

IMBROGLIO JURIDIQUE AUTOUR DE LA RÉGLEMENTATION DU CONSEIL M&A

*par Amaury Catrice,
Président, ASSORG*



Le 3 janvier 2017, l'Autorité de marchés financiers (« AMF ») ouvrait une consultation publique relative à l'activité de conseil en haut de bilan portant sur l'activité de conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de fusions et rachat d'entreprises et l'opportunité d'en faire évoluer le cadre réglementaire.

OBJECTIFS DE LA CONSULTATION AMF

Comme le précise le document de consultation : « si, pour l'heure, l'AMF n'entend pas soutenir la création d'une nouvelle profession règlementée regroupant l'ensemble de ces acteurs¹, 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. »

Rappelons qu'un des problèmes principaux - alors qu'il ne pourrait sembler qu'anecdotique - est l'absence de dénomination commune d'une profession qui peut prendre parfois 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 ». L'AMF évoque également un peu plus loin dans sa consultation le « conseil en levée de fonds ».

Après de nombreuses années sans prise de position réelle, l'AMF a lancé cette consultation pour réfléchir « tant à l'opportunité d'une régulation de ces acteurs, qu'à la façon, le cas échéant, dont ces acteurs pourraient être régulés », car comme elle le précise, les risques liés à cette profession ne sont pas seulement financiers mais également économiques et sociaux.

¹ - les professionnels régulés : banques d'affaires, conseillers en investissements financiers (« CIF »), conseillers en investissements participatifs (« CIP »)
- les professionnels du droit et du chiffre (avocats, notaires, experts-comptables) également règlementés
- les professionnels non régulés

Il est en effet bon rappeler que, si l'une des missions principales de l'AMF est de protéger l'épargnant, en règlementant ceux qui peuvent être amenés à le conseiller, il ne faut pas pour autant mettre de côté les acteurs qui conseillent les entreprises. Ceux-ci peuvent être considérés comme une population moins à risque et plus avertie (est-ce vraiment le cas ?) mais qui, par les décisions qu'ils prennent dans le cadre de leurs opérations peuvent avoir des incidences réelles sur l'économie de leur entreprise et des emplois liés.

DE NOMBREUX ACTEURS EXERÇANT UNE MÊME ACTIVITÉ

L'AMF, après avoir rappelé que l'activité de conseil en haut de bilan était exercée à titre principal par des acteurs aux statuts variés :

- des entités disposant du statut CIF, mais dont le statut est mal adapté à leur activité
- au sein de groupes bancaires, par l'intermédiaire d'entités disposant d'agréments en tant que prestataire de services d'investissement (« PSI ») ou de filiales ne disposant d'aucun agrément
- des cabinets sans statut, ni agrément particulier ;

ou à titre accessoire par des professionnels du droit ou du chiffre, à savoir les avocats, les notaires ou les experts-comptables, a proposé de décrire la prestation de conseil en haut de bilan comme s'agissant d'« 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. »

LES DIFFÉRENTES PHASES DE LA PRESTATION DE CONSEIL EN HAUT DE BILAN

Si nous voulions être plus précis sur l'activité dont le processus est décrit par les phases suivantes, nous parlerions davantage de conseil en cession ou acquisition d'entreprise, plus que de conseil en haut de bilan qui semble être ici un terme plus générique.

PHASE 1

- réalisation du pitch et présentation au client
- signature du mandat
- recherche et identification des cibles possibles
- analyse et évaluation du client et rédaction du memorandum d'information
- prise de contact avec les cibles identifiées, remise du teaser et memo et signature de l'accord de confidentialité
- analyse et comparaison des offres et lettres d'intérêt.

A ce stade-là, les acteurs consultés par l'AMF, ne considèrent pas émettre de recommandation personnalisée.

PHASE 2

- Accès aux informations plus détaillées après signature de l'accord de confidentialité. Le conseiller haut de bilan veille à répondre aux questions soulevées par la ou les contreparties intéressées.
- Offre ferme de la contrepartie
- Réception, analyse et présentation au client des offres émises, le client restant décisionnaire

PHASE 3

- Sélection des meilleures offres par le client
- Intervention éventuelle de nouveaux acteurs dans le cadre du financement de l'opération
- Le client est accompagné du conseil en haut de bilan dans ces échanges
- Levée de toutes les conditions suspensives du contrat signé et paiement des honoraires au succès.

PHASE 4

Mis en place éventuel d'un conseil patrimonial, réalisée par un acteur spécialisé.

LE CADRE RÉGLEMENTAIRE DE L'ACTIVITÉ DE CONSEIL EN HAUT DE BILAN

L'AMF, à travers cette consultation, repose l'éternelle question de savoir si l'activité de conseil en haut de bilan peut relever d'un **service de placement non garanti**² ou de service de **conseil en investissement**³ ou si cette prestation

¹ 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 ».

² 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 [...] »

relève uniquement du **service connexe aux services d'investissement**, libre d'exercice et non soumis à agrément, à savoir « 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 ».

L'AMF fait deux propositions sur ce cadre réglementaire :

- Proposition 1 : confirmer que le service connexe n°3 est libre d'exercice et non soumis à statut

Cette proposition reprend ce que disent déjà les textes réglementaires, étant précisé que cette activité est bien libre dès lors que le conseiller ne fournit, dans le cadre de cette prestation, ni de service de placement, ni de conseil en investissement, ni tout autre service d'investissement défini à l'article L.321-1 du code monétaire et financier.

Affirmer cela n'enlève pas pour autant de la sphère régulée l'ensemble des conseillers en haut de bilan.

La vraie question à se poser est : est-ce que qu'un conseiller qui fournit une prestation de conseil en haut de bilan fournit ou peut être amené à fournir dans le cadre de cette mission une prestation de conseil en investissement (la fourniture d'une recommandation personnalisée) ou de placement non garanti (le fait de rechercher des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers) et si oui, à quel moment ?

- Proposition 2 : adapter le statut de CIF pour y intégrer le conseil en haut de bilan

Rappelons que le statut de CIF ne définit pas une profession, mais une activité. En effet, si le statut de CIF est le plus souvent associé à la profession de CGP, les statistiques de l'AMF montrent bien que cette activité reste bien accessoire pour eux et que le raccourci entre ces deux acronymes est souvent trompeur.

NOUS RELEVONS DEUX BIAIS DANS LA CONSULTATION DE L'AMF

Biais 1 : résumer le conseil en haut de bilan au seul point 3 de l'article L.321-2 du code monétaire et financier. D'une part, le conseil en haut de bilan est difficilement définissable compte tenu de la diversité des activités qui se cachent derrière ces termes, d'autre part cet article semble mettre davantage en avant le conseil aux entreprises alors que les conseils en haut de bilan accompagnent bien souvent le dirigeant actionnaire personne physique.

Biais 2 : parler d'intégrer le conseil en haut de bilan dans le statut de CIF, alors qu'il l'est déjà depuis 10 ans.

Comme ASSORG le répète souvent, il convient que l'AMF reprenne en détail l'ensemble des activités qui relèvent du conseil en haut de bilan et pour chacune de ces activités, précise à quel moment de la mission le consultant peut être amené à fournir une prestation de conseil en investissement ou de placement non garanti.

CE QU'ON VOIT À L'ÉTRANGER ET QUI POURRAIT ÊTRE UN AXE DE RÉFLEXION

Au Royaume-Uni

ASSORG propose de s'appuyer sur ce qui existe déjà au Royaume-Uni où il est spécifiquement prévu une exemption pour les acteurs du conseil en cession d'entreprise. Nous laisserons ici les termes en anglais pour qu'aucune erreur d'interprétation ne soit possible :

L'article 70 du Regulated Activity Order.

Article 70 provides two alternative tests and a transaction must meet one of these to be excluded and so not be a regulated activity.

The exclusion within article 70 applies to the regulated activities of dealing in investments as principal, dealing in investments as agent, arranging deals in investments and advising on investments.

Article 70 states that:

a) the transaction is one to acquire or dispose of shares in a body corporate (other than an open-ended investment company) or which is entered into for the purposes of such an acquisition or disposal; and

b) either:

i) the conditions set out in the paragraph below are met; or ii) those conditions are not met, but the object of the transaction may nevertheless reasonably be regarded as being the acquisition of day to day control of the affairs of the body corporate.

The conditions in paragraph b) (i) are that:

a) the shares consist of or include 50% or more of the voting shares in the body corporate; or

b) the shares, together with any already held by the person acquiring them, consist of or include at least 50% of such shares; and

in either case, the vendor and acquirer is either a body corporate, a partnership, a single individual or a group of connected individuals.

The alternative test under article 70b (ii) relates to day to day control and can only be used where the firm is satisfied that it is acting for a person (which could be a group of

disparate persons) who is seeking to acquire day to day control. Where a group of persons are acting together, it may be difficult to establish that they seek to possess a controlling interest (i.e. day to day control). A group of persons must be acting in concert to meet the test. The firm does not need to act for all of the potential shareholders, provided those it collectively represents are seeking to acquire control.

Aux États-Unis

On pourra également évoquer ici la réglementation assez récente aux États des « Finders » non régulés et des « broker-dealers » régulés par le FINRA (Financial Industry Regulation Authority) et la SEC (Securities and Exchange Commission). La jurisprudence et les « no-actions letters » de la SEC permettent aisément, au travers d'exemples précis, de s'assurer qu'un conseil en cession ou acquisition d'entreprise n'exerce pas d'activité réglementée et à l'inverse qu'un conseil en haut de bilan est susceptible d'exercer une activité réglementée.

LE DÉMARCHAGE BANCAIRE ET FINANCIER

Un dernier point qui n'est pas soulevé dans la consultation mais qui a toute son importance, c'est la notion de démarchage bancaire et financier définie aux articles L.341-1 et suivants du code monétaire et financier. Il convient en effet de rappeler que :

Constitue un acte de démarchage bancaire et financier toute prise de contact non sollicitée, par quelque moyen que ce soit avec une personne physique ou morale en vue d'obtenir de sa part un accord sur une opération sur un instrument financier, la réalisation d'une opération de banque ou d'une opération connexe ou la fourniture d'un service d'investissement ou d'un service connexe.

1. le démarchage bancaire et financier ne peut être entrepris que par des professionnels réglementés

2. le démarchage bancaire et financier est strictement interdit lorsqu'il s'agit d'instruments financiers qui ne sont pas admis aux négociations sur les marchés réglementés, autrement dit les actions non cotées.

Or, que fait un conseiller en haut de bilan lorsque dans le cadre de sa mission de conseil à la vente ou à la cession, il prend directement contact avec un ou plusieurs dirigeants actionnaires soit pour leur proposer la cession de leurs actions, ou l'acquisition d'actions par l'achat d'une société ?

LE RETOUR DE L'AMF SUR LA CONSULTATION

A l'heure où cet article est rédigé l'AMF n'a pas encore publié les résultats de la consultation. Trois associations de CIF, l'ACIFTE, l'ANACOFI-CIF et la CNCIF ont cependant publié un communiqué commun suite au retour de la réunion Collège de l'AMF du 4 juillet dernier.

Ainsi il semblerait que l'AMF ne souhaite pas modifier les textes actuels, ce que ASSORG recommandait d'ailleurs, et propose de publier un guide pédagogique permettant aux professionnels du conseil en haut de bilan de savoir s'ils sont ou non soumis à une réglementation.

QUELLES CONCLUSIONS EN TIRER ?

Le travail que semble proposer l'AMF est essentiel mais il est pour cela nécessaire qu'elle soit accompagnée par des acteurs de la profession du conseil en haut de bilan mais également par des experts de la réglementation car, quel que soit le contenu de ce guide pédagogique, il ne pourra en aucun cas se substituer à la loi et seuls les juges seront souverains pour apprécier l'interprétation des textes.

Il convient désormais aux professionnels du conseil en haut de bilan de mettre en place une procédure de contrôle a priori leur permettant de s'assurer de la conformité de leur mission au regard de la réglementation applicable ou non à leur activité et que cette procédure se poursuive également tout au long de la mission de conseil.

ASSORG est une société de conseil et d'assistance en gestion administrative et en matière de conformité réglementaire. Elle accompagne les associations professionnelles et les conseils en corporate finance dans le cadre du respect des règles, des normes professionnelles et déontologiques et des procédures internes. Amaury Catrice, le président, a développé une forte expertise sur les différentes réglementations du conseil en investissement financier et plus particulièrement au regard du conseil m&a.