

PROJET AMF	PROPOSITIONS AMAFI
<p><b>Décision AMF n° 2017-XX - Décision d'acceptation des contrats de liquidité sur titres de capital en tant que pratique de marché admise par l'AMF</b></p> <p>Textes de référence :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Articles 241-6 et 315-69 et du règlement général de l'AMF ;</li> <li>- Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement Européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (Règlement MAR) ;</li> <li>- Règlement délégué (UE) 2016/908 de la Commission du 26 février 2016 complétant le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation sur les critères, la procédure et les exigences concernant l'instauration d'une pratique de marché admise et les exigences liées à son maintien, à sa suppression ou à la modification de ses conditions d'admission (Règlement délégué) ;</li> <li>- Instruction AMF n° 2016-15 portant sur les modalités de déclaration des opérations des émetteurs sur leurs propres actions et des opérations de stabilisation.</li> </ul>	
<p><i>L'AMAFI souhaite rappeler quelques commentaires liminaires, même si elle a eu l'occasion de les faire valoir à différentes reprises au cours des travaux qui conduisent aujourd'hui au projet de décision soumis à consultation (le Projet).</i></p> <p><b>1.</b> <i>Il regrettable et critiquable que l'AEMF ait estimé utile de mener un travail de convergence qui a conduit à la publication fin avril de l'Opinion par rapport à laquelle est essentiellement établi le Projet. D'abord, parce que l'essence même d'une PMA, qui est de tenir compte des spécificités d'un marché, s'oppose à une telle convergence. Ensuite, parce que seuls 5 superviseurs nationaux (voire 4) ont un intérêt en matière de contrat de liquidité, la plupart des autres étant manifestement convaincus que la seule façon d'apporter de la liquidité au marché sans risque véritable d'abus de marché est de recourir à la tenue de marché. Enfin, parce que sur aucun autre marché de l'Union, l'outil du contrat de liquidité n'a une telle intensité, ni une telle antériorité qu'en France, et cela sous l'égide d'une autorité nationale qui n'est soupçnable d'aucune complaisance en matière d'abus de marché.</i></p>	

2. *Il est regrettable et critiquable qu'une Opinion dite « non binding » ne puisse être mise en œuvre par l'AMF qu'au travers d'un texte de portée réglementaire : ce n'est pas de la convergence de supervision qui est effectuée mais en réalité, de la convergence de réglementation pour laquelle l'AEMF n'est dotée d'aucune compétence.*
3. *Il est regrettable que, sans que cet aspect n'ait jamais été discuté, soit remis en cause le dispositif fondé depuis 2001 sur une Charte professionnelle, qui à partir de 2008 a formé le cœur de la PMA AMF.*
4. *Le Projet, tel qu'il résulte des travaux menés depuis fin 2015 avec les services de l'AMF, traduit des améliorations certaines et importantes par rapport aux pistes initialement suivies. Certains points nécessitent toutefois d'être encore approfondis. Pour éviter toute ambiguïté sur la hiérarchie des commentaires et propositions qu'elle formule, l'AMAFI souligne les aspects suivants qu'elle estime prioritaire :*
  - *L'interprétation de l'obligation d'être présent à l'achat et à la vente (art. 4.2 et 4.3) ;*
  - *La capacité à resserrer le spread, non seulement pour les titres illiquides, mais également pour les titres liquides (art. 4.3.b) ;*
  - *L'interprétation de la notion d' « impact significatif » en ce qui concerne les fixings (art. 4.3.c.) ;*
  - *La capacité à effectuer des transactions de blocs aux fins de rééquilibrer les moyens dont dispose le CL sans que ces transactions ne soient décomptées pour le calcul des limites de volume (art. 4.4) ;*
  - *L'impossibilité pratique de fixer des limites de moyens en €, surtout en prévoyant qu'elles ne seront révisables qu'une fois par an (art. 4.6).*
5. *Compte tenu des « améliorations » que le Projet apporte par rapport au contenu de l'Opinion AEMF, le risque souligné à différentes reprises par les services de l'AMF, d'un avis négatif de l'AEMF ne peut aucunement être exclu. Ce risque doit toutefois être pondéré par deux types d'éléments :*
  - *D'un strict point de vue juridique, outre que la convergence réalisée reste discutable sur le principe, l'AEMF ne dispose d'aucune compétence pour imposer à une autorité nationale, le contenu d'une décision réglementaire comme celle que constitue une PMA. Même en matière de supervision, le travail de convergence que réalise l'AEMF ne peut s'imposer que par la publication d'une Orientation, et encore sous réserve de la règle « comply or explain ».*
  - *D'un point de vue opérationnel, l'intensité de la PMA CL en France justifie pleinement l'attention portée par l'AMF à ses conditions de mise en œuvre, étant une nouvelle fois rappelé que l'AMF n'a certainement aucune leçon à recevoir en matière de prévention, de détection et de sanction des abus de marché. Sur ce plan, l'Association estime d'ailleurs regrettable que n'ait pas été réellement examinée sa proposition que les systèmes d'information de l'entreprise de marché véhiculent un identifiant spécifique à l'activité contrat de liquidité, pouvant être reconnu et traité par les outils de surveillance mis en œuvre par l'AMF. Au regard de la qualité et de la sophistication desdits outils de surveillance, qui placent sans doute l'AMF en première ligne par rapport à ses homologues européens, les problématiques de détection et de répression des abus de marché auraient ainsi été prises en compte de façon particulièrement efficace.*

<p>(1) Par décision du jj mm aaaa et conformément à l'article 13 du Règlement MAR, l'AMF a accepté les contrats de liquidité sur titres de capital en tant que pratique de marché admise. Dans les conditions prévues au 4<sup>ème</sup> paragraphe de l'article 13 du règlement précité, la pratique de marché a fait l'objet d'un avis de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) publié sur son site internet le jj mm aaaa. La présente décision se substitue à la position AMF DOC-2011-07 relative aux contrats de liquidité sur actions.</p>	
<p>(2) Conformément à l'article 13 du Règlement MAR, l'interdiction prévue à l'article 15 du même règlement ne s'applique pas aux activités visées à l'article 12, paragraphe 1, point a), sous réserve que la personne qui effectue une transaction, passe un ordre ou adopte tout autre comportement établisse que cette transaction, cet ordre ou ce comportement répond à des raisons légitimes, et est conforme à la présente décision. À titre de rappel, les activités visées à l'article 12, paragraphe 1, point a) du Règlement MAR consistent à effectuer une transaction, passer un ordre ou adopter tout autre comportement qui :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- donne ou est susceptible de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier, d'un contrat au comptant sur matières premières qui lui est lié ou d'un produit mis aux enchères sur la base des quotas d'émission ; ou</li> <li>- fixe ou est susceptible de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers.</li> </ul>	
<p>(3) Les interventions réalisées dans le cadre de l'animation du marché des titres de capital d'un émetteur qui ne respectent pas les conditions énoncées dans la présente décision ne sont pas interdites mais ne bénéficient pas de la dérogation prévue à l'article 13 du Règlement MAR.</p>	<p>(3) Les interventions réalisées, <u>dans les conditions de l'article premier, pour animer le</u> marché des titres de capital d'un émetteur qui ne respectent pas les conditions énoncées dans la présente décision ne sont pas interdites mais ne bénéficient pas de la dérogation prévue à l'article 13 du Règlement MAR.</p>
<p><i>Modification rédactionnelle pour assurer qu'il n'y ait pas d'ambiguïté sur la portée des termes « animation de marché », ici utilisés.</i></p>	

<p>(4) En vue de faciliter l'adaptation des contrats de liquidité existants avant le jj mm aaaa (<u>date d'entrée en application de la Décision, soit 3 mois après la publication de l'avis de l'ESMA</u>), les émetteurs et les prestataires de services d'investissement concernés peuvent maintenir les contrats et les mettre en œuvre jusqu'à leur échéance ou la date de leur reconduction sous réserve qu'ils y apportent les modifications nécessaires et se conforment à l'ensemble des conditions prévues par la Décision dans un délai d'un an suivant son entrée en application.</p>	<p><del>(4) En vue de faciliter l'adaptation des contrats de liquidité existants avant le jj mm aaaa (<u>date d'entrée en application de la Décision, soit 3 mois après la publication de l'avis de l'ESMA</u>), les émetteurs et les prestataires de services d'investissement concernés peuvent maintenir les contrats et les mettre en œuvre jusqu'à leur échéance ou la date de leur reconduction sous réserve qu'ils y apportent les modifications nécessaires et se conforment à l'ensemble des conditions prévues par la Décision dans un délai d'un an suivant son entrée en application.</del></p>
<p><i>Telle que rédigée, cette disposition n'a pas d'utilité. Quelle est en effet l'intérêt de prévoir la possibilité de maintenir les contrats en cours s'il faut de toutes les façons y « apporter les modifications nécessaires » ? Si de telles modifications ne s'imposent pas, c'est que les contrats n'ont aucunement besoin d'être adaptés, et donc que la précision n'apporte rien. Le véritable enjeu est le délai de mise en application de la décision, 3 mois étant un délai trop court alors qu'un peu plus de 400 contrats sont concernés (v. en ce sens art. 10).</i></p> <p><i>Seule l'introduction d'une véritable clause de grand-père présenterait un intérêt. L'enjeu serait de permettre aux émetteurs de poursuivre la mise en œuvre du contrat de liquidité jusqu'au renouvellement, par l'assemblée générale, de l'autorisation de rachat en vertu de laquelle le contrat est mis en œuvre.</i></p>	
<p style="text-align: center;"><b>CHAPITRE I</b> <b>DISPOSITIONS GENERALES</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Article premier</b> <b>Description de la pratique de marché</b></p> <p>Toute société (l'Émetteur) dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé au sens de l'article L.421-1 du code monétaire et financier ou sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1 du règlement général de l'AMF (SMNO) peut conclure un contrat de liquidité avec un prestataire de services d'investissement autre qu'une société de gestion de portefeuille.</p> <p>Le contrat de liquidité est mis en œuvre dans le cadre d'un programme de rachat d'actions autorisé par l'assemblée générale de l'Émetteur conformément aux dispositions de l'article L.225-209 du code de commerce.</p>	

<p>Le contrat de liquidité définit les conditions dans lesquelles le prestataire de services d'investissement anime le marché du titre sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation mentionné au 1<sup>er</sup> alinéa en intervenant à l'achat et à la vente pour le compte de l'Émetteur dans le respect d'un principe d'indépendance vis-à-vis de ce dernier, pour :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- favoriser la liquidité du marché et la régularité des cotations des titres de capital de l'Émetteur ;</li> <li>- éviter des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché.</li> </ul> <p>Pour assurer l'animation du marché de son propre titre, l'Émetteur ne peut confier la gestion de son contrat de liquidité qu'à un seul prestataire de service d'investissement et ne peut recourir à un autre dispositif que le contrat de liquidité.</p> <p>Le contrat de liquidité respecte les principes énoncés dans la charte de déontologie annexée à la présente décision.</p>	<p><del>Le contrat de liquidité respecte les principes énoncés dans la charte de déontologie annexée à la présente décision.</del></p>
<p><i>Il ne peut y avoir de Charte alors que tout est réglé par la Décision. L'AMAFI regrette que, sans cela n'ait jamais été discuté, ne soit pas maintenu le dispositif actuel articulé sur une Charte AMAFI élaborée en concertation avec le régulateur.</i></p> <p><i>Cette modification plaide en tout état de cause pour l'introduction d'une clause de grand-père alors que la rédaction de certaines résolutions soumises à l'approbation des actionnaires peut faire référence à la Charte AMAFI dans la description de l'objectif de liquidité.</i></p>	
<p style="text-align: center;"><b>CHAPITRE II</b> <b>CRITERES D'ACCEPTABILITE DE LA PRATIQUE DE MARCHE ADMISE</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Article 2</b> <b>Transparence vis-à-vis du public</b></p> <p>1. En tant que bénéficiaire de la pratique de marché admise, l'Émetteur respecte des obligations de transparence à l'égard du public.</p>	

2. Préalablement à la mise en œuvre du contrat de liquidité, l'Émetteur informe le public de :

- l'identité du prestataire de services d'investissement chargé de la mise en œuvre du contrat de liquidité ;
- la liste des titres de capital concernés ;
- la date à laquelle le contrat de liquidité sera mis en œuvre et les situations ou conditions conduisant à son interruption temporaire, à sa suspension ou à sa suppression ;
- la plate-forme de négociation sur lesquelles les transactions seront effectuées (« le marché concerné ») ;
- les moyens financiers, et le cas échéant le nombre d'actions, affectés au contrat.

L'Émetteur publie les informations selon les modalités prévues à l'article 221-3 du règlement général de l'AMF. Il est dispensé de la publication si le rapport annuel, le document de référence ou le document de base qu'il a établi comprend l'intégralité des informations requises et est rendu public avant la mise en œuvre du contrat de liquidité.

Toute modification des informations publiées précédemment sur le contrat de liquidité est rendue publique dès que possible selon les modalités prévues à l'article 221-3 du règlement général de l'AMF.

- la date à laquelle le contrat de liquidité sera mis en œuvre et les situations ou conditions conduisant ~~à son interruption temporaire~~, à sa suspension ~~ou à sa suppression~~ ;

*Modification alors que :*

- *l'« interruption temporaire » ne se distingue pas de la « suspension » ;*
- *la « suspension » n'a de sens que pour autant qu'il s'agit de cas prédéterminés qui ne remettent pas en cause le principe d'indépendance du PSI et qu'ils ne sont pas couverts par les cas prévus à l'article 5 ;*
- *le terme « suppression » est impropre et que la « cessation » est évoquée par ailleurs (art. 2-4).*

3. Pendant la mise en œuvre du contrat de liquidité, l'émetteur informe le public semestriellement :

- i. du bilan de la mise en œuvre du contrat de liquidité en précisant les moyens en titres et en espèces disponibles à la date du bilan et à la signature du contrat ;
- ii. du nombre de transactions exécutées à l'achat d'une part et à la vente d'autre part ;
- iii. du volume échangé à l'achat d'une part et à la vente d'autre part, en nombre de titres et en capitaux.

Les informations publiées au titre du i à iii sont publiées dans le mois suivant l'échéance semestrielle sur le site internet de l'Émetteur et sont tenues à la disposition du public pendant 5 ans. Les informations publiées au titre du ii et iii rendent compte de façon agrégée, et pour chaque journée de négociation du semestre écoulé, de la mise en œuvre du contrat de liquidité.

3. Pendant la mise en œuvre du contrat de liquidité, l'Émetteur informe le public semestriellement :

*La lourdeur et, surtout, l'inutilité en termes d'information de marché de la publication agrégée par journée de négociation ont été soulignées à diverses reprises par l'Association.*

4. Lorsqu'il est mis fin au contrat de liquidité, l'Émetteur informe le public :

- du fait que le contrat de liquidité a cessé d'être mis en œuvre ;
- de la manière dont le contrat de liquidité a été mis en œuvre ;
- de la raison ou de la cause de la cessation du contrat de liquidité.

Ces informations sont rendues publiques dès que possible selon les modalités prévues à l'article 221-3 du règlement général de l'AMF.

*Le peu d'intérêt de l'information sur la raison ou la cause de la cessation du CL a été relevé à différentes reprises par l'Association. En pratique, il faut être conscient que la raison invoquée sera vraisemblablement toujours « l'émetteur considère que le maintien du contrat ne s'impose plus au regard des conditions actuelles de fonctionnement du marché ». Dans ce cadre, il doit être assuré que le transfert du CL chez un autre PSI ne peut être assimilé à une cessation du CL : en tel cas, on ne voit pas en effet ce qui motiverait une information qui, étant publique, romprait le principe de secret des affaires.*

**Article 3**  
**Transparence vis-à-vis de l'AMF**

**1.** Avant la mise en œuvre du contrat de liquidité, l'Émetteur communique à l'AMF la copie du contrat de liquidité.

**2.** Pendant la mise en œuvre du contrat de liquidité, l'Émetteur communique à l'AMF :

- les informations rendues publiques au titre du paragraphe 3 de l'article 2 ;
- un compte-rendu mensuel des transactions réalisées conformément aux dispositions de l'article L.225-212 du code de commerce selon les modalités prévues au II de l'article 241-4 du règlement général de l'AMF.

**3.** Lorsqu'il est mis fin au contrat de liquidité, l'Émetteur communique à l'AMF les informations rendues publiques au titre du 4 de l'article 2.



**Article 4**

**Garanties préservant le libre jeu des forces du marché  
et une interaction adéquate entre offre et demande**

1. Le prestataire de services d'investissement mettant en œuvre un contrat de liquidité :

- i. est membre du marché sur lequel il réalise les opérations d'animation du marché pour le compte de l'Émetteur. Il intervient sur le marché concerné sous sa propre identité de négociation ;
- ii. tient et conserve, pendant au moins 5 ans, un registre des ordres et des transactions relatifs au contrat de liquidité ;
- iii. dispose et applique des procédures permettant d'identifier immédiatement les ordres et les transactions se rapportant à la mise en œuvre du contrat de liquidité ;
- iv. dispose des ressources nécessaires pour contrôler la conformité des opérations au regard des dispositions de la Décision.

*L'obligation d'être membre du marché oblige deux animateurs qui n'ont pas aujourd'hui pas cette qualité, à modifier leur dispositif d'intervention. L'un d'entre eux, qui a déjà lancé la procédure, ne pourra toutefois être prêt avant la fin du 3<sup>ème</sup> trimestre 2018. Il est important que la décision prenne en compte cet élément (v. infra art. 10).*

2. Les ordres émis visent à apporter de la liquidité aux participants du marché sans entraver une tendance de fond du marché et, le cas échéant, à favoriser la régularité des cotations des titres de capital de l'Émetteur sur le marché concerné. Pour satisfaire ces exigences, le prestataire de services d'investissement, en tenant compte de la nécessité de maintenir une provision de titres et d'espèces dans le compte de liquidité pour animer le marché, est présent à l'achat et la vente sur la plate-forme de négociation visée à l'article 1<sup>er</sup> dans des conditions normales de marché.

3. Le prestataire de services d'investissement n'émet pas d'ordre ayant pour effet de provoquer un écart de cours non justifié par la tendance constatée sur le marché. Pour limiter ce risque, les interventions sur le marché concerné sont soumises à des restrictions de négociation en termes de volumes (3.a) et de prix (3.b), et pendant les périodes de détermination d'une enchère (3.c).

Ces conditions de négociation sont appréciées au regard des conditions de marché de la plate-forme sur laquelle le contrat de liquidité est mis en œuvre, y compris lorsque l'action est négociée sur plusieurs plates-formes.

2. Les ordres émis visent à apporter de la liquidité aux participants du marché sans entraver une tendance de fond du marché et, le cas échéant, à favoriser la régularité des cotations des titres de capital de l'Émetteur sur le marché concerné. Pour satisfaire ces exigences, et sauf limites contractuelles posées par l'Émetteur, le prestataire de services d'investissement, en tenant compte de la nécessité de maintenir une provision de titres et d'espèces dans le compte de liquidité pour animer le marché, est présent à l'achat et la vente sur la plate-forme de négociation visée à l'article 1<sup>er</sup> dans des conditions normales de marché.

*L'obligation d'être « présent à l'achat et à la vente » est contreproductive et traduit une méconnaissance certaine par l'AMF des problématiques liées au contrat de liquidité alors que fournir de la liquidité n'oblige pas nécessairement à être présent simultanément à l'achat et à la vente à l'instar d'un teneur de marché : il s'agit seulement de compenser les déséquilibres entre acheteurs et vendeurs qui sont inhérents au fonctionnement d'un marché par les ordres. C'est particulièrement vrai pour les grosses capitalisations et le maintien de cette obligation de présence augmente significativement les risques de pertes financières sur les moyens alloués.*

*Lors des discussions, conscients de cette difficulté, les services de l'AMF ont souligné que l'obligation d'être « présent à l'achat et à la vente » ne constituait pas une réelle contrainte dès lors qu'il restait possible, sur le côté de la fourchette où l'apport de liquidité ne présente pas d'enjeu, de positionner des ordres tellement éloignés de la limite pouvant intéresser les investisseurs que ceux-ci ne seront jamais exécutés. Cette interprétation a été rappelée lors de la CC Marché de fin novembre.*

*Pour que cette réponse soit adaptée, il faut néanmoins que l'exigence de ne pas émettre « d'ordre ayant pour effet de provoquer un écart de cours non justifié par la tendance constatée sur le marché » ne puisse être interprétée comme s'opposant à cette possibilité. Il est donc indispensable que l'AMF confirme ce point.*

*Il faut par ailleurs rappeler que la capacité d'intervention du contrat de liquidité peut être limitée contractuellement par l'Émetteur, notamment au regard des décisions prises par son assemblée générale. Cet aspect doit être pris en compte.*

### 3.a. Restrictions en termes de volume

Le prestataire de services d'investissement, au-delà d'un seuil de 20 000 € sur les interventions cumulées au cours d'une même journée de négociation, n'achète ni ne vend sur une journée de négociation plus d'un certain pourcentage du volume quotidien moyen des titres de capital échangés sur le marché sur lequel le contrat de liquidité est mis en œuvre.

Le prestataire de services d'investissement, au-delà d'un seuil de 20 000 € sur les interventions cumulées au cours d'une même journée de négociation, à l'achat d'une part, et à la vente d'autre part, n'achète ou ne vend sur une journée de négociation plus d'un certain pourcentage du volume quotidien moyen des titres de capital échangés sur le marché sur lequel le contrat de liquidité est mis en œuvre.

*Modification de cohérence avec le reste du paragraphe pour assurer que la limite de 20.000 € se calcule distinctement sur les achats d'une part, les ventes d'autre part.*

*Il est rappelé par ailleurs qu'un seuil en € ne correspond pas aux pratiques de marché où tous les ordres sont exprimés en nombre de titres.*

Ce pourcentage est fixé, à l'achat et à la vente, en fonction du niveau de liquidité du titre de capital concerné sur la plate-forme de négociation. Il résulte de la division de la contrevaieur du cumul des transactions à l'achat d'une part, et à la vente d'autre part, effectuées dans le cadre du contrat de liquidité par la contrevaieur du volume moyen des titres de capital échangés au cours des 20 précédentes journées de négociation sur le marché concerné :

- pour les titres de capital non liquides ne respectant pas les exigences de liquidité applicables aux actions, définies à l'article 22 du règlement (CE) N° 1287/2006 de la Commission du 10 août 2006, le pourcentage est plafonné à 25% ;
- pour les titres de capital liquides respectant les exigences de liquidité applicables aux actions, définies à l'article 22 du règlement (CE) N° 1287/2006 de la Commission du 10 août 2006 et n'entrant pas dans la composition du principal indice boursier national déterminé par l'AMF, le pourcentage est plafonné à 15% ;
- pour les titres de capital très liquides, à savoir ceux respectant les exigences de liquidité applicables aux actions, définies à l'article 22 du règlement (CE) N° 1287/2006 de la Commission du 10 août 2006 et entrant dans la composition du principal indice boursier national déterminé par l'AMF, le pourcentage est plafonné à 5%.

Ce pourcentage est fixé, à l'achat et à la vente, en fonction du niveau de liquidité du titre de capital concerné sur la plate-forme de négociation. Il résulte de la division de la contrevaieur du cumul des transactions à l'achat d'une part, et à la vente d'autre part, effectuées dans le cadre du contrat de liquidité par la contrevaieur du volume moyen des titres de capital échangés au cours des 30 précédentes journées de négociation sur le marché concerné :

*Le calcul des limites, non pas en cumulant achats et ventes, mais séparément sur chaque branche, est une évolution importante de nature à résoudre nombre de difficultés mises en lumière par le travail statistique de l'Association.*

*Conformément à ce qu'indique la note des services de l'AMF, la période de calcul est sur 30 jours de bourse, et non 20.*

Pour l'application des dispositions des paragraphes 3.a, 3b et 6 de l'article 4, l'émetteur de titres de capital liquides peut, après en avoir informé l'AMF et le public dans les conditions mentionnées à l'article 2, opter pour le régime applicable aux émetteurs de titres de capital non liquides.

Dans les mêmes conditions, l'émetteur de titres de capital non liquides peut opter pour le régime applicable aux émetteurs de titres de capital liquides.

*La capacité d'opter pour passer du régime des titres liquides à celui des titres illiquides, est en pratique assez illusoire si les limites de moyens sont maintenues en l'état. Il faut en effet prendre en compte que sur les 71 valeurs du segment liquides, seules 2 ont moins de 1 M€ de moyens ; 5 entre 1 et 2 M€ ; 10 entre 2 et 3 M€.*

*La capacité de passer du régime des titres illiquides à celui des titres liquides peut être plus intéressante mais se heurte au fait que les limites de prix sont moins souples. D'où la nécessité que, de ce point de vue, titres liquides et titres illiquides, soient traités similairement (v. infra art. 4.3.b).*

### 3.b. Restrictions en termes de prix

En dehors du cadre d'un dispositif de valorisation prévu par les règles d'organisation et de fonctionnement du marché concerné, le prestataire de services d'investissement envoie des ordres d'achat ou de vente respectant les limites de prix mentionnées ci-après :

- la limite de prix des ordres d'achat ne doit pas être supérieure à la plus élevée des deux valeurs suivantes : le prix de la dernière opération indépendante ou l'offre d'achat indépendante actuelle la plus élevée ;
- la limite de prix des ordres de vente ne doit pas être inférieure à la moins élevée des deux valeurs suivantes : le prix de la dernière opération indépendante ou l'offre de vente indépendante actuelle la moins élevée.

Pour les titres de capital non liquides au sens de l'article 3.a, la limite de prix peut déroger au (i) et (ii) à condition que l'ordre correspondant vise à réduire l'écart entre la meilleure offre de prix à l'achat et la meilleure offre de prix à la vente.

Pour les titres de capital liquides et non liquides au sens de l'article 3.a, la limite de prix peut déroger au (i) et (ii) à condition que l'ordre correspondant vise à réduire l'écart entre la meilleure offre de prix à l'achat et la meilleure offre de prix à la vente.

La dispersion des valeurs comprises dans le segment liquide rend particulièrement utile la capacité à réduire le spread également pour ces valeurs. Beaucoup de titres composant le bas du SBF 120 connaissent les mêmes problématiques que les titres illiquides.

### 3.c. Restrictions pendant les périodes de détermination d'une enchère (fixing)

Le prestataire de services d'investissement n'émet pas d'ordre pendant les périodes de détermination d'une enchère dont la limite de prix a un impact significatif sur le cours résultant de l'enchère. Si l'action concernée est exclusivement négociée par voie d'enchère, le prestataire de services d'investissement veille à ne pas émettre d'ordre entravant la tendance de fond du marché.

Le prestataire de services d'investissement n'émet pas d'ordre pendant les périodes de détermination d'une enchère dont la limite de prix a un impact significatif sur le cours résultant de l'enchère qu'il ne pouvait ignorer. Si l'action concernée est exclusivement négociée par voie d'enchère, le prestataire de services d'investissement veille à ne pas émettre d'ordre entravant la tendance de fond du marché.

Il est rappelé que le PSI n'a pas de maîtrise du déroulement du fixing, notamment au regard des ordres issus d'algorithmes. La notion d' « impact significatif » est donc particulièrement sensible : il faut assurer qu'elle est entendue comme n'englobant que les ordres dont le PSI ne pouvait ignorer qu'ils auraient un tel impact.

4. Le prestataire de services d'investissement ne peut effectuer une transaction de bloc en-dehors du carnet d'ordre central du marché concerné que dans les situations exceptionnelles prédéterminées par le contrat de liquidité et si la transaction est rapportée au marché dans les conditions prévues par les règles d'organisation et de fonctionnement de la plate-forme.

4. Le prestataire de services d'investissement peut effectuer une transaction de bloc en-dehors du carnet d'ordre central du marché concerné lorsque cette transaction est effectuée en rééquilibrage des moyens espèces et titres dont il dispose. Cette transaction n'est alors pas prise en compte pour le calcul des limites de volume fixées à l'article 4.3.a.

En dehors de cette situation, le prestataire de services d'investissement ne peut effectuer une transaction de bloc en-dehors du carnet d'ordre central du marché concerné que dans les situations **exceptionnelles** prédéterminées par le contrat de liquidité et si la transaction est rapportée au marché dans les conditions prévues par les règles d'organisation et de fonctionnement de la plate-forme.

Les transactions de blocs sont un moyen important et souvent indispensable pour rééquilibrer les moyens dont dispose le CL, et assurer ainsi qu'il puisse mener son action dans la durée. Il faut donc éviter que les transactions réalisées à cette fin ne soient décomptées pour calculer les limites de volume. Par ailleurs, les raisons conduisant à limiter la possibilité de faire d'autres transactions de blocs dans les seules situations « exceptionnelles » n'apparaissent pas clairement alors que celles-ci doivent en tout état de cause être prédéterminées par le contrat

5. Le prestataire de services d'investissement agit sur le marché indépendamment de l'Émetteur, sans être soumis aux instructions, aux informations ou à l'influence de ce dernier quant aux modalités, au moment, au volume ou au prix de ses interventions. Lorsque le prestataire de services d'investissement, compte tenu de sa taille, ne peut assurer l'indépendance des collaborateurs en charge de l'exécution des contrats ni par la séparation physique des équipes d'animation et de négociation, ni par leur rattachement hiérarchique à une activité autre que celle de négociation, il identifie les cas de conflits d'intérêts potentiels et met en place des mesures appropriées pour les gérer.

Le collaborateur, en charge de l'exécution du contrat, ne peut exécuter, en dehors du contrat, aucun ordre sur les titres de capital de l'Émetteur.

6. Les ressources en espèces ou en instruments financiers allouées par un Émetteur à la mise en œuvre d'un contrat de liquidité sont proportionnées et adaptées aux objectifs du contrat et tiennent compte de la liquidité du marché de l'action concernée. Elles ne peuvent dépasser :

- pour les titres de capital non liquides au sens du 3.a du présent article, plus de 500% du volume de transaction quotidien moyen observé sur la plate-forme de négociation visée à l'article 2 au cours des 30 précédentes journées de négociation ou 1% de la capitalisation boursière de l'Émetteur, sans dépasser un plafond d'1 million d'euros ;
- pour les titres de capital liquides au sens du 3.a du présent article, plus de 200% du volume de transaction quotidien moyen observé sur la plate-forme de négociation visée à l'article 2 au cours des 30 précédentes journées de négociation sans dépasser un plafond de 20 millions d'euros ;
- pour les titres de capital très liquides au sens du 3.a du présent article, plus de 100% du volume de transaction quotidien moyen observé sur la plate-forme de négociation visée à l'article 2 au cours des 30 précédentes journées de négociation sans dépasser un plafond de 50 millions d'euros.

Ces limites sont appréciées sur la base des données de marché à la date de la signature du contrat et sont réexaminées lors de l'échéance du contrat et de sa reconduction. Lorsque les ressources allouées au contrat de liquidité doivent être diminuées, le réajustement peut être réalisé dans un délai n'excédant pas 6 mois suivant sa reconduction.

- pour les titres de capital non liquides au sens du 3.a du présent article, plus de 500% du volume de transaction quotidien moyen observé sur la plate-forme de négociation visée à l'article 2 au cours des 30 précédentes journées de négociation ou 1% de la capitalisation boursière de l'Émetteur, ~~sans dépasser un plafond d'1 million d'euros~~ ;
- pour les titres de capital liquides au sens du 3.a du présent article, plus de 200% du volume de transaction quotidien moyen observé sur la plate-forme de négociation visée à l'article 2 au cours des 30 précédentes journées de négociation ~~sans dépasser un plafond de 20 millions d'euros~~ ;
- pour les titres de capital très liquides au sens du 3.a du présent article, plus de 100% du volume de transaction quotidien moyen observé sur la plate-forme de négociation visée à l'article 2 au cours des 30 précédentes journées de négociation ~~sans dépasser un plafond de 50 millions d'euros~~.

~~Ces limites sont appréciées sur la base des données de marché à la date de la signature du contrat et sont réexaminées lors de l'échéance du contrat et de sa reconduction.~~ Lorsque les ressources allouées au contrat de liquidité doivent être diminuées, le réajustement peut être réalisé dans un délai n'excédant pas 6 mois suivant sa reconduction.

*Le maintien de plafond en € n'a pas de sens au regard de la dispersion des valeurs dans chaque segment. Les statistiques produites par l'AMAFI mettent ainsi en lumière qu'à fin 2016 :*

- Pour les valeurs illiquides, la capitalisation s'étend de 2,6 M€ à 6.605 M€,
- Pour les valeurs liquides, la capitalisation s'étend de 573 M€ à 41.172 M€,
- Pour les valeurs très liquides, la capitalisation s'étend de 8.081 M€ à 99.267 M€,

*Ces limites ont d'autant moins de sens qu'elles ne sont appréciables qu'une fois par an, alors que pendant la même période, il n'est pas rare qu'une capitalisation évolue à la hausse ou à la baisse de 50 %. Il est rappelé qu'en tout état de cause toute réévaluation des moyens fait l'objet d'une information publique (v. art. 2.2.).*



<p>Les ressources allouées par un Émetteur sont destinés exclusivement à la mise en œuvre du contrat de liquidité. Les espèces et les titres figurant dans le compte de liquidité présentent en toutes circonstances un solde créditeur.</p>	
<p>7. Lorsque le titre de capital de l'Émetteur change de catégorie au sens du paragraphe 3.a, l'Émetteur et le prestataire de services d'investissement prennent les mesures nécessaires pour tenir compte des changements affectant la mise en œuvre du contrat de liquidité. Lorsque les ressources allouées au contrat de liquidité doivent être diminuées, le réajustement des ressources peut être réalisé dans un délai n'excédant pas 6 mois suivant le changement de catégorie. L'Émetteur informe le public dès que possible selon les modalités prévues à l'article 221-3 du règlement général de l'AMF.</p>	<p>7. Lorsque le titre de capital de l'Émetteur change de catégorie au sens du paragraphe 3.a, l'Émetteur et le prestataire de services d'investissement prennent les mesures nécessaires pour tenir compte des changements affectant la mise en œuvre du contrat de liquidité. Lorsque les ressources allouées au contrat de liquidité doivent être diminuées, le réajustement des ressources peut être réalisé dans un délai n'excédant pas 6 mois suivant le changement de catégorie, <u>sauf accord particulier de l'AMF</u>. L'Émetteur informe le public dès que possible selon les modalités prévues à l'article 221-3 du règlement général de l'AMF.</p>
<p><i>Il existe des situations dans lesquelles il n'est pas possible de vendre les titres sans entraîner un mouvement de baisse disproportionnée. Il faut que ces situations puissent être gérées par accord particulier avec l'AMF.</i></p>	
<p style="text-align: center;"><b>Article 5</b> <b>Impact sur bon fonctionnement du marché</b></p> <p>Toute opération réalisée dans le cadre du contrat de liquidité :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- intervient pendant la séance de bourse, selon les mécanismes de négociation du marché concerné et conformément à ses règles d'organisation et de fonctionnement ;</li> <li>- n'influe sur le processus de formation des prix que pour prévenir des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché ;</li> <li>- fait l'objet d'une publicité dans les conditions prévues à l'article 3.</li> </ul>	

<p>L'exécution du contrat de liquidité est suspendue :</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- pendant la réalisation de mesures de stabilisation au sens du règlement (UE) No 596/2014 du Parlement Européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché. La suspension du contrat de liquidité intervient à compter de l'admission aux négociations des titres concernés par les mesures de stabilisation jusqu'à la publication des informations mentionnées à l'article 6 paragraphe 3 du règlement délégué (UE) 2016/1052 ;</li><li>- Pendant une offre publique ou en période de pré-offre et jusqu'à la clôture de l'offre, lorsque l'Émetteur est l'initiateur de l'offre ou lorsque les titres de l'Émetteur sont visés par l'offre.</li></ul>	
<p style="text-align: center;"><b>Article 6</b> <b>Risques pour l'intégrité des marchés liés</b></p> <p>Pour prévenir tout risque pour l'intégrité des marchés directement ou indirectement liés, sur lesquels se négocie le titre de capital concerné, l'Émetteur veille à ce que :</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- le prestataire de services d'investissement enregistre les transactions dans un compte d'instruments financiers ouvert à cet effet (« Compte de liquidité ») dans ses livres ou dans ceux d'un prestataire de services d'investissement fournissant le service de tenue de compte et de conservation ;</li><li>- la rémunération du prestataire de services d'investissement soit fixe. Elle peut comprendre une part variable si son montant ne dépasse pas 15% de la rémunération totale et si elle n'induit pas un comportement préjudiciable à l'intégrité du marché ou à son bon fonctionnement.</li></ul>	

<p style="text-align: center;"><b>Article 7</b> <b>Enquête ou contrôle sur la pratique de marché</b></p> <p>La conclusion de toute enquête ou de tout contrôle susceptible de remettre en cause les contrats de liquidité en tant que pratique de marché admise par l'AMF est portée à la connaissance de l'AEMF.</p>	
<p style="text-align: center;"><b>Article 8</b> <b>Caractéristiques structurelles du marché</b></p> <p>Les interventions du prestataire de service d'investissement permettent aux investisseurs non-professionnels d'augmenter la possibilité de trouver une contrepartie sur le marché.</p>	<p style="text-align: center;"><del><b>Article 8</b></del> <del><b>Caractéristiques structurelles du marché</b></del></p> <p><del>Les interventions du prestataire de service d'investissement permettent aux investisseurs non-professionnels d'augmenter la possibilité de trouver une contrepartie sur le marché.</del></p>
<p><i>Cette disposition constitue une caractéristique intrinsèque du CL mais elle ne peut constituer pour autant une obligation du PSI. Le fonctionnement même du carnet d'ordres lui interdit en effet de déterminer a priori face à quelles contreparties les ordres qu'il place sont exécutés.</i></p>	

### Article 9 Dispositions transitoires

Pendant une durée de deux ans à compter de la date d'entrée en application de la Décision, le prestataire de services d'investissement peut déroger aux dispositions mentionnées aux paragraphes 3.a et 3.b de l'article 3 si le contrat de liquidité porte sur des titres de capital non liquides ou liquides, et sous réserve du respect des conditions suivantes :

- i. le prestataire de services d'investissement documente, pour chaque journée de négociation, la justification ayant conduit à considérer que le recours à la dérogation a été nécessaire pour ne pas compromettre la bonne mise en œuvre du contrat de liquidité et n'a altéré pas le fonctionnement ordonné du marché du titre concerné ;
- ii. le prestataire de services d'investissement fournit sans délai à l'AMF un état de synthèse des recours à la dérogation et la documentation mentionnée au (i).

Pendant une durée de deux ans à compter de la date d'entrée en application de la Décision, l'émetteur peut déroger aux dispositions mentionnées au paragraphe 6 de l'article 3 si le contrat de liquidité porte sur des titres de capital non liquides ou liquides, et sous réserve du respect des conditions suivantes :

- i. l'Emetteur documente la justification ayant conduit à considérer que le recours à la dérogation est nécessaire à la bonne mise en œuvre du contrat de liquidité ;
- ii. L'Emetteur informe préalablement l'AMF et informe le public du recours à la dérogation dans les conditions prévues à l'article 3.

1. Pendant une durée de deux ans à compter de la date d'entrée en application de la Décision, le prestataire de services d'investissement peut déroger aux dispositions mentionnées aux paragraphes 3.a et 3.b de l'article 4 si le contrat de liquidité porte sur des titres de capital non liquides ou liquides, et sous réserve du respect des conditions suivantes :

- ii. le prestataire de services d'investissement fournit dans les meilleurs délais, à sa demande, à l'AMF un état de synthèse des recours à la dérogation et la documentation mentionnée au (i).

2. Pendant une durée de deux ans à compter de la date d'entrée en application de la Décision, l'émetteur peut déroger aux dispositions mentionnées au paragraphe 6 de l'article 4 si le contrat de liquidité porte sur des titres de capital non liquides ou liquides, et sous réserve du respect des conditions suivantes :

- ii. L'Emetteur informe préalablement l'AMF et informe le public du recours à la dérogation dans les conditions prévues à l'article 4.3.a.

*Pour éviter toute ambiguïté, il faut scinder l'article, celui ne pouvant comporter deux i et deux ii. Par ailleurs, correction de trois références.*

*En outre, le nouveau 1.ii. doit indiquer que l'état de synthèse est produit à la demande de l'AMF. Cette production doit avoir lieu « dans les meilleurs délais » dès lors qu'il s'agit d'un état ad hoc pour lequel aucune périodicité n'est prévue.*

**Article 10**  
**Entrée en application**

La présente décision est applicable à partir du jj mm aaaa.

La présente décision est applicable à partir du jj mm aaaa, sauf en ce qui concerne l'obligation d'être membre du marché qui prend effet le jj mm aaaa [3 mois plus tard].

*La date d'entrée en vigueur doit être reportée de 6 mois, et de 3 mois de plus en ce qui concerne l'obligation d'être membre du marché.*