



PLACEMENT NON GARANTI, CONSEIL EN INVESTISSEMENT ET CONSEIL AUX ENTREPRISES EN MATIERE DE STRUCTURE DE CAPITAL, DE STRATEGIE INDUSTRIELLE, DE FUSIONS ET DE RACHAT D'ENTREPRISES

Textes de référence : articles L. 321-1, L. 321-2 et D. 321-1 du code monétaire et financier

Le présent document a pour objet de clarifier les périmètres des services d'investissement de placement non garanti et de conseil en investissement fournis le cas échéant, dans les limites de leurs agréments ou habilitations respectifs, par les prestataires de services d'investissement et, les conseillers en investissements financiers et les conseillers en investissements participatifs d'une part, et du service connexe de conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle, de fusions et de rachat d'entreprises d'autre part.

À la différence des deux services d'investissement précités, le service connexe visé au 3 de l'article L. 321-2 du code monétaire et financier n'est défini par aucun texte réglementaire, notamment parce qu'il est susceptible de recouvrir un éventail très large d'activités, du conseil en fusions-acquisitions proprement dit au conseil en stratégie :

« 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 »

L'AMF et l'ACPR souhaitent préciser dans quelle mesure et à quelles conditions les personnes qui assistent, conseillent et accompagnent les personnes physiques ou les personnes morales et leurs dirigeants et/ou leurs actionnaires ou associés dans le cadre d'un projet de cession/transmission/acquisition d'entreprise, d'opérations de croissance externe, d'ouverture du capital ou de levée de fonds, et le cas échéant dans la recherche de financement pour ces mêmes opérations¹ (ci-après le « conseil en haut de bilan »²), délivrent une prestation susceptible de relever non pas des services de conseil en investissement ou de placement non garanti, soumis à agrément mais du service connexe visé au 3 de l'article L. 321-2 du code monétaire et financier, libre d'exercice³.

¹ Il est rappelé que conformément aux dispositions de l'article R. 519-2 3° du code monétaire et financier, le statut d'intermédiaire en opérations de banque et en services de paiement (IOBSP) n'est pas requis des « personnes dont l'activité d'intermédiation en opérations de banque et en services de paiement est liée [...] aux services connexes définis au 3° de l'article L. 321-2 du code monétaire et financier ».

² Ce type de prestation est communément désigné sous les termes de « conseil en fusions-acquisitions », « conseil en corporate finance », « conseil en transmission d'entreprise ».

³ Article L. 531-1 du code monétaire et financier : « Les prestataires de services d'investissement sont les entreprises d'investissement et les établissements de crédit ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement au sens de l'article L. 321-1 / La prestation de services connexes au sens de l'article L. 321-2 est libre, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur applicables à chacun de ces services. Elle ne permet pas, à elle seule, de prétendre à la qualité d'entreprise d'investissement. »

Position AMF - DOC-2018-03 - 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

Cette clarification intéresse tout particulièrement les personnes qui exercent cette activité, à titre principal ou accessoire et qui, ne relevant d'aucun statut ou d'aucune profession réglementée⁴ s'interrogent sur la qualification et le régime juridique de leur activité.

Après avoir exposé les activités visées par la présente position et leur qualification juridique (1), seront précisées leurs frontières avec celles relevant du service de conseil en investissement (2) puis celles relevant du service de placement non garanti (3).

La présente position n'a pas vocation à énoncer des règles professionnelles sur la façon dont les acteurs exercent leur activité.

1. ACTIVITÉS VISÉES PAR LA PRÉSENTE POSITION ET RELEVANT DU SERVICE CONNEXE VISÉ AU 3° DE L'ARTICLE L. 321-2 DU CODE MONÉTAIRE ET FINANCIER

Sont visées par la présente position les prestations qui consistent à assister, conseiller et accompagner les personnes physiques ou les personnes morales et leurs dirigeants et/ou actionnaires ou associés, dans la conception et la mise en œuvre de projets entrepreneuriaux de cession, d'acquisition, de levée de fonds et la recherche de financement pour ces opérations, dites « **prestations de conseil en haut de bilan** ». Ainsi, la présente position se limite à ces activités et ne concerne pas toutes les activités susceptibles de relever du service connexe visé au 3 de l'article L. 321-2 du code monétaire et financier.

Ces prestations d'assistance, de conseil et d'accompagnement sont fournies sur la base d'un contrat signé entre le client et le conseiller, dont l'objet consiste en une mission d'assistance et de conseil à la réalisation d'un projet ou d'une opération à visée entrepreneuriale, telle que l'acquisition ou la cession de sociétés ou de branches d'activité, en ce compris la recherche du financement adéquat, ou l'accompagnement à la levée de fonds.

Pour une telle mission, potentiellement de longue durée (plusieurs mois), et susceptible d'être découpée en plusieurs phases au fur et à mesure desquelles les parties prenantes sont de moins en moins nombreuses, les informations échangées de plus en plus confidentielles, et l'engagement (précontractuel) de plus en plus fort, la prestation du conseiller comprend généralement :

- un travail d'analyse portant sur les besoins du client, les solutions possibles pour y répondre (acquisition, cession, ouverture du capital, levée de fonds), le marché concerné, le secteur concerné ;
- la production de documents utiles à la mise en œuvre du projet : « teaser »⁵, memorandum d'information, accords de confidentialité, offres ;
- la recherche de, et la conduite de diligences sur, des contreparties possibles (cibles d'acquisition, repreneurs, acquéreurs personnes physiques ou morales, partenaires financiers) ;
- un accompagnement dans la conduite des négociations (organisation des échanges entre les parties, mise en place de *data room*, coordination avec les autres professionnels), la comparaison des offres (analyse des forces/ faiblesses).

⁴ L'activité de conseil en haut de bilan est notamment exercée, à titre accessoire, par les professionnels du droit et du chiffre que sont les experts comptables, les avocats, les notaires. Ces professionnels, agissant dans le cadre de leurs statuts, sont tenus, pour cette activité aussi, de respecter leurs propres règles déontologiques.

⁵ Le « *teaser* » est un document qui décrit sommairement (une à deux pages) et de manière anonyme la société dont la cession est envisagée ou qui envisage une levée de fonds ou une acquisition (secteur d'activité, taille, chiffre d'affaires). Il indique la nature de l'opération proposée (cession, levée de fonds...). Ce document est transmis par le conseil de la société à un certain nombre d'acquéreurs personnes physiques ou morales ou d'investisseurs financiers susceptibles d'être intéressés par l'opération.

Ces prestations d'assistance, de conseil et d'accompagnement des personnes physiques ou morales, de leurs dirigeants et/ou actionnaires ou associés concernent des projets ou opérations, à visée entrepreneuriale, de haut de bilan, assorties d'enjeux non exclusivement financiers, sources de risques, et qui ne sauraient se réduire à la conclusion d'une transaction sur instruments financiers, à laquelle elles peuvent ou non aboutir.

Elles se caractérisent généralement par un fort intuition personnelle entre les parties : entre le conseiller et son client d'une part, entre le client et son futur partenaire, cédant, cessionnaire ou repreneur d'autre part. Aussi, le conseiller est dépourvu de tout pouvoir décisionnel : le client est le seul décisionnaire à chaque étape, il décide des contreparties à qui adresser le *teaser*, celles à qui adresser le *mémoire* d'information, quelle(s) offre(s) sera(ont) retenue(s). Jusqu'à la signature de la convention finale⁶, il peut mettre un terme au projet.

Délivrées dans les conditions ci-avant exposées, ces prestations relèvent du service connexe visé au 3 de l'article L. 321-2 du code monétaire et financier, dont l'exercice ne requiert pas d'agrément, conformément à l'article L. 531-1 du code monétaire et financier.

Cette qualification n'exclut pas la fourniture éventuelle d'autres services d'investissement ou services connexes par le conseiller en haut de bilan ou d'autres prestataires avant, à la suite de, ou dans le cadre de la même opération.

2. CONSEIL EN HAUT DE BILAN ET CONSEIL EN INVESTISSEMENT

2.1. Qu'est-ce que le service de conseil en investissement ?

Conformément à l'article D. 321-1 du code monétaire et financier transposant les dispositions de MiFID 2⁷, le conseil en investissement est un service d'investissement défini comme la fourniture de recommandations personnalisées à un tiers (notamment un client), soit à sa demande, soit à l'initiative du prestataire qui fournit le conseil, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers⁸.

La définition du conseil en investissement, et donc sa qualification, est indifférente au fait que :

- ce service soit fourni de manière indépendante ou non indépendante,
- ce service soit fourni au travers d'un outil automatisé.

Un conseil en investissement est donc qualifié lorsque les conditions suivantes sont cumulativement remplies :

- une recommandation est fournie,
- cette recommandation est liée à un ou plusieurs instruments financiers,
- cette recommandation est basée sur la situation personnelle du client ou présentée comme adéquate à celui-ci,
- cette recommandation est diffusée autrement qu'exclusivement au public, et
- cette recommandation est formulée à un client ou à son agent.

⁶ Étape dite du « *signing* ».

⁷ Article 4, paragraphe 1, point 4) de MiFID 2.

⁸ Ou des unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement, conformément au 5 de l'article D. 321-1 du code monétaire et financier. Par méthode, l'expression « instruments financiers » associée à la fourniture d'un service de conseil en investissement désigne dans la présente Position les instruments financiers au sens de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier et les unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement.

[Des précisions sur la définition du service de conseil en investissement sont apportées dans la Position AMF DOC-2008-23⁹.](#)

~~Conformément au 5 de l'article D. 321-1 du code monétaire et financier, le service de conseil en investissement visé au 5 de l'article L. 321-1 est défini comme la fourniture de recommandations personnalisées à un client, soit à sa demande, soit à l'initiative de l'entreprise qui fournit le conseil, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers.~~

~~Suivant les termes de l'article 9 du règlement délégué (UE) 2017/565¹⁰, la recommandation s'entend de toute préconisation portant sur la réalisation d'une opération telle que l'achat, la vente, la souscription, l'échange, le remboursement ou la détention d'un instrument financier particulier. Elle est « personnalisée » lorsqu'elle est :~~

- ~~— faite à une personne déterminée, prise en sa qualité d'investisseur ou d'investisseur potentiel, ou d'agent d'un investisseur ou d'un investisseur potentiel ;~~
- ~~— et se présente comme adaptée à cette personne, ou fondée sur l'examen de sa situation propre.~~

~~Le service de conseil en investissement ne peut porter que sur des instruments financiers.~~

Ce service de conseil en investissement ne peut être fourni que par des professionnels régulés¹¹ que sont les prestataires de services d'investissement (PSI)¹² ~~et~~ les conseillers en investissements financiers (CIF) ~~et les conseillers en investissements participatifs (CIP).~~

En vue de fournir le service de conseil en investissement, les PSI ~~et~~ les CIF ~~et les CIP~~ se procurent les informations nécessaires concernant les connaissances et l'expérience de leurs clients ([y compris potentiels](#)) ~~, notamment de leurs clients potentiels,~~ en matière d'investissement, leur situation financière, y compris leur capacité à subir des pertes, et leurs objectifs d'investissement, y compris leur tolérance au risque, de manière à pouvoir leur recommander les instruments financiers adéquats¹³. Ils remettent aux clients, préalablement à la transaction, une déclaration d'adéquation sur un support durable dans laquelle est précisé le conseil fourni et dans quelle mesure il répond aux préférences, aux objectifs et autres caractéristiques des clients¹⁴.

[Ne constitue pas une recommandation personnalisée constitutive de conseil en investissement, le conseil donné à un émetteur, notamment dans le cadre de l'émission de titres ou de fusions-acquisitions, l'émetteur n'étant pas un « investisseur », seul visé par la section 2 du chapitre II de MiFID 2¹⁵.](#)

2.2. Comment distinguer le conseil en haut de bilan et le conseil en investissement

Dans la mesure où ceux qui fournissent des prestations de conseil en haut de bilan, telles que décrites dans la première partie de ce document, délivrent effectivement des « conseils » à leur client tout au long du projet, et que l'issue du projet peut consister en une opération d'achat ou de vente d'un instrument financier particulier, la question des frontières entre l'activité de conseil en haut de bilan relevant du service connexe visé au 3 de l'article L. 321-2 du code monétaire et financier et le service de conseil en investissement visé au 5 de l'article L. 321-1 du même code se pose.

⁹ [Questions-réponses sur la notion de service d'investissement de conseil en investissement.](#)

¹⁰ ~~Règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive, en vigueur à compter du 3 janvier 2018 ; anciennement article 314-43 du règlement général de l'AMF.~~

¹¹ Sauf exceptions prévues par l'article L. 531-2 du code monétaire et financier.

¹² Y compris lorsqu'ils agissent à travers un agent lié.

¹³ Articles L. 533-13 ~~et~~ L. 541-8-1 ~~et~~ L. 547-9 du code monétaire et financier.

¹⁴ Articles L. 533-15 II, ~~et~~ L. 541-8-1 ~~et~~ L. 547-9 du code monétaire et financier.

¹⁵ [Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.](#)

Position AMF - DOC-2018-03 - 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

Comme l'a recommandé le [CESR/ESMA](#), l'AMF et l'ACPR considèrent qu'il convient de tenir compte de l'**objectif poursuivi par le client**¹⁶.

Si l'objectif est de nature entrepreneuriale et industrielle – tel est le cas lorsque le client cherche à financer son développement, sa croissance externe ou de nouvelles synergies industrielles, ou à pénétrer de nouveaux marchés dans le cadre d'un projet défini ou à organiser la cession ou l'acquisition d'une branche d'activité, alors le conseil fourni est celui visé au 3 de l'article L. 321-2 du code monétaire et financier.

[Dans le contexte du capital-investissement et du capital-risque, l'objectif industriel des entreprises qui fournissent ces services est purement financier. Lorsque des personnes autorisées à agir pour le compte de ces entreprises demandent des conseils, leur objectif premier est susceptible d'être principalement entrepreneurial et également aligné sur l'objectif industriel des entreprises de capital investissement ou de capital risque, c'est-à-dire de générer un rendement et le champ d'activité de l'entreprise est différent de l'activité typique de conseil en investissement. C'est pourquoi, lorsque ces clients demandent des conseils dans ce contexte, il est considéré qu'il s'agit de conseils en haut de bilan.](#)

Si l'objectif est de nature patrimoniale – tel est le cas lorsque le client cherche la constitution d'une épargne, la recherche d'un rendement financier régulier, ou à se couvrir contre un risque – alors le conseil fourni est un conseil en investissement au sens du 5 de l'article L. 321-1 du même code.

Ainsi, les opérations de haut de bilan sont généralement à visée entrepreneuriale et industrielle, à l'inverse des opérations de valorisation de l'épargne ou de trésorerie qui poursuivent généralement des objectifs patrimoniaux. Dans le premier cas, comme l'a relevé le [CESR/ESMA](#)¹⁷, le client agit en qualité d'émetteur / entrepreneur ; dans le second cas, il agit en qualité d'épargnant / investisseur.

Pour autant, il peut arriver qu'une même opération semble poursuivre deux objectifs : tel pourrait être le cas lorsqu'un dirigeant vient à céder son entreprise au moment de prendre sa retraite ou lorsque les héritiers d'un associé ou actionnaire souhaitent céder les parts ou actions de l'entreprise familiale.

Dans cette hypothèse, la qualification de la mission de conseil offerte au client (service de conseil en investissement ou prestation de conseil en haut de bilan) requiert une analyse *in concreto* de sa nature, s'appuyant sur les critères identifiés. Telle qu'évoquée au (1.), la mission de conseil en haut de bilan est bien différente de celle d'un conseil en investissement. Les principales différences sont les suivantes.

1. **S'agissant des diligences à réaliser pour connaître le besoin du client** : d Dans le conseil en haut de bilan, les diligences portent sur les fondamentaux de l'entreprise, l'analyse du secteur, ses éventuelles évolutions et récentes opérations en vue de préciser le projet entrepreneurial du client ; dans le conseil en investissement, les diligences porteront sur les connaissances et l'expérience du client en matière d'investissement, sa situation financière, y compris sa capacité à subir des pertes, et ses objectifs d'investissement, y compris sa tolérance au risque, de manière à pouvoir émettre une recommandation personnalisée au sens du 5° de l'article D. 321-1 du code monétaire et financier.
2. **S'agissant des diligences à réaliser pour y répondre, c'est-à-dire de la mission de recherche proprement dite** : d Dans le conseil en haut de bilan, le conseiller accompagne son client dans la recherche des

¹⁶ [ESMA Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II, 11 juillet 2023 \(ESMA35-43-3861\) \("Supervisory briefing de l'ESMA"\)](#) [CESR/10-293 : Questions & Réponses – Comprendre la définition de la notion de conseil aux termes de la Directive MIF.](#)

¹⁷ [CESR/10-293 Supervisory briefing de l'ESMA, §98 : "It is important to consider that investment advice will be provided only where a recommendation is made to a person in his/her capacity as an investor or potential investor \(or in his/her capacity as an agent for an investor or potential investor\). It follows from this that advice to an undertaking to issue securities is not investment advice."](#) [Questions & Réponses – Comprendre la définition de la notion de conseil aux termes de la Directive MIF : \(79\)](#) « Il importe de tenir compte du fait que la fourniture d'un conseil en investissement suppose qu'une recommandation est adressée à une personne en raison de sa qualité d'investisseur ou d'investisseur potentiel (ou en sa qualité d'agent d'investisseur ou d'investisseur potentiel). Il s'ensuit que le conseil donné à une entreprise d'émettre des titres ne constitue pas un conseil en investissement. »

contreparties (sociétés cibles, branches d'activité), de nouveaux associés ou actionnaires ou d'apporteurs de fonds susceptibles d'être intéressés par le projet entrepreneurial du client ; dans le conseil en investissement, le conseiller recherche des instruments financiers susceptibles de répondre aux besoins et objectifs d'investissement du client (rendements réguliers, exigence de liquidité, niveau de risque acceptable...).

3. **L'existence d'une négociation multi ou bilatérale pour la fixation des termes et conditions de l'opération** : dans le conseil en haut de bilan, le conseiller assiste le client sur un projet dont les conditions et termes seront définis au terme d'un processus itératif de négociation avec les contreparties sélectionnées jusqu'à ce qu'un accord soit trouvé sur la chose et le prix (nature et caractéristiques financières des instruments financiers, pactes sur la gouvernance, clause de garanties, conditions suspensives) ; les conventions conclues *in fine* sont des contrats de gré à gré. A l'inverse, dans le conseil en investissement, le conseiller propose des instruments financiers dont les caractéristiques sont déterminées ou déterminables rapidement. Ces caractéristiques ne sont pas négociables : le contrat conclu (généralement un bulletin de souscription) est un contrat d'adhésion.
4. Eu égard aux enjeux des opérations de haut de bilan, *l'intuitu personae* y est fort, à la fois entre le client et son conseiller, mais aussi entre le client et les contreparties qui ont vocation à rencontrer, échanger, et collaborer le cas échéant. Au contraire, dans le conseil en investissement, *l'intuitu personae* existant entre le client et son conseiller ne se retrouve généralement pas entre le client et l'entreprise à l'origine de l'offre d'investissement : l'investisseur s'intéressera principalement, dans une approche globale, à la marque, la bonne réputation ou l'historique de performances de ladite entreprise, à l'origine de l'offre d'investissement.

L'analyse de ces 4 critères doit permettre d'apprécier *in concreto* la nature de la mission de conseil.

Exemple 1 : les héritiers d'un dirigeant actionnaire majoritaire souhaitent céder au plus vite les actions de la société pour se partager les sommes issues de la vente. Ils sollicitent un conseil pour trouver un repreneur.

- Objectif de l'opération :

Parmi les héritiers, aucun ne s'est jamais investi dans l'entreprise, ni ne souhaite en reprendre la direction. Au contraire, ils comptent bénéficier de la succession en numéraire pour répondre à leurs besoins patrimoniaux propres. Ils recherchent un acquéreur intéressé pour reprendre l'entreprise familiale, espérant en tirer le meilleur prix.

Au vu des circonstances, il existe un doute sur l'objectif de la cession de l'entreprise (patrimonial ou entrepreneurial).

Il convient donc d'apprécier *in concreto* la nature de la mission de conseil en s'appuyant sur les quatre critères relatifs à la mission de conseil ci-avant.

- Analyse de la nature de la mission de conseil :
 1. **S'agissant des diligences à réaliser pour connaître le besoin des clients** : ici, il s'agit de céder l'entreprise familiale au meilleur prix. Il n'est pas pertinent de s'enquérir de l'expérience ou de la connaissance des héritiers en matière d'investissement. En outre, la décision de céder est déjà prise par les héritiers, aucun conseil n'est donc fourni sur l'opportunité ou non de céder.
 - *L'examen de ce critère tendrait à considérer qu'il s'agit d'une mission de conseil en haut de bilan.*
 2. **S'agissant des diligences à réaliser pour y répondre, c'est-à-dire de la mission de recherche proprement dite** : la recherche d'un repreneur intéressé commence par une analyse du secteur concerné, une analyse des comptes de l'entreprise, de ses points forts (clientèle, savoir-faire, actifs) et de ses faiblesses (dettes, difficultés récentes).
 - *L'examen de ce critère tendrait à considérer qu'il s'agit d'une mission de conseil en haut de bilan.*
 3. **L'existence d'une négociation multi ou bilatérale pour la fixation des termes et conditions de l'opération** : la cession de l'entreprise prendra certainement la forme d'une cession des titres qui composent son capital social. Les cédants estimeront un prix de cession, les cessionnaires potentiels feront des contre-propositions, jusqu'à trouver un accord sur les modalités de la cession (prix global, prix de chaque action, modalités de paiement, clauses de garanties).
 - *L'examen de ce critère tendrait à considérer qu'il s'agit d'une mission de conseil en haut de bilan.*
 4. **Intuitu personae** : il peut être fort ou faible selon l'intérêt porté par les héritiers à l'avenir de l'entreprise. Ce critère pourrait ici ne pas être déterminant.

Au regard de ces éléments, il s'agit donc d'une prestation de conseil en haut de bilan et non d'une prestation de conseil en investissement.

La qualification du conseil fourni à l'occasion de cette mission ne préjuge pas de la qualification apportée aux recommandations ultérieures portant sur les sommes issues de la cession de l'entreprise.

Exemple 2 : Le dirigeant d'entreprise a cédé sa société à l'âge de la retraite. Il souhaite investir le produit de la cession dans des sociétés en développement dans sa région et sollicite un conseil pour son investissement.

- Objectif de l'opération :

Ancien chef d'entreprise, le client a marqué un vif intérêt pour les sociétés en développement dans sa région plutôt que **pour** celles dont les titres sont cotés sur les marchés réglementées ou **pour** les produits de placement. Pour autant, il ne voudrait pas prendre trop de risques, dans la mesure où le produit de la cession de son entreprise, fruit de son travail, constitue une partie essentielle de son patrimoine sur lequel il doit pouvoir compter dans les prochaines années.

Au vu des circonstances, il existe un doute sur les objectifs de son investissement (patrimonial ou entrepreneurial).

Il convient donc d'apprécier *in concreto* cet objectif en s'appuyant sur les quatre critères ci-avant.

- Analyse de la nature de la mission de conseil :
 1. **S'agissant des diligences à réaliser pour connaître le besoin du client** : ici, il s'agit d'investir le produit de la cession d'une entreprise dans des entreprises qui répondraient au souhait du client, ancien dirigeant, d'accompagner ses pairs, tout en prenant en compte un impératif de sécurité et le besoin de revenus complémentaires réguliers. Il est pertinent de s'enquérir de l'expérience ou de la connaissance du client en matière d'investissement, de sa situation financière globale, et d'essayer de déterminer ce qu'il attend de son ou ses investissements (rendement régulier, court, moyen ou long terme).
 - *L'examen de ce critère tendrait à considérer qu'il s'agit d'une mission de conseil en investissement.*
 2. **S'agissant des diligences à réaliser pour y répondre, c'est-à-dire de la mission de recherche proprement dite** : la recherche des entreprises susceptibles de répondre aux besoins du client commence par une analyse du tissu entrepreneurial de la région, et requiert aussi une analyse des comptes historiques, des perspectives et des rentabilités prévisionnelles de chaque société sélectionnée.
 - *S'agissant de diligences relevant tout autant du conseil en haut de bilan que du conseil en investissement, l'examen de ce critère n'est pas discriminant.*
 3. **L'existence d'une négociation multi ou bilatérale pour la fixation des termes et conditions de l'opération** : si le client confirme qu'il ne souhaite pas particulièrement s'investir dans la conduite des affaires des entreprises cibles, l'investissement à réaliser prend la forme d'une souscription de parts ou actions dans les entreprises offrant leurs titres.
 - *L'examen de ce critère tendrait à considérer qu'il s'agit d'une mission de conseil en investissement.*
 4. **Intuitu personae** : dans la mesure où le client ne souhaite pas s'investir personnellement dans la conduite des affaires des entreprises sélectionnées, il est assez faible (à l'égard des cibles d'investissement envisagées).
 - *L'examen de ce critère tendrait à considérer qu'il s'agit d'une mission de conseil en investissement.*

Il s'agit donc d'une prestation de conseil en investissement et non d'une prestation de conseil en haut de bilan.

Dans l'exercice de qualification qu'il revient au professionnel de conduire aux fins de déterminer si son activité relève du service de conseil en investissement ou de conseil de haut de bilan, les critères ci-dessus exposés doivent être appréciés *in concreto*.

Les termes du contrat conclu entre le conseiller et son client, en particulier l'objet de la mission, la qualité du client, la durée de la mission, son séquençage en différentes phases, le mode de rémunération du conseiller, mais également les diligences effectivement mises en œuvre, la nature des documents préparés par le conseiller à destination de son client ou des tiers le cas échéant, la nature, la fréquence et l'intensité, et la qualité des échanges entre le client et le conseiller, entre le client et ses futurs cocontractants, les éventuels comptes rendus de réunions, etc., sont autant d'indices devant permettre de qualifier en droit la prestation délivrée.

Après avoir qualifié la prestation, le professionnel doit s'assurer qu'il dispose, le cas échéant, de l'agrément ou du statut professionnel adéquat pour la fournir. Il lui revient également d'informer son client de la nature de la prestation qu'il se propose de lui fournir, et de s'assurer ainsi de leur commune intention quant aux prestations que le professionnel entend et peut ou non fournir¹⁸.

¹⁸ [CESR/10-293 : Questions & Réponses – Comprendre la définition de la notion de conseil aux termes de la Directive MIF : \(87\) « \(...\) le CERVM estime qu'une entreprise peut s'organiser en tant qu'entreprise spécialisée dans le haut de bilan et ainsi, ne pas être visée par la Directive](#)

3. CONSEIL EN HAUT DE BILAN ET PLACEMENT NON GARANTI

3.1. Qu'est-ce que le service de placement non garanti ?

Conformément au 7 de l'article D. 321-1 du code monétaire et financier, le service de placement non garanti, visé au 7 de l'article L. 321-1, est défini comme « *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* ».

Comme cela est mentionné dans la position commune de l'AMF (DOC-2012-08) et de l'ACPR (2012-P-02), il se reconnaît ainsi par la présence de deux conditions cumulatives :

- l'existence d'un service rendu à un émetteur ou cédant d'instruments financiers ;
- la recherche, qu'elle soit directe ou indirecte, de souscripteurs ou d'acquéreurs. Cette seconde condition est la résultante de la première dans la mesure où la recherche de souscripteurs ou d'acquéreurs n'est effectuée que pour les besoins du service rendu à l'émetteur ou au cédant.

En tout état de cause, si l'une ou l'autre de ces deux conditions fait défaut, il n'y a pas de service de placement.

Le service de placement non garanti ne peut porter que sur des instruments financiers.

[Le service de placement non garanti ne peut être fourni que par des professionnels régulés¹⁹ que sont les prestataires de services d'investissement \(PSI\)²⁰ et les prestataires de services de financement participatif \(PSFP\).](#)

En cas d'accompagnement d'entreprises pour l'acquisition de participations (majoritaires ou minoritaires), le client n'est ni cédant ni émetteur, il ne recherche ni souscripteurs, ni acquéreurs potentiels.

3.2. Comment distinguer le conseil en haut de bilan du service de placement non garanti

Si le risque de confusion entre les deux services est exclu lorsque le conseiller intervient aux côtés d'un acheteur, il peut se poser lorsque le conseiller intervient aux côtés d'un vendeur : le conseiller en haut de bilan rend un service à un émetteur ou cédant d'instruments financiers (1^{ère} condition caractéristique du service de placement), et au début de sa prestation, il recherche des contreparties pertinentes qui seront, à l'issue de la mission, les souscripteurs ou acquéreurs des instruments financiers émis ou cédés.

Telle qu'évoquée au (1.), la mission de conseil en haut de bilan peut néanmoins être différenciée de celle de placement non garanti. Les principales différences sont les suivantes.

1. **S'agissant des acquéreurs et souscripteurs potentiels** : d Dans le conseil en haut de bilan, comme il a été indiqué, le conseiller accompagne son client dans la recherche d'acquéreurs et de souscripteurs potentiels intéressés par le projet entrepreneurial de son client ; ces nouveaux actionnaires sont notamment des personnes physiques ou morales, entreprises du secteur (concurrents, partenaires-producteurs, partenaires-distributeurs, etc.), ou encore des établissements spécialisés dans le capital-investissement, prêts à s'engager à ses côtés à moyen ou long terme ; celui qui fournit le service de

MIF. Quand une entreprise souhaite s'organiser ainsi, elle doit veiller à ce que sa documentation, sa structure interne, son organisation, son dispositif de formation et son personnel correspondent très clairement aux services qu'elle peut ou ne peut pas exécuter. » [Supervisory briefing de l'ESMA, §106 : "ESMA understands that it is possible for a firm to structure itself as a specialist corporate finance firm and fall outside of the remit of MiFID. When a firm wishes to do so, it must ensure that its documentation, internal structure, organisation, training and personnel are very clear as to what services the firm can and cannot perform."](#)

¹⁹ Sauf exceptions prévues par l'article L. 531-2 du code monétaire et financier.

²⁰ Y compris lorsqu'ils agissent à travers un agent lié.

placement non garanti s'adressera pour le compte de son client soit à des investisseurs professionnels (banques, entreprises d'investissement, sociétés de gestion de portefeuille), soit au public (régime de l'offre au public et ses dérogations²¹), intéressés par la proposition d'investissement et les perspectives de retour sur investissement à plus court terme.

2. **L'existence d'une négociation multi ou bilatérale pour la fixation des termes et conditions de l'opération** : dans le conseil en haut de bilan (*cf. supra*), le client et son futur cocontractant déterminent ensemble les termes et conditions de la transaction à venir, notamment en ce qui concerne les caractéristiques des instruments financiers, ils négocient également la conclusion de pactes statutaires ou extra statutaires régissant leur relation pour l'avenir. A l'inverse, celui qui fournit le service de placement s'engage à rechercher des souscripteurs pour des instruments financiers dont les caractéristiques ont été déterminées (ou sont déterminables) par l'émetteur ou le cédant, de manière à mettre les investisseurs potentiels en mesure de décider d'acheter ou de souscrire lesdits instruments.
3. **L'intuitu personae** très fort en matière de conseil en haut de bilan, est généralement moindre dans le service de placement. L'objectif premier du client et du placeur est alors de faire souscrire le plus grand nombre de titres, par des investisseurs qui n'ont pas vocation à intervenir au quotidien dans la gestion de la société. Le client, sans se désintéresser de l'identité des souscripteurs sélectionnés par le placeur, ne développe généralement pas, en amont de la souscription, de relations particulières avec chacun des souscripteurs listés dans le livre d'ordres. Au contraire, en matière de conseil en haut de bilan, l'objectif du client, accompagné de son conseiller, est de rechercher des acquéreurs et souscripteurs potentiels auxquels il présentera son projet entrepreneurial ou industriel, en amont de toute souscription ou acquisition. Ces acquéreurs et souscripteurs potentiels ont vocation à suivre de près l'évolution de la société et à s'investir dans la gestion de la société (actionnaires actifs, etc.).

Dans l'exercice de qualification qu'il revient au professionnel de conduire aux fins de déterminer si son activité relève du service de placement non garanti ou du conseil en haut de bilan, les critères ci-dessus exposés doivent être appréciés *in concreto*.

Les termes du contrat conclu entre le conseiller et son client, en particulier l'objet de la mission, la qualité du client, la durée de la mission, son séquençement en différentes phases, mais également les diligences effectivement mises en œuvre, la nature des documents préparés par le conseiller à destination de son client ou des tiers le cas échéant, la nature, la fréquence et l'intensité, la qualité des échanges entre le client et le conseiller, entre le client et ses futurs cocontractants, les éventuels comptes-rendus de réunions, etc., sont autant d'indices devant permettre de qualifier en droit la prestation délivrée.

Après avoir qualifié la prestation, le professionnel doit s'assurer qu'il dispose de l'agrément requis le cas échéant pour la fournir. Il lui revient également d'informer son client de la nature de la prestation qu'il se propose de lui fournir, et de s'assurer ainsi de leur commune intention quant aux prestations que le professionnel entend et peut ou non fournir.

²¹ Articles L. 411-1 et suivants du code monétaire et financier.