

Consultation publique de l'AMF relative à l'activité de conseil en haut de bilan

1. OBJECTIFS ET MODALITÉS PRATIQUES DE CETTE CONSULTATION

1.1. Objectifs

Depuis plusieurs années, l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'**« AMF »**) s'engage auprès de l'ensemble des acteurs qui participent au financement de l'économie et porte aux petites et moyennes entreprises, ainsi qu'aux entreprises de taille intermédiaire, une audience attentive. Dans ce cadre, l'AMF s'intéresse aux acteurs qui délivrent aux entreprises, à leurs dirigeants ou leurs actionnaires, une prestation de conseil et d'assistance dans le cadre de leur projet de cession / transmission d'entreprise, d'opération de croissance externe ou d'ouverture du capital.

Cette prestation, communément désignée sous les termes de *« conseil en fusions-acquisitions »* ou *« en corporate finance »*, *« conseil en transmission d'entreprise »*, ou encore plus généralement *« conseil en haut de bilan »*, est délivrée tant par (i) des professionnels régulés - banques d'affaires, conseillers en investissements financiers (CIF), conseillers en investissements participatifs (CIP) - (ii) des professionnels du droit et du chiffre (avocats, notaires, experts-comptables) également réglementés que (iii) des professionnels non régulés¹.

Parce qu'un tel service n'est pas exclusif de tout risque pour ceux qui y ont recours, et eu égard aux enjeux non seulement financiers, mais aussi économiques et sociaux qui entourent ces opérations², qu'elles soient courantes ou exceptionnelles, l'AMF réfléchit tant à l'opportunité d'une régulation de ces acteurs, qu'à la façon, le cas échéant, dont ces acteurs pourraient être régulés.

Si, pour l'heure, l'AMF n'entend pas soutenir la création d'une nouvelle profession réglementée regroupant l'ensemble de ces acteurs, une réflexion est à mener entre une absence de statut régulé et une régulation plus optionnelle, garantissant le professionnalisme, la déontologie et l'expertise de ceux qui souhaiteraient s'en prévaloir.

1.2. A qui s'adresse cette consultation ?

Cette consultation est destinée aux :

- organisations représentatives des entreprises
- organisations publiques, parapubliques ou privées intervenant dans les transmissions d'entreprise et/ou le financement des entreprises
- établissements agréés par l'AMF, l'ACPR et/ou immatriculés auprès de l'ORIAS
- professionnels du chiffre et du droit
- autres conseils aux entreprises
- associations professionnelles
- investisseurs et leurs représentants

1.3. Modalités et délai de réponse

Cette consultation prendra fin le **mardi 28 février 2017**. Les participants sont invités à envoyer leurs réponses et commentaires à l'adresse suivante : directiondelacommunication@amf-france.org

¹ Expressément visée au 3^{ème} alinéa de l'article L. 321-2 du code monétaire et financier, la *« fourniture de conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle et de questions connexes ainsi que la fourniture de conseil et de services en matière de fusions et de rachat d'entreprises »* n'est pas un service d'investissement requérant un agrément mais un *« service connexe »*, pour lequel législateur national – à l'instar du législateur européen - n'a pas prévu d'encadrement spécifique.

² Ainsi, pour certains dirigeants de petites et moyennes entreprises, la cession de leur entreprise, qui est susceptible de représenter la principale partie de leur patrimoine personnel, concourt au financement de leur retraite.

2. PRÉSENTATION DE LA CONSULTATION

A la suite des demandes récurrentes de certains acteurs, relatives à la compréhension par l'AMF des activités dites « de conseil en haut de bilan » exercées par une partie des conseillers en investissements financiers (CIF), un processus de travail itératif a été initié avec les associations de CIF concernées et leurs adhérents exerçant ces métiers puis étendu à d'autres acteurs.

Panorama des acteurs : L'activité de conseil en haut de bilan est exercée à titre principal par des acteurs aux statuts variés :

- soit par des entités disposant du statut CIF : ces acteurs relèvent néanmoins que le statut CIF n'est pas adapté à leur activité ;
- soit au sein de groupes bancaires, par l'intermédiaire d'entités disposant d'agrément en tant que prestataire de services d'investissement (PSI) ou de filiales ne disposant d'aucun agrément ;
- soit par des cabinets sans statut, ni agrément particulier.

Mais cette activité est également exercée, à titre accessoire, par les professionnels du droit et du chiffre que sont les experts-comptables, avocats et notaires. Ces professionnels agissant dans le cadre de leurs statuts sont tenus, pour cette activité aussi, de respecter leurs propres règles déontologiques. La présente consultation et ses suites éventuelles ne sauraient donc avoir de conséquences sur les règles applicables à ces professionnels.

Enfin, lorsque la prestation de conseil est susceptible d'aboutir à une transaction sur des parts sociales non négociables de sociétés (parts de SARL, d'EURL, de société en nom collectif, ou de société en commandite simple) dont l'actif social comprend un immeuble ou un fonds de commerce, cette activité relève de la « Loi Hoguet » et celui qui la fournit est, le cas échéant, tenu de détenir la Carte T. Dans cette situation également, la présente consultation et ses suites éventuelles sont sans préjudice de cette réglementation spécifique.

Objectif des travaux réalisés et de la présente consultation : Les travaux ont eu pour objectifs de mieux comprendre l'activité exercée, la nature de la prestation fournie (2.1.), et d'en déterminer les contours réglementaires (2.2.). Leur issue conduit l'AMF à s'interroger sur l'opportunité d'intervenir dans la régulation de cette activité et/ou de ces acteurs. C'est l'objet de la présente consultation.

2.1. Description de la prestation de conseil en haut de bilan

A l'occasion d'entretiens conduits avec différents acteurs, il a pu être observé par l'AMF que la prestation de conseil en haut de bilan (ou de conseil en cession-acquisition et levée de fonds) des acteurs rencontrés, telle que présentée par ces derniers à l'AMF, est une prestation d'accompagnement de la mise en œuvre d'un projet industriel de cession, d'acquisition ou d'ouverture du capital, plus que la seule conclusion d'une opération de souscription, de cession ou de placement d'instruments financiers.

Si la durée de la prestation, le nombre de parties prenantes et l'intensité des échanges entre celles-ci dépendent grandement de la taille de l'opération envisagée, il est apparu que, de façon commune à l'ensemble des professionnels rencontrés, la prestation fournie comprenait généralement plusieurs phases.

Quand celles-ci s'avèrent nécessaires (rencontre avec un nouveau client), les premières diligences réalisées par le conseiller servent à l'élaboration du « pitch » et sa présentation au client. Cette première action « marketing » vise à convaincre le client potentiel de signer avec le conseiller le « mandat », contrat soumis au droit commun – dénué cependant de tout pouvoir de représentation – dont l'objet consiste généralement en une « mission de conseil et d'assistance » à la réalisation du projet ou de l'opération envisagée (opération ou projet décrit dans le contrat en des termes généraux).

La mission du conseiller débute plus concrètement par la recherche et l'identification des contreparties possibles, soit les acquéreurs potentiels des titres de la société en cas de cession, les possibles apporteurs de capitaux propres pour une levée de fonds, les cibles d'achats pour une mission

d'acquisition. Dans le même temps, le conseiller procède aux analyses nécessaires et le cas échéant à l'évaluation du client afin de rédiger les documents requis à destination des contreparties, matérialisant une partie de sa prestation (« teaser », le memorandum d'information ou « Info memo »).

C'est avec l'accord du client que le conseiller contacte les contreparties identifiées, leur adresse le « teaser », et le memorandum d'information. Le partage d'informations précises avec les contreparties intéressées pourra nécessiter, dans certains cas, la conclusion d'un accord de confidentialité.

A l'issue de ces premiers contacts, le conseiller a la responsabilité d'analyser et de comparer les offres indicatives ou lettres d'intérêt – que les contreparties intéressées adressent formellement à son client. Ces contreparties pourront elles-mêmes se faire assister de leur propre conseiller.

Ce travail d'analyse et de comparaison à la charge du conseiller porte sur des éléments variés. Ainsi, si le prix est essentiel, d'autres critères sont aussi pris en compte, tels que la recherche des synergies industrielles, l'accès à un nouveau marché, les conséquences fiscales et sociales de l'offre, la qualité des contreparties, leur gouvernance. Forces et faiblesses de chaque offre sont ainsi présentées au client, qui décide des suites à donner à chacune. Lors des entretiens, l'AMF a demandé aux acteurs interrogés si, à ce stade, ils avaient le sentiment de fournir à leur client une « recommandation personnalisée » concernant une ou plusieurs opérations portant sur « un instrument financier particulier », au sens des articles D. 321-1 5°) du code monétaire et financier et 314-43 du règlement général de l'AMF.

De manière quasi-unanime, les professionnels rencontrés ont répondu par la négative, pour plusieurs raisons :

- il ne s'agit pas, à ce stade d'analyse des offres, d'une opération sur un instrument financier particulier mais d'un projet, dont la forme contractuelle reste à déterminer, l'instrument financier est loin d'être défini, même le prix est sujet à négociation ;
- si les acteurs reconnaissent que, de manière informelle, leurs clients attendent d'eux un avis clair sur la « meilleure offre », aucun ne s'engage formellement sur ce point, ni n'indique par écrit recommander une opération plus qu'une autre. Tout d'abord, certains éléments échappent au périmètre de leur mission ; ensuite, s'engager sur ce point représente pour eux une responsabilité excessive. Au mieux, les offres sont formellement « classées » en fonction de leurs forces et faiblesses (ex : petites étoiles), et il revient au client de faire son choix ; enfin, quel que soit le choix du client, le conseiller poursuit la mission.

Avec un nombre plus resserré de contreparties s'ouvre ensuite une deuxième phase. Sous réserve de la signature d'un engagement de confidentialité, la(les) contrepartie(s) que le client aura retenue(s) a(ont) alors accès à des informations plus détaillées : livres de comptabilité, fichiers clients, contrats, litiges, brevets etc.... Ces informations doivent permettre à la(les) contrepartie(s) d'affiner son(leur) offre. Pour ce faire, il arrive que des projets de contrats à compléter et, le cas échéant, à négocier (tels que le contrat d'achat d'actions, le pacte d'actionnaires, le management package, le contrat de garantie de passif) soient également mis à leur disposition.

Lors de cette phase, le conseiller haut de bilan veille à répondre aux questions soulevées par la ou les contreparties intéressées ou, le cas échéant, par leurs conseillers.

Au terme de leurs travaux, la(les) contrepartie(s) formule(nt) son(leur) offre ferme. Là encore, le rôle du conseiller consiste à les réceptionner, les analyser et les présenter au client, toujours sous forme de tableau comparatif des forces et faiblesses de chacune. Les critères permettant leur comparaison et partant, leur classification, sont aussi variés que pour la comparaison des lettres d'intérêt, auxquels s'ajoutent alors les propositions formulées sur les projets de contrats (conditions du pacte d'actionnaire, gouvernance, garantie de passif, conditions suspensives....).

Les professionnels rencontrés ont insisté sur le fait que le client est bien le décisionnaire ultime s'agissant de la poursuite des négociations avec la ou les contreparties de son choix.

Dans la dernière phase, le client a sélectionné une, peut-être 2 (et pouvant aller jusqu'à 4) contreparties possibles et les négociations portent sur les conditions contractuelles de l'opération. Suivant la taille de

l'opération et ses enjeux, ces négociations finales peuvent faire intervenir d'autres professionnels : des conseillers juridiques, fiscaux, des avocats et éventuellement un conseiller en opérations de banque (activité soumise à agrément) pour la mise en œuvre du financement de l'opération. Le conseiller haut de bilan accompagne son client en veillant au bon déroulement des échanges avec ces professionnels, jusqu'à la signature des contrats. Pour des opérations de plus petite taille, où les clients disposent de peu de moyens, le conseil en cession-acquisition et levée de fonds demeure le seul professionnel aux côtés du client.

Sa prestation s'achève formellement à la levée de toutes les conditions suspensives du contrat signé : la réalisation de l'opération marque ainsi la fin de sa mission, celui-ci est alors légitime à percevoir les honoraires de succès.

Enfin, selon les professionnels rencontrés, la prestation de conseil en haut de bilan s'arrête là où commence, le cas échéant, celle relative au conseil patrimonial sur les sommes issues de la vente d'un actif de leur client, une prestation réservée à d'autres professionnels de la gestion de patrimoine, pour laquelle la plupart d'entre eux ne s'estimaient pas compétents.

2.2. Le cadre réglementaire de l'activité de conseil en haut de bilan

Les réflexions relatives à l'encadrement réglementaire de l'activité, telle que ci-dessus décrite, conduisent à considérer que si, dans certaines circonstances particulières, cette activité présente un risque de requalification en **service de placement non garanti**³ ou de **service de conseil en investissement**⁴ – deux services d'investissement qui ne peuvent être, en principe, légalement fournis sans agrément – elle semble davantage relever du service connexe, mentionné au 3°) de l'article L. 321-2 du code monétaire et financier, qui peut être exercé librement, sans agrément particulier, et est défini comme suit :

« 3. La fourniture de conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle et de questions connexes ainsi que la fourniture de conseil et de services en matière de fusions et de rachat d'entreprises ».

Face au risque pénal éventuellement encouru (du fait de l'exercice d'une activité réglementée par un acteur non habilité), les professionnels rencontrés ne sont pas tous dans la même position. Parmi les banques d'affaires qui fournissent cette prestation, une partie d'entre elles disposent des agréments nécessaires (et notamment celui permettant de fournir le service de placement non garanti). D'autres ont considéré trouver dans le statut de CIF un moyen de se prémunir, au moins, contre le risque de requalification en service de conseil en investissement.

Si les frontières entre ces différentes qualifications ont vocation à être clarifiées par les autorités nationales et européennes, l'affirmation de ce qu'une telle activité pourrait, lorsqu'elle est exercée de la sorte, relever exclusivement du service connexe mentionné au 3°) conduit à s'interroger sur l'opportunité d'encadrer ce service.

A cet égard, deux voies sont possibles.

³ Défini à l'article D. 321-1 7°) du code monétaire et financier, comme « *le fait de rechercher 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* ».

⁴ Défini à l'article D. 321-1 5°) du code monétaire et financier et 314-43 du règlement général de l'AMF, comme « *le fait de fournir des recommandations personnalisées à un tiers (...) concernant une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers* », « *une recommandation [étant considérée comme] personnalisée lorsqu'elle est adressée à une personne en raison de sa qualité d'investisseur ou d'investisseur potentiel, (...) ; présentée comme adaptée à cette personne, ou fondée sur l'examen de la situation propre de cette personne, et [...] recommand[ant] la réalisation d'une opération [telle que] 1° L'achat, la vente, (...) d'un instrument financier particulier [...]* ».

1. Confirmer que le service connexe n°3 est libre d'exercice et non soumis à statut

Dans la mesure où le service connexe n°3 est un service d'exercice libre, non soumis à agrément dans le cadre de la Directive MIF, il pourrait tout à fait être décidé de n'y apporter aucun encadrement.

Cette configuration aurait pour conséquence de sortir de la sphère « régulée » l'ensemble des conseillers haut de bilan qui exercent sous le statut CIF, dès lors qu'ils ne fournissent pas le service de conseil en investissement, soit environ 375 entités, ayant réalisé 429 M€ de chiffres d'affaires en 2015⁵.

L'exercice des activités de ces acteurs ne relèverait ainsi que du droit commun⁶ et de la compétence des tribunaux de commerce (en cas de contestation), tout en étant soumis au libre jeu de la concurrence entre les acteurs.

2. Adapter le statut de CIF pour y intégrer l'activité de conseil en haut de bilan.

Certains acteurs du conseil en haut de bilan souhaitent que leur activité relève d'une régulation, considérée comme un gage de déontologie et professionnalisme. Il en est ainsi de la plupart de ceux qui exercent actuellement sous le statut de CIF.

Par cette régulation, les acteurs du conseil en haut de bilan disposant du, ou choisissant d'adopter le statut de CIF pourraient, au titre de cette activité spécifique, être soumis à :

- des conditions d'accès à la profession (exigences en matière de compétences, en particulier en valorisation d'entreprise, et en matière d'honorabilité) ;
- une obligation d'assurance de responsabilité civile professionnelle ;
- une obligation de disposer de moyens et de procédures adaptés à la conduite de leur mission (contractualisation de la prestation, diligences KYC, traçabilité de la prestation...) ;
- une obligation d'agir avec éthique et déontologie (« agir au mieux des intérêts du client ») ce qui passe par :
 - o une obligation d'information claire, exacte et non trompeuse, y compris sur les risques (en particulier aux opérations nécessitant le recours à l'endettement – LBO), qu'elle soit à destination du client ou des contreparties ;
 - o une transparence sur toutes rémunérations versées à des apporteurs d'affaires ;
 - o l'identification, la prévention et le traitement des conflits d'intérêts en vue d'agir dans l'intérêt exclusif du client ;
 - o l'assurance de la confidentialité et de la restitution des informations clients obtenues,
 - o l'obligation de gestion des informations privilégiées ;
 - o l'obligation d'égalité d'information des contreparties.

L'adaptation du statut de CIF afin d'y intégrer l'exercice éventuel du conseil en haut de bilan nécessiterait des modifications législatives dans la mesure où la fourniture du service connexe de conseil en haut de bilan par les CIF n'est pas spécifiquement visée à ce jour.

Pour l'heure, la régulation des acteurs du haut de bilan en France ainsi envisagée ne serait qu'optionnelle (puisque ne s'appliquerait qu'aux acteurs disposant déjà, ou choisissant de bénéficier, du statut de CIF), conçue à la manière d'un « label de qualité ». Les acteurs ayant opté pour ce statut et qui manqueraient à leurs obligations pourraient alors encourir le retrait du label ou d'autres sanctions, prononcées par leur association professionnelle ou l'AMF.

Les personnes intéressées sont invitées à répondre aux questions ci-après.

⁵ D'après des données déclarées par les acteurs dans leur Fiche de Renseignements Annuels (FRA) au titre de l'exercice 2015.

⁶ Le droit commun contractuel, et notamment les obligations d'agir de bonne foi et avec équité prévues par les articles 1104 et 1194 du code civil, permet un encadrement suffisant de la relation avec le client.

Questionnaire de consultation à compléter et à retourner

En fonction de votre qualité, êtes-vous satisfaits de la qualité des prestations de conseil haut de bilan délivrées par les professionnels ?

Merci de préciser la qualité au titre de laquelle vous répondez.

Concernant l'encadrement réglementaire de l'activité de conseil haut de bilan, que pensez-vous des propositions suivantes :

Proposition 1 :

L'activité de conseil en haut de bilan ne nécessite pas d'encadrement complémentaire par rapport à la situation actuelle.

L'exécution de la prestation de conseil en haut de bilan relèverait ainsi du droit commun et tout litige de la compétence des tribunaux de commerce.

Votre avis :

Proposition 2 :

Il pourrait être envisagé de développer une régulation optionnelle des conseillers en haut de bilan, encadrée par les associations professionnelles et l'AMF.

Répondant à des conditions de compétences professionnelles (en particulier en matière de valorisation d'entreprise) et d'honorabilité, les professionnels ayant opté pour cette régulation devraient ainsi s'engager à respecter des règles de bonne conduite et d'organisation afin que cette activité soit exercée avec compétence, soin et diligence au mieux des intérêts des clients. Tout manquement serait susceptible d'être sanctionné par l'association professionnelle ou l'AMF.

Votre avis :

Enfin, souhaitez-vous nous faire part de toute attente ou besoin particulier envers les acteurs délivrant du conseil en haut de bilan ?