

Position–recommandation AMF n°2010-20 **Offre au public de titres financiers à vocation principale de déductibilité fiscale**

Textes de référence : articles 212-1 et 212-2 du règlement général de l'AMF

La loi n°2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat, dite loi TEPA, prévoit une réduction de l'ISF pour encourager l'investissement dans les PME non cotées sur un marché réglementé. L'investissement peut être soit direct, *via* l'entrée au capital de PME non cotées, soit indirect, *via* l'entrée au capital d'une société holding (« holding ISF » ou « holding IR ») ou *via* la souscription de parts de FIP, FCPI ou de FCPR.

L'AMF est concernée par ce dispositif fiscal en raison de la délivrance de visas à des sociétés (constituées sous la forme de SA ou de SCA), de l'octroi d'agrèments aux FIP, FCPI et FCPR ou encore en raison du recours au démarchage bancaire ou financier auprès des clients investisseurs.

Afin de prévenir toute mauvaise commercialisation de ces produits, l'AMF a publié la position n° 2008-20 sous forme de questions-réponses relatives à la commercialisation des véhicules d'investissement à vocation principale de déductibilité fiscale. Ce document précise notamment que : « *Par nature, ces produits présentent des caractéristiques particulières en termes de risque et de liquidité, sur lesquels l'attention des investisseurs doit être attirée, parallèlement à la très forte incitation fiscale et à l'intérêt économique que représente le financement en fonds propres des PME non cotées. Ils ne peuvent donc être recommandés qu'après analyse de la situation particulière du client et de ses objectifs de placement. A cet égard, l'AMF souhaite attirer l'attention des personnes commercialisant ces produits sur les règles applicables en matière de démarchage sur des titres non cotés et leur rappeler que la nature des risques attachés aux instruments financiers proposés impose une information adaptée de chaque investisseur et une évaluation de sa situation, dans le cadre du conseil en investissement et lors de l'exécution de l'ordre de souscription.* »

La présente publication a trait aux seules émissions d'actions réalisées par les sociétés¹ par voie d'offre au public, dans un contexte où le nombre de visas accordés est passé de 1 en 2008 à 23 en 2009 pour les holdings dites ISF. Quelques holdings dites IR ont également sollicité un visa dans le cadre de cette même loi.

L'objectif fiscal de ces dossiers étant déterminant, l'AMF a constaté que les règles en matière d'information du public étaient parfois mal appliquées par des acteurs qui n'ont que peu l'habitude de les pratiquer. L'AMF souhaite à nouveau apporter un certain nombre de précisions sur la notion d'offre au public, le contenu des documents d'information et la commercialisation :

¹ Les sociétés holdings n'ont collecté que 10 % des investissements générés par les dispositions fiscales.

1. L'offre au public :

Définition :

Une offre de titres financiers est susceptible d'être qualifiée d'offre au public dès lors que des moyens de communication destinés à un large public sont utilisés, notamment la communication par internet.

Cette offre nécessite l'établissement d'un prospectus, soumis au visa de l'AMF lorsque son montant est supérieur à 5 000 000 € ou, est compris entre 100 000 € et 5 000 000 € et représente plus de 50% du capital de l'émetteur.

Réalisation :

En termes de structure juridique de l'émission proposée par la holding, deux types de montage ont été majoritairement retenus par les promoteurs des projets :

- Soit une émission directe d'actions ;
- Soit une émission ou une attribution gratuite de BSA, étant précisé que dans les deux cas, ces émissions sont réservées à la catégorie des redevables de l'ISF ou de l'IR.

S'agissant de l'émission directe d'actions, l'augmentation de capital ne peut être réalisée que si au moins 75% de son montant est souscrit.

S'agissant de l'émission ou de l'attribution gratuite de BSA, qui ne sont pas des succédanés du droit préférentiel de souscription, la réalisation de l'augmentation de capital n'est pas subordonnée au seuil de 75%. L'AMF considère, par ailleurs, que le recours aux BSA permet d'adapter au mieux les montants levés aux investissements cibles, sans que le montant global levé ne modifie la position d'un investisseur (sous réserve toutefois d'un montant plancher, tel qu'évoqué ci-dessous). Pour autant, l'AMF a veillé à ce que les bons attribués ou souscrits conservent leur caractère optionnel. Elle demande donc la mise en place de mécanismes permettant aux porteurs de bons de garder la faculté de les exercer ou non.

Recommandation :

A ce titre, l'AMF recommande la dissociation dans le temps entre l'attribution ou la souscription des bons et leur exercice, lequel ne peut intervenir qu'après l'agrément du conseil d'administration ou du directoire.

En ce qui concerne le montant des fonds qu'il est envisagé de lever, celui-ci doit, en tout état de cause, rester cohérent avec le projet proposé. Ainsi, le montant maximum doit être fixé en fonction des capacités d'investissement de la société dans les délais imposés. De la même façon, dans la mesure où un certain nombre de frais restent intangibles, quel que soit le montant levé, il est important d'indiquer, dans le prospectus, le montant minimum de souscription en deçà duquel le projet est non viable et sera abandonné.

2. Information à fournir dans le prospectus et la documentation promotionnelle :

Recommandation :

L'AMF recommande que l'information fournie aux investisseurs au travers du prospectus et des documents commerciaux soit améliorée sur les points suivants :

- Le niveau de déductibilité fiscale proposé. Celui-ci doit être expliqué, et présenté en pourcentage du montant payé par l'investisseur, après prise en compte, le cas échéant, des frais prélevés *ab initio*. L'opinion d'un fiscaliste, se prononçant sur la conformité du projet par rapport aux textes fiscaux doit être reproduite dans le prospectus.
- Les investissements en cours ou sur le point d'être réalisés, la politique d'investissement et de diversification envisagée.
- La durée de vie de la société et le cycle de vie des investissements envisagés.
- La présentation des schémas d'organisation de la liquidité à terme. A cet égard, il est important de respecter l'égalité de traitement des actionnaires et de ne pas faire croire aux investisseurs que des clauses de sortie automatiques sont prévues. Le recours à la société à capital variable est, à cet égard, à déconseiller.
- La présentation des conflits d'intérêts potentiels et leur gestion (présence d'un administrateur indépendant qui a un pouvoir de veto sur les décisions d'investissement et de désinvestissement, respect des règles de déontologie de l'AFIC, etc.).
- Les frais récurrents et non récurrents qui seront facturés. L'AMF recommande de s'inspirer de la pratique des FCPR et de présenter les frais facturés dans le temps.
- Les principaux risques attachés à l'opération. Ces risques doivent être mis en avant, plus particulièrement le risque de perte de tout ou partie de l'investissement réalisé et le risque d'illiquidité. Les autres risques doivent également être mentionnés, en particulier, le risque de requalification fiscale, le risque de difficulté à estimer la totalité des frais sur la durée du produit (frais qui peuvent entamer significativement la rentabilité du produit), le risque lié aux conflits d'intérêts potentiels entre les fonctions du gestionnaire de la *holding* et les autres fonctions qu'il exerce, les conséquences de l'absence éventuelle de règles destinées à encadrer et résoudre la gestion de ces conflits, etc.
- Les informations qui seront disponibles pour les actionnaires en cours de vie de la société.

3. Le traitement des ordres et le calendrier de l'opération :

Position :

Le traitement des ordres des investisseurs doit être présenté dans le détail :

- Les règles d'allocation et de réduction des ordres doivent être clairement précisées. La mise en place d'une procédure d'agrément permet à la société d'assurer à l'investisseur que les investissements ont été réalisés et que les conditions de la déductibilité sont réunies au moment de sa souscription.
- Une personne fiable, externe à la société, doit être choisie comme dépositaire des chèques et/ou des virements reçus dès lors que des paiements sont reçus sans que les titres souscrits ne soient immédiatement émis. Le délai de remboursement des investisseurs non agréés doit être très court.
- La société doit assurer l'investissement ouvrant droit à la déduction fiscale annoncé au souscripteur, ce qui implique (i) une réalisation certaine de son émission et (ii) une adéquation entre les fonds levés et les montants investis. Le promoteur du projet devra, en conséquence, prévoir un délai raisonnable de 10 jours maximum entre la fin de la période de souscription et la date limite d'investissement prévue par la loi fiscale pour obtenir la déduction. Ce délai permet à la société de rapidement confirmer l'obtention ou non du taux de déductibilité, et au souscripteur, à qui la déductibilité ne serait pas offerte, de choisir d'autres produits de défiscalisation. Par conséquent, pour une date butoir au 15 juin, la holding ISF doit clôturer sa période de souscription au 5 juin au plus tard.

Il est rappelé, par ailleurs, qu'une note complémentaire au prospectus, qui rend les ordres passés antérieurement révocables pendant deux jours, doit être publiée dès lors qu'un fait nouveau significatif ou une erreur ou inexactitude concernant les informations contenues dans le prospectus est susceptible d'avoir une influence significative sur l'évaluation des titres financiers et survient ou est constaté entre l'obtention du visa et la clôture de l'offre. Dans le cas particulier des offres au public de titres financiers à vocation principale de déductibilité fiscale, le raccourcissement ou l'allongement des périodes de souscription ou la variation du montant levé ne sera pas, en général, considéré comme un événement significatif susceptible d'entraîner une demande de note complémentaire. Un simple communiqué, soumis à l'appréciation de l'AMF, suffit, dans la mesure où le principe d'une telle modification a été envisagé dans le prospectus initial, qu'elle n'est pas substantielle et qu'elle respecte dans tous les cas une date de clôture précédent de 10 jours la date limite d'investissement prévue par la loi.

4. Le schéma de commercialisation :

L'offre au public de leurs titres amène les sociétés à rémunérer des prestataires pour rechercher des souscripteurs. Cette activité de recherche de souscripteurs est qualifiée de placement non garanti et ne peut être fournie que par ou sous la responsabilité d'un prestataire de services d'investissement agréé pour fournir ce service.

Le plus souvent, la commercialisation des actions de la holding, amène également ce prestataire à fournir à l'investisseur les services de conseil en investissement et de réception et transmission d'ordres pour compte de tiers : il doit donc être agréé pour fournir ces services.

Le prestataire de services d'investissements est également soumis aux dispositions applicables à la fourniture de chacun de ces services d'investissement, et tout spécialement celles relatives aux conflits d'intérêts (articles L. 533-10 du code monétaire et financier et 325-8 du règlement général de l'AMF) et à l'obligation d'agir au mieux de l'intérêt des clients (articles L. 533-11 et L.541-8-1 du code monétaire et financier et 314-3 du règlement général de l'AMF).

En application de l'article 212-16 du Règlement général de l'AMF, ce prestataire de services d'investissements transmet, par ailleurs, aux services de l'AMF une attestation selon laquelle il confirme avoir fait les diligences professionnelles d'usage sur l'information transmise dans le prospectus. Cette attestation n'est pas rendue publique.

Le schéma global de commercialisation, organisé autour de ce prestataire, doit être présenté dans le prospectus ; y figurent les noms des entités envisagées pour commercialiser les actions de la société, leurs agréments ou habilitations, les types de relations contractuelles qui lient ces entités entre elles (mandat de démarchage bancaire ou financier, par exemple).

5. Le nouveau document d'information remis au souscripteur :

L'article 885-0 V *bis* du code général des impôts² prévoit que la holding ISF, qui a pour objet exclusif de détenir des participations, communique à chaque investisseur, avant la souscription de ses titres, un document d'information supplémentaire.

Ce document précise notamment la période de conservation des titres pour bénéficier de l'avantage fiscal, les modalités prévues pour assurer la liquidité de l'investissement au terme de la durée de blocage, les risques générés par l'investissement et la politique de diversification des risques, les règles d'organisation et de prévention des conflits d'intérêts, les modalités de calcul et la décomposition de tous les frais et commissions, directs et indirects, et le nom du ou des prestataires de services d'investissement chargés du placement des titres.

² Modifié par la loi de finances pour 2010

6. Les règles encadrant la documentation promotionnelle :

La documentation commerciale établie par l'émetteur doit être transmise en amont du visa aux services de l'AMF. Elle doit être cohérente avec le contenu du prospectus soumis à visa.

Par ailleurs, en vertu de l'article L. 533-12 I. du Code monétaire et financier, toutes les informations, y compris les communications à caractère promotionnel, adressées par un prestataire de services d'investissement à des clients, notamment des clients potentiels, doivent présenter un contenu exact, clair et non trompeur et les communications à caractère promotionnel doivent être clairement identifiables en tant que telles. En conséquence, les documents commerciaux doivent notamment s'attacher à présenter de façon équilibrée (y compris dans les tailles de caractères et polices utilisées) les risques et avantages de l'investissement proposé.