25 AMF, déc., 2 mai 2018, n° 4, SAN-2018-05, *Sté X Conseils et Patrimoines et M. X, préc.*

26 AMF, déc. sanct., 4 déc. 2013, *Sté X, préc.* : « *les engagements de la société X n'ont porté que sur les souscriptions obtenues auprès de ses propres clients, au demeurant très inférieurs aux tailles des émissions correspondantes ; qu'en l'absence d'engagement direct ou indirect de la société X à l'égard de l'émetteur des EMTN, le grief tiré de l'exercice de l'activité de placement non garanti […] doit être écarté* ».

27 AMF, déc. sanct., 13 juin 2019, n° 7, SAN-2019-07, *Sté Infinitis*, préc., pt n° 33 : le référencement de produits financiers sur une plateforme électronique, en vue de leur souscription par la clientèle des adhérents du CIF, s'analyse en *« une prestation de nature purement administrative au demeurant à faible valeur ajoutée »*, de sorte que le critère de la recherche de souscripteurs n'est pas satisfait.

28 C. mon. fin., art. L. 541-1, I, 1°, 3° et 4°, et II ; RGAMF, art. 325-32.

29 Cf Précis Dalloz Droit bancaire, préc., § 3061.

30 CE, ch. réunies, 4 oct. 2021, n° 442569, *Sté Cérès Finance et M. B., préc.*, confirmant AMF, déc., 26 juin 2020, n° 4, SAN-2020-05, préc. En l'espèce, la société Cérès Finance, immatriculée en qualité de CIF, avait recherché, entre le 1er juillet 2015 et le 27 décembre 2016, des souscripteurs pour deux produits qualifiés d'instruments financiers (*« L'Escale Fort de France »* et *« Acacia Location »*), moyennant une rémunération assise sur cette activité.

garanti n'est pas seulement, pour le CIF, un manquement autonome à l'obligation d'exercer son activité dans les limites de son statut ; il rejaillit, par la création d'un risque non couvert par l'organisation professionnelle du CIF, sur la caractérisation d'autres manquements, au premier rang desquels celui tenant à la prévention des conflits d'intérêts[31].

La jurisprudence de la commission des sanctions consacre cette incompatibilité structurelle. La décision la plus récente, rendue le 21 juillet 2026 à l'encontre d'un CIF et de ses deux dirigeants, en offre une nouvelle illustration : la commission y caractérise l'exercice d'un service de placement non garanti par un CIF ayant développé, à travers plusieurs opérations de financement de sociétés non cotées, une double clientèle d'investisseurs particuliers et d'émetteurs en quête de fonds, moyennant une rémunération corrélée aux montants levés. Cette décision présente un intérêt particulier en ce que le grief de placement non garanti y est cumulé avec plusieurs manquements touchant au cœur de l'activité de conseil aux investisseurs elle-même : présentation indue du conseil comme indépendant, absence de déclaration d'adéquation, défaut d'information précontractuelle sur les coûts et les rémunérations d'apporteurs d'affaires. Ce cumul illustre un phénomène plus général, déjà observé dans des espèces antérieures : l'exercice irrégulier d'un service d'investissement réservé n'est, le plus souvent, que le symptôme le plus visible d'un modèle économique dans lequel le professionnel a cessé de servir, en priorité, les intérêts de ses clients investisseurs, au profit d'une rémunération assise sur le succès des levées de fonds réalisées pour le compte des émetteurs. La conclusion avec l'émetteur d'une convention d'apporteur d'affaires comportant une obligation de recherche d'investisseurs, notamment sous la forme d'une clause de « *meilleurs efforts* », ainsi que la perception d'une commission liée au succès de la souscription constituent des indices importants. Ils doivent néanmoins être replacés dans un faisceau d'éléments permettant d'établir une recherche de souscripteurs effectuée pour le compte de l'émetteur. Ce risque de requalification apparaît notamment dans le financement immobilier, le capital-investissement et les tours de table privés lorsque le CIF sollicite des investisseurs pour des titres déterminés et reçoit une rémunération de l'émetteur. Trois dossiers ont d'ailleurs été réglés, entre 2022 et 2024, par la voie de l'accord de composition administrative plutôt que par une décision de sanction, moyennant le versement au Trésor public de sommes comprises entre 90 000 et 175 000 €, signe que cette voie transactionnelle gagne, elle aussi, ce contentieux, quand bien même ces accords ne vaudraient pas, selon leurs termes mêmes, reconnaissance de culpabilité[32].

L'exercice non autorisé d'un service d'investissement n'expose pas seulement son auteur à une sanction disciplinaire prononcée par la commission des sanctions : il constitue, en outre, le délit de fourniture illégale de services d'investissement[33]. La chambre criminelle de la Cour de cassation a eu l'occasion d'en préciser les contours, notamment quant à la notion d'habitude qui conditionne la caractérisation du délit lorsque le service est fourni à des tiers. Elle a jugé qu'une opération unique de démarchage, même accomplie auprès de plusieurs investisseurs pour un client unique en exécution d'un mandat unique, ne suffit pas à caractériser l'exercice à titre de profession habituelle[34]. Ce dédoublement de la sanction, disciplinaire et pénale, achève de souligner le caractère structurellement réservé du service de placement, quel que soit le statut sous le couvert duquel il est exercé.

III - La frontière avec le conseil en haut de bilan

Le conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle, de fusions et de rachat d'entreprises, dit « *conseil en haut de bilan* », relève de la catégorie des services connexes aux services d'investissement : la fourniture de ce service est libre et ne requiert ni agrément ni statut[35]. De nombreux CIF exercent, à titre accessoire ou principal, une telle activité[36].

La distinction du placement non garanti et du conseil en haut de bilan, source d'insécurité juridique, a fait l'objet d'une clarification par une position commune de l'AMF et de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), initialement publiée en 2018[37]. La version AMF DOC-2018-03 est applicable depuis le 13 février 2024 ; la position correspondante de l'ACPR, référencée 2024-P-01 et datée du 28 juin 2024, a été mise à jour le 3 janvier 2025. Ces textes demeurent à ce jour la doctrine de référence des deux autorités[38].

A. Objectif patrimonial ou entrepreneurial du client

Cette position invite, en premier lieu, à qualifier le conseil au regard de l'objectif poursuivi par le client. Lorsque celui-ci sollicite un accompagnement pour réaliser un projet entrepreneurial et industriel, tel que le financement du développement de son entreprise, une opération de croissance externe ou la cession ou l'acquisition d'une branche d'activité, la prestation relève du conseil en haut de bilan. Lorsqu'il recherche un conseil pour gérer son patrimoine financier, notamment pour se constituer une épargne, obtenir un rendement régulier ou se couvrir contre un risque, la prestation relève du

31 CE, 9 sept. 2024, n° 464877, préc.

32 AMF, accord comp. adm., 16 nov. 2022, TRA-2023-01, publié le 23 mars 2023 ; AMF, accord comp. adm., 10 oct. 2023, TRA-2024-01, publié le 22 janv. 2024 ; AMF, accord comp. adm., 9 oct. 2024, TRA-2025-07, Sté Karot, publié le 10 févr. 2025.

33 C. mon. fin., art. L. 573-1 et L. 573-7.

34 Cass. crim., 13 juin 2019, n° 17-82.470, Bull. crim. 2019, n° 110; cf. J. Herbet et T. Le Meur, *« Fourniture illégale d'un service d'investissement à des tiers : la Cour de cassation clarifie les contours du délit et la notion d'habitude »*, BJB, sept. 2019 n° 118q0.

35 C. mon. fin., art. L. 321-2, 3° et art. L. 531-1, al. 2.

36 AMF, *« Les données d'activité 2015 des conseillers en investissements financiers »*, févr. 2017 : environ 10 % des CIF déclarés exercent une activité exclusive de conseil en haut de bilan.

37 AMF, position DOC-2018-03 et ACPR, position 2018-P-01, 14 mars 2018, à la suite d'une consultation publique menée du 3 janv. au 28 févr. 2017 ; P. Arestan, « *La délimitation des frontières entre le service connexe de conseil en opérations de haut de bilan et les services de conseil en investissement et de placement non garanti* », BJB juill. 2018, n° 117s0.

38 AMF, position DOC-2018-03 (applicable depuis le 13 févr. 2024) et ACPR, position 2024-P-01 du 28 juin 2024 (mise à jour 3 janv. 2025), « *Placement non garanti, conseil en investissement et conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle, de fusions et de rachat d'entreprises* ».

conseil en investissement. Si les deux finalités se mêlent, la qualification suppose une appréciation concrète de la mission et des diligences accomplies par le professionnel[39].

B. Quatre critères d'appréciation *in concreto*

La position commune propose, en second lieu, quatre critères d'appréciation *in concreto* de la nature de la prestation : la nature des diligences mises en œuvre pour cerner le besoin du client ; celles mises en œuvre pour y répondre : recherche de contreparties négociées, pour le conseil en haut de bilan ou recherche de souscripteurs pour des instruments financiers aux caractéristiques déjà déterminées par l'émetteur, pour le placement ; l'existence d'une négociation bi- ou multilatérale sur les termes de l'opération ; l'intensité de l'*intuitu personae*, fort en matière de haut de bilan, généralement moindre dans le placement, où l'objectif premier est de faire souscrire le plus grand nombre de titres par des investisseurs sans vocation à s'immiscer dans la gestion de la société[40]. La position commune retient ainsi une distinction essentielle rattachée à la modalité de négociation des instruments : relèvent du conseil en haut de bilan les opérations donnant lieu à des partenariats structurés et négociés individuellement entre le client et sa contrepartie, alors que le placement non garanti se caractérise par la recherche de souscripteurs pour des titres dont les caractéristiques sont fixées unilatéralement par l'émetteur et simplement proposées aux investisseurs[41].

Cette grille laisse subsister une marge d'appréciation dont la jurisprudence la plus récente donne à voir toute l'ampleur. Statuant en matière de responsabilité civile, le tribunal des activités économiques de Paris a jugé, le 3 juillet 2026, à propos d'un CIF poursuivi par ses clients pour avoir exercé une activité de placement non garanti, que l'existence d'une convention d'apporteur d'affaires, combinée à la circonstance que le mandat de recherche liant l'intermédiaire à ses clients avait été préparé par l'émetteur lui-même, ne suffisait pas à qualifier l'activité de placement non garanti, ni, partant, à engager la responsabilité délictuelle de l'intermédiaire à ce titre[42]. Cette réticence du juge civil à retenir la qualification à partir des mêmes indices contractuels que ceux sur lesquels s'appuie, en matière disciplinaire, la commission des sanctions, confirme que la qualification de placement non garanti, loin d'être automatique, demeure tributaire d'une appréciation *in concreto* propre à chaque juge et à chaque contentieux. ■

39 Position 2024-P-01, pt 2.2.

40 Position 2024-P-01, pts 2.2 ; comp., pour une présentation synthétique du critère de la négociabilité, T. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani, R. Vabres, Droit financier, préc., § 941.

41 Position 2024-P-01, pt 2.2.

42 T. activ. écon. Paris, ch. 1-9, 3 juill. 2026, n° 2025027749, *Carrera Capital Invest et M. V. c/ Sté Patrimium Conseil et MMA IARD*.