



**JEAN-CHRISTOPHE
DEVOUE**
DAVIS POLK
& WARDWELL

AVIS D'EXPERT

Conseils en haut de bilan : l'AMF et l'ACPR donnent des précisions sur le périmètre d'activité

Opérant aux marges de la sphère régulée, les « conseils en haut de bilan », expression consacrée pour désigner les professionnels des fusions-acquisitions au sens large (conseils en M & A, corporate finance, levées de fonds, etc.), continuent de faire l'objet d'une attention soutenue des régulateurs. L'AMF et l'ACPR viennent ainsi de dévoiler les critères devant permettre de clarifier le périmètre d'activité de ces professionnels¹. Ces éléments étaient attendus – notamment par les acteurs ne relevant d'aucun statut ou agrément particulier – puisque le conseil en haut de bilan, en principe libre, présente un risque de requalification en certains services d'investissement nécessitant, eux, un agrément.

Contentieux sur les honoraires

En plus de soulever un risque pénal, cette difficulté a pu être exploitée par certains plaideurs qui, dans le cadre des contentieux relatifs aux honoraires ou autres *success fees* des conseils², ont soulevé la nullité des mandats conclus, au motif que le conseil ne disposait pas des agréments nécessaires. Dans un souci didactique, l'AMF et l'ACPR s'attachent dans un premier temps à définir les « prestations de conseil en haut de bilan », mettant en relief les principaux caractères de cette activité : une intervention pour des opérations « à visée entrepreneuriale » et « source de risques », marquées par un fort « *intuitu personae* » entre les différentes parties prenantes et faisant du client « le seul décisionnaire à chaque étape ».

Elles s'efforcent ensuite de dessiner de façon plus nette les frontières entre ces prestations et les deux services d'investissement régulés qui s'en rapprochent le plus : le « conseil en investissement », caractérisé par la fourniture de recommandations personnalisées dans un objectif patrimonial, et le « service de placement non garanti », lequel implique la recherche d'investisseurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant sans garan-

tie quant à un montant minimal de souscription ou d'acquisition.

Pour guider les professionnels dans cet « exercice de qualification » devant être réalisé opération par opération (*in concreto*), différents critères, accompagnés d'exemples, sont énoncés. La détermination de la nature juridique des prestations nécessite ainsi d'analyser les diligences effectuées, les conditions de négociation de l'opération et le degré d'*intuitu personae* entourant celle-ci, un indice essentiel étant les « termes du contrat conclu entre le conseiller et son client ».

Un exercice périlleux

Si l'intention est louable, l'exercice se révèle toutefois périlleux. La pertinence de ces critères n'est ainsi pas toujours très claire, notamment lorsqu'ils ne permettent pas véritablement de distinguer les prestations en cause, situation abordée dans les exemples présentés mais opportunément résolue par l'affirmation du caractère « non discriminant » ou non « déterminant » du critère concerné.

Leur maniement est par ailleurs délicat, notamment le critère de l'*intuitu personae* lequel doit tenir compte, comprend-on, du comportement de la contrepartie à l'opération, pourtant tiers aux relations entre le client et son conseil. Ainsi, pour distinguer le conseil en haut de bilan du placement non garanti pour lequel l'*intuitu personae* serait « généralement moindre », le degré d'investissement attendu dans l'entreprise du tiers acquéreur ou souscripteur de titres devra être analysé, sans que soit par ailleurs abordé le cas des opérations de levée de fonds faisant intervenir des investisseurs aux profils différents.

A la décharge des autorités, le caractère particulièrement varié de l'activité des conseils en haut de bilan rendait l'exercice difficile. Il appartient néanmoins désormais aux professionnels concernés de qualifier, sur la base de la grille d'analyse ainsi posée et pour chaque opération, la nature juridique de leurs prestations et ainsi de s'assurer que celles-ci sont réalisées valablement. ■

1. Position AMF 2018-03.

2. Voir, par exemple, le contentieux ayant opposé JP Morgan à Aéroports de Paris (CA Paris, 13 janvier 2017, n° 15/15931).