

CONTRAT-TYPE AMAFI DE LIQUIDITE

COMMENTAIRES

1. L'entrée en application, le 3 juillet 2016, du Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (MAR) a conduit l'Autorité des marchés financiers, conformément à l'article 13 de MAR, à instaurer les **contrats de liquidité sur titres de capital** en tant que **pratique de marché admise par décision AMF n° 2018-01 du 2 juillet 2018** (la [Décision AMF](#)). La Décision AMF est applicable à compter du 1^{er} janvier 2019. Elle se substitue, à cette date, à la pratique de marché admise AMF n° 2011-07 relative au contrat de liquidité.

2. Dans les conditions prévues à l'article 13.4 de MAR, la pratique de marché admise (la PMA) instaurée par la Décision AMF 2018 a fait l'objet, au préalable, d'un avis de l'Autorité européenne des marchés financiers (l'ESMA) publié sur son site internet le 11 avril 2018 ([ESMA 70-145-442 - Opinion on AMF AMP on liquidity contracts](#)). En application de l'article 13.5 de MAR, l'AMF a publié une note sur son site internet dans laquelle sont exposés en détail les motifs de sa Décision, en particulier les raisons pour lesquelles la pratique de marché admise ne risque pas d'altérer la confiance du marché ([Contrats de liquidité - Note explicative de la décision de l'AMF d'instaurer une pratique de marché admise](#)).

3. La PMA issue de la Décision AMF s'insère dans la continuité de la pratique antérieure des contrats de liquidité, tout en ayant fait l'objet d'un certain nombre de modifications significatives. Du fait de ces modifications, l'AMAFI a décidé d'actualiser son Contrat-type de liquidité publié, à l'origine, en 2000 puis modifié ensuite à quatre reprises (*v. infra § 31 et s.*) avant qu'une nouvelle version ne soit publiée le 26 novembre 2018, puis republiée (sans modification¹) le 15 janvier 2019 afin d'assurer le lien avec les présents Commentaires (*AMAFI / 19-06a*).

4. L'objectif de ces Commentaires, à destination de toute personne intéressée par le fonctionnement d'un contrat de liquidité qu'elle soit émetteur, investisseur ou intermédiaire financier, est double :

- Il est d'abord de permettre de mieux comprendre le contexte historique, juridique et opérationnel dans lequel s'insère la PMA contrat de liquidité, les évolutions que traduit la Décision AMF ainsi que les conséquences qui sont attachées à la mise en œuvre d'un contrat de liquidité ;
- Il est également de permettre aux utilisateurs du Contrat type AMAFI que sont ses cocontractants, de mesurer les impacts qui en résultent s'agissant des obligations qui s'imposent à eux.

5. C'est pourquoi, le présent document se présente en trois parties ayant pour objet de :

- Rappeler les enjeux auxquels fait face le Contrat-type AMAFI de liquidité (*v. p. 2 et s.*) ;
- Rappeler l'évolution de la réglementation qui régit la pratique des contrats de liquidité (*v. p. 12 et s.*) ;
- Présenter le Contrat-Type AMAFI conforme à la Décision AMF 2018, article par article, afin d'aider au mieux les utilisateurs à sa mise en œuvre (*v. p. 17 et s.*).

¹ Une version non accompagnée de commentaires a en effet été publiée aussi rapidement que possible afin que les utilisateurs du contrat de liquidité disposent d'un modèle leur permettant d'adapter leurs contrats en cours pour se conformer à la Décision AMF.

A. - LES ENJEUX DU CONTRAT DE LIQUIDITE

6. L'objet du contrat de liquidité est de favoriser, pour un titre donné, la liquidité du marché et d'assurer la régularité de ses cotations tout en évitant des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché. Au travers du contrat de liquidité, un intermédiaire se voit ainsi confier un certain volant de titres et d'espèces à charge pour lui de les utiliser au mieux dans une double perspective. D'une part, se mettre en position acheteuse ou vendeuse sur le marché pour, en fonction des besoins, fournir de la liquidité sur le marché et réduire ainsi, voire éviter, les décalages de cours qui peuvent résulter du déséquilibre que crée la présence non simultanée d'acheteurs et de vendeurs. D'autre part, assurer la continuité de sa mission en veillant à pouvoir utiliser dans la durée les actifs qui lui ont été confiés, et donc en s'attachant à mesurer l'ampleur de ses interventions au regard de cet impératif.

7. Pour ce faire, l'intermédiaire utilise sa connaissance du marché pour déterminer, en fonction des moyens qui lui ont été alloués, à quels moments son intervention générera une liquidité additionnelle dont le marché a besoin, et à quels moments une tendance haussière ou baissière de fond existe qu'il ne peut, ni ne doit d'ailleurs, chercher à endiguer.

8. Dans cadre, le Contrat de liquidité, technique ancienne et éprouvée, est un atout important pour la Place de Paris. Ce sont en effet plus de 400 entreprises françaises cotées – soit plus de la moitié de celles qui sont cotées – qui aujourd'hui ont recours à cette technique en vue de favoriser, au bénéfice des investisseurs, la liquidité des transactions et la régularité des cotations de leurs titres tout en évitant les décalages de cours non justifiés par la tendance du marché. Au travers du contrat de liquidité, la France a ainsi développé une alternative réelle et unique à la tenue de marché dont il faut d'ailleurs souligner qu'elle ne répond pas aux mêmes besoins, quand elle ne connaît pas de sérieuses limites lorsqu'il s'agit de traiter des valeurs faiblement liquides (*v. infra § 23 et s.*).

9. La constatation de ces atouts a d'ailleurs conduit 4 autres États européens à introduire à partir de 2007, cette technique sur leur sol². Avec toutefois un succès très relatif, faute sans doute d'une antériorité suffisante dans la compréhension des éléments nécessaires à son développement. En France en effet, la technique, ancienne, a été normalisée dès 2001 sur la base d'une Charte de déontologie élaborée par l'AMAFI en concertation avec la COB.

10. Résultat : Paris concentre aujourd'hui 90% des contrats de liquidité conclus sur le sol de l'Union. Le contrat de liquidité constitue ainsi un enjeu singulier pour la France que ne partage aucun autre État membre en Europe.

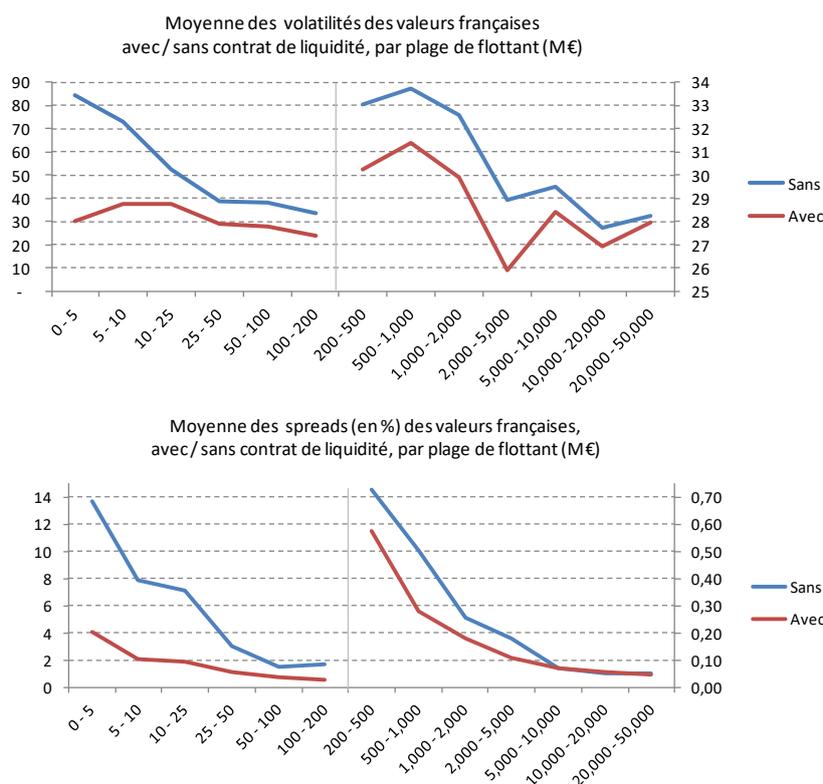
11. Face aux enjeux que représentent les contrats de liquidité, quatre grands aspects doivent être ainsi pris en compte.

² Ils ne sont plus que 3 aujourd'hui, à savoir l'Espagne, l'Italie et le Portugal, les Pays-Bas n'ayant pas reconduit cette pratique.

➤ **Le contrat de liquidité permet une réduction de la volatilité et des *spreads* particulièrement sensible sur les valeurs à faible liquidité**

12. Une étude réalisée par l'AMAFI sur la base de données 2016, mais qui ne prétend pas à l'exactitude scientifique, notamment parce qu'à ce stade certains paramètres n'ont pas été définis avec précision³ ou ne sont pas disponibles⁴, met en exergue les résultats suivants :

- Pour les valeurs avec un flottant inférieur à 5 Mds€, la mise en place d'un contrat de liquidité se traduit par une forte baisse de la volatilité et du *spread bid-offer* ;
- En termes de volatilité, cette baisse est de plus de 25% pour les valeurs dont le flottant est inférieur à 200 M€, et de l'ordre de 10% pour les valeurs dont le flottant est compris entre 200 M€ et 5 Mds€ ;
- En termes de *spread bid-offer*, la baisse est de plus de 50% pour les valeurs dont le flottant est inférieur à 200 M€, et entre 20% et 40% pour les valeurs dont le flottant est compris entre 200 M€ et 5 Mds€ ;
- Le bénéfice d'un contrat de liquidité en termes de volatilité ou de *spread bid-offer* apparaît fortement réduit pour les valeurs dont le flottant excède 5 Mds€ (mais sur cet aspect, v. infra § 13 et s.).

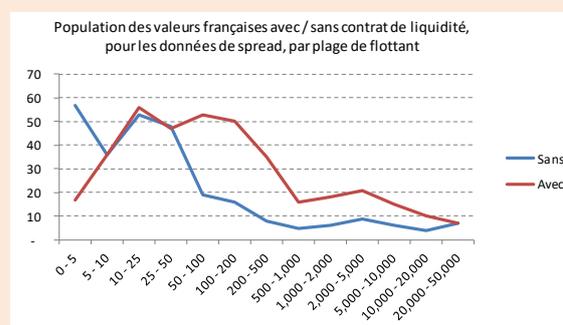
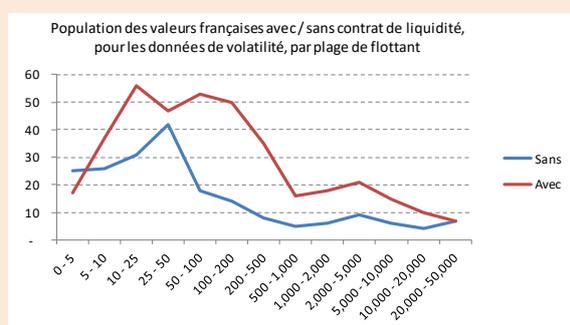


³ Il en est ainsi de la notion de flottant sur laquelle est assise l'étude, et qui est le reflet le plus précis de la liquidité réelle d'une valeur. La notion de flottant s'avère en effet extrêmement volatile. Il n'est pas rare, même sur des valeurs de taille significative, que les différentes sources - y compris la base ESMA - diffèrent sensiblement sur ce point. Par exemple, pour la valeur Havas, dont la capitalisation est d'environ 3 Mds€, Bloomberg affiche un flottant de 24%, Datastream de 94%. L'examen de la répartition du capital aboutit à un taux de l'ordre de 40% ... De la même manière, pour la valeur Amundi, dont la capitalisation est de l'ordre de 8 Mds€, si Bloomberg et Datastream déduisent bien la part détenue par le groupe Crédit Agricole (75%), la base ESMA ne la retire pas et affiche un flottant entre 8 et 9 Mds€.

⁴ Les données de volatilité et de *spread* ne sont pas disponibles sur toutes les valeurs.

Ont servi de base à l'étude :

- Les 395 contrats de liquidité sur lesquels a été réalisée l'étude statistique présentée par l'AMAFI mi-mai 2016 ;
- Une extraction Bloomberg pour obtenir, sur les 700 valeurs cotées à Paris (y compris Alternext) :
 - ✓ La volatilité 30 jours moyenne,
 - ✓ Le volume 2015 (en nombre de titres),
 - ✓ Le spread bid-offer moyen,
 - ✓ La capitalisation moyenne,
 - ✓ La part du flottant ;
- Des extractions Datastream, Eternext, Euronext et ZoneBourse pour contrôler le niveau des flottants ;
- Une extraction sur le site ESMA des titres liquides / illiquides.



➤ **Sur les valeurs à forte liquidité, le contrat de liquidité ne joue pas structurellement mais conjoncturellement**

13. Sur les valeurs à forte liquidité, comme celles du CAC40, l'intérêt d'un contrat de liquidité est souvent présenté comme discutable au motif qu'un apport de liquidité complémentaire ne serait pas suffisamment justifié.

14. Si cette affirmation peut difficilement être contredite sur le plan de la liquidité structurelle, il n'en est pas de même en revanche en ce qui concerne la liquidité conjoncturelle. De ce point de vue, l'enjeu est de limiter la volatilité qui peut être constatée à certaines périodes de la journée de cotation. En effet, les pics de volatilité que peuvent connaître même les valeurs très liquides ont pour conséquence des décalages de cours non justifiés par la tendance. Cette situation, particulièrement mal perçue par les investisseurs professionnels (dont la concentration a conduit également à la concentration des lignes d'actifs en portefeuille), est de nature à diminuer l'attractivité que présente un titre ayant une volatilité trop grande en fréquence et/ou en intensité : de façon habituelle désormais, et comme le confirme une étude de la Banque de France⁵, pour répondre aux attentes de leurs mandants, les stratégies d'investissement de ces investisseurs sont en effet conduites en fonction d'un indice de risque prédéterminé dans lequel doivent s'inscrire les titres qu'ils détiennent ou envisagent de détenir.

15. Dès lors, sur de nombreux aspects, les contrats de liquidité sur *Large caps* ont la même utilité que sur les autres classes de liquidité :

- Le contrat de liquidité vise à lisser la volatilité et donc les mouvements de cours sans relation avec le *news flow* et le bruit de *trading* non corrélé avec le marché et le titre.

⁵ Une étude récente de la Banque de France est en effet venue souligner l'attention que porte les investisseurs institutionnels au critère de la volatilité « *Les résultats de [l'analyse menée] indiquent clairement un impact négatif de la volatilité sur les investissements non résidents. Toutes choses égales par ailleurs, les actions les plus volatiles pour un trimestre donné sont relativement moins investies par les non-résidents au trimestre suivant* » (« *La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin de l'année 2017* », *Bull. de la Banque de France* 219/1, sept.-oct. 2018).

- Il s'agit de réduire l'écart de volatilité entre le titre et son benchmark de référence et non de s'opposer à l'évolution du cours. Les chocs étant généralement constatés sur des périodes plus courtes que pour les *Mid Caps*, il faut alors être en mesure de :
 - traiter ponctuellement des volumes très importants pour pallier des manques de volumétrie ou de profondeur de marché constatés à ces moments ;
 - se porter contrepartie dans un sens unique afin de contrer le décalage anormal du cours ;
 - placer des ordres à l'intérieur de la fourchette de marché car à défaut le gestionnaire ne ferait qu'accompagner la tendance sans pouvoir la contraindre ;
- L'action à l'ouverture et au fixing de clôture est particulièrement importante pour assurer que l'évolution du titre est corrélée à la variation du marché et/ou de ses comparables et/ou de son ADR. Alors que les carnets sont régulièrement peu achalandés à l'ouverture, et notamment pendant la première heure de cotation, la survolatilité post ouverture est un élément statistiquement avéré, même pour les valeurs du CAC40. L'action régulatrice du contrat de liquidité permet alors aux algorithmes d'interagir avec les ordres du contrat, ce qui lisse la volatilité.

16. Cette action régulatrice en séance, qui n'est pas en mesure de contrer une tendance de fond du marché compte tenu des moyens à disposition, est d'autant plus utile qu'elle concerne les valeurs du CAC40 qui ont une capitalisation boursière modeste (entre 10 et 14 Mds€ seulement) par rapport aux standards internationaux. Étant discontinu et limitée eu égard aux volumes quotidiens qui sont traités, cette action ne peut voir son apport en termes de réduction de la volatilité et du *spread* reflété avec la même clarté par l'analyse statistique qu'en ce qui concerne des valeurs moins liquides (v. supra § 11).

➤ **Prendre en compte l'enjeu de la liquidité tout en corrigeant les anomalies du processus de formation des prix**

17. L'enjeu que représente la liquidité d'une valeur reste insuffisamment apprécié. De la liquidité, structurelle ou conjoncturelle, dépend directement l'efficacité du processus de formation des prix résultant de la confrontation des ordres. L'illusion de l'efficacité absolue et intrinsèque du marché donnant, naturellement et à tout moment, le « bon » prix est un leurre, rappelé de longue date par l'Association et particulièrement mis en évidence lors de la crise des *subprimes*.

18. Les intérêts acheteurs et vendeurs présents au même moment dans le marché ne sont pas toujours représentatifs de l'équilibre fondamental qui existe⁶. Le retard des uns par rapport aux autres peut déclencher de la volatilité, nécessairement perturbatrice pour les investisseurs qui ne sont alors pas assurés d'acheter ou de vendre au « bon » prix. Outre les éléments déjà rappelés plus haut en ce qui concerne les *Large caps* (v. supra § 14) pour les *Small et Mid caps*, c'est la capacité des investisseurs à pouvoir tout simplement « entrer » ou « sortir » qui est aussi en jeu. Pour les institutionnels, cette capacité est d'autant plus importante que sans un minimum de liquidité, il ne leur est pas possible d'intervenir sur une quantité suffisante pour justifier leur intérêt, sans subir un délai d'exécution tel que le risque de marché supporté deviendra peu acceptable : au final en effet, c'est la possibilité de ne pas pouvoir réaliser l'intégralité de la position dans les limites de prix fixées à l'origine⁷. Et sans présence des investisseurs institutionnels, la liquidité à disposition de l'ensemble des investisseurs se trouve nécessairement réduite.

⁶ La liquidité dans les marchés à carnet d'ordres étant une « liquidité naturelle », résultant automatiquement du nombre de titres proposés à l'achat d'une part, à la vente d'autre part, il peut survenir des situations dans lesquelles le déséquilibre entre acheteurs et vendeurs n'est pas la traduction d'une tendance de fond, caractérisée par la volonté des investisseurs de se porter majoritairement acheteurs ou vendeurs d'un titre, mais seulement d'une inadéquation temporaire entre l'offre et la demande.

⁷ Une enquête réalisée par Actifin en février 2005 a ainsi montré que, pour des gérants français spécialisés *small & mid caps*, la liquidité est, après la valorisation et le potentiel de hausse, un critère important dans le choix d'un investissement.

19. Mais l'intérêt des investisseurs n'est pas détachable de celui des émetteurs. Du bon fonctionnement du marché secondaire, de sa capacité à découvrir un prix reflétant aussi exactement que possible les fondamentaux de valorisation de la valeur, dépend directement la prime de liquidité que vont exiger les investisseurs lorsque l'émetteur concerné lève des fonds sur le marché primaire afin de financer son développement..

20. Au-delà, c'est donc aussi le coût du capital de l'émetteur qui est en jeu : c'est d'ailleurs ce qui justifie son intérêt dans la recherche de solutions permettant d'améliorer la liquidité de son titre.

21. C'est l'objet même du contrat de liquidité de tenter de corriger les anomalies de marché qui peuvent affecter le processus de formation des prix du fait d'un déséquilibre entre intérêts acheteurs et vendeurs. En tant qu'anomalie, ce déséquilibre est nécessairement ponctuel : le contrat de liquidité n'a pas pour objet de contrer une tendance de fond, et les moyens dont ils disposent ne le permettent d'ailleurs pas. Les données recueillies sur l'année 2016 ont ainsi établi qu'en moyenne, par rapport aux catégories définies par l'ESMA, par rapport à la capitalisation, les moyens à disposition du contrat de liquidité étaient de :

- 0,15 % pour les valeurs très liquides ;
- 0,27 % pour les valeurs liquides ;
- 0,36 % pour les valeurs illiquides ;

22. C'est en ce sens que le contrat de liquidité doit être apprécié par rapport à la prohibition de la manipulation de cours définie par l'article 12-1-a-i de MAR : il ne s'agit pas d'entraver le libre jeu du processus de formation des prix mais bien au contraire lorsque cela est possible, d'en améliorer la qualité au bénéfice des investisseurs et des émetteurs.

➤ **Le *market making* n'est pas une alternative au contrat de liquidité**

23. Pendant les débats européens qui ont accompagné l'élaboration de MAR, et alors que la Commission européenne avait mis sur la table des négociations une proposition de texte prévoyant la suppression des pratiques de marché admises, beaucoup de voix se sont exprimées pour soutenir l'idée selon laquelle le *market making* serait la seule voie acceptable pour apporter de la liquidité, car la seule garantissant qu'il n'y ait pas commission structurelle d'un abus de marché ...

24. Ainsi, les critiques les plus fréquemment entendues à l'encontre du contrat de liquidité et en faveur du *market making* sont liées au lien « incestueux » que créerait par nature le contrat de liquidité entre l'intermédiaire et l'émetteur⁸. L'intermédiaire agissant pour le compte de l'émetteur aurait en réalité pour objectif de favoriser l'intérêt de ce dernier : soit en créant un profit financier en réalisant des interventions à des moments opportuns dictés par l'émetteur au regard de sa position d'initié par nature ; soit en favorisant un cours de bourse attractif et déconnecté de la réalité. Par opposition, le *market making* serait en revanche un modèle « pur » car à l'abri de telles dérives !

25. Outre qu'est ainsi posée la question des raisons pour lesquelles l'AMF – pourtant depuis longtemps, particulièrement attentive parmi les autorités de marché européennes aux problématiques de surveillance et de répression des abus de marché – aurait pu laisser perdurer tout au long de ces années une telle situation, c'est probablement parce que l'évidence de cette théorie, d'ailleurs jamais soutenue publiquement par une argumentation solidement étayée, n'est pas apparue aux colégislateurs européens que la possibilité d'instaurer des PMA est finalement restée prévue par MAR.

26. Tenue de marché et contrat de liquidités ont l'une et l'autre pour objet d'assurer la liquidité du marché, c'est-à-dire de permettre aux investisseurs d'avoir la capacité de vendre ou d'acheter des

⁸ Est éclairante de ce point de vue la lecture des avis de l'ESMA sur la PMA CNMV (v. [ESMA/2016/1663](#), § 21 et s., et plus spécialement § 24) et sur la PMA AMF (v. [ESMA70-145-442](#), § 18, 19, 55, 94, 95 et 105).

instruments financiers sur le marché secondaire. De ce fait, l'une et l'autre technique renforcent la capacité des agents économiques à lever des capitaux sur le marché primaire en améliorant la liquidité du titre et favorisant la régularité de la cotation de l'émetteur.

27. Dans ce cadre, et sans qu'il ne s'agisse d'affirmer la supériorité de l'un ou l'autre modèle, il doit toutefois être rappelé qu'ils diffèrent sur un certain nombre d'aspects que le tableau ci-dessous cherche à mettre en évidence.

Contrat de liquidité (CL)	Tenue de marché / « Market making » (MM)
<p>Le CL est géré pour le compte de l'émetteur et indirectement des investisseurs en cherchant à prévenir les mouvements de cours accidentels liés à un manque de liquidité et non à des fondamentaux. Le CL lisse ainsi les fluctuations excessives des cours.</p>	<p>Le MM est réalisé dans l'intérêt de l'intermédiaire financier, en utilisant ses fonds propres.</p>
<p>Le CL utilise les fonds propres de l'émetteur. De ce fait, il ne génère de ce fait aucun risque financier pour l'intermédiaire.</p> <p>L'émetteur verse une rémunération à l'intermédiaire qui met en œuvre le CL (l'Animateur). Le CL ne crée donc aucun surcoût qui serait imputé directement ou indirectement aux investisseurs.</p>	<p>C'est une activité de <i>trading</i> pour compte propre qui ne donne lieu à aucune rémunération versée par l'émetteur. Les gains effectués sur les transactions doivent donc permettre de couvrir les coûts prudentiels d'une position en portefeuille d'une part, le risque de moins-values liées à la gestion du portefeuille d'autre part. Le surcoût des positions est donc refacturé aux investisseurs.</p>
<p>Le risque en termes d'abus de marché serait qu'un émetteur veuille manipuler à son profit le marché au travers du CL qui est mis en œuvre par l'Animateur. L'encadrement du CL vise donc notamment à assurer l'indépendance de ce dernier par rapport à l'émetteur pour le compte duquel il agit. Ce risque reste toutefois limité au regard des moyens alloués à cette activité.</p> <p>Le risque de vouloir favoriser des investisseurs est faible car, d'une part, l'intermédiaire ne peut en tirer aucun profit au titre de la mise en œuvre du contrat de liquidité et, d'autre part, s'applique à cette activité des règles de barrières à l'information.</p>	<p>Le risque en termes d'abus de marché serait que le MM cherche à favoriser son intérêt au détriment/bénéfique respectivement de l'émetteur ou des investisseurs. Ce risque est généralement encadré par une stricte séparation des activités d'origination et de trading à l'aide de barrières à l'information, une série de règles de bonne conduite et un monitoring renforcé de la part du régulateurs et du MM.</p>
<p>Il n'y a aucun objectif de rentabilité des fonds confiés par l'émetteur dans le cadre du CL.</p> <p>L'émetteur ne peut d'ailleurs pas avoir un intérêt financier direct au travers du CL. Un « bon » CL n'est pas destiné à dégager un résultat positif sauf circonstances particulières, mais à être à l'équilibre ou faiblement négatif ou faiblement positif.</p> <p>Ce point est d'ailleurs facilement contrôlable au travers du bilan semestriel que la Charte AMAFI applicable au CL a mis en place depuis de nombreuses années (<i>v. infra § 31 et s.</i>). Ce bilan, désormais intégré dans la Décision AMF (<i>art. 2.3</i>), qui précise l'évolution des moyens disponibles en espèces et en titres, est en effet de nature à mettre en évidence des résultats importants. Les raisons de ceux-ci peuvent alors être analysées finement pour établir s'ils résultent d'autres objectifs que ceux assignés au CL.</p>	<p>Le MM constitue une activité risquée pour l'intermédiaire qui la mène.</p> <p>Le MM doit avoir une rentabilité appropriée de façon à rémunérer non seulement le coût des fonds propres engagés mais aussi le risque général des marchés actions d'une part, le risque spécifique des valeurs traités d'autre part.</p> <p>L'exigence de rentabilité du MM se trouve désormais augmentée en raison des nouvelles exigences de fonds propres imposées aux établissements financiers. Le constat est d'ailleurs celui du retrait de nombre d'acteurs du MM, et en tout état de cause du MM sur les valeurs où la rentabilité est la moins élevée.</p>

Contrat de liquidité (CL)	Tenue de marché / « Market making » (MM)
<p>Les conditions dans lesquelles est établie la rémunération de l'Animateur font que celui-ci n'a pas d'intérêt à maximiser le résultat produit par le CL au détriment des objectifs qui lui sont assignés. Ces conditions sont encadrées depuis de nombreuses années par la Charte AMAFI applicable au CL (<u>v. infra § 31 et s.</u>), et désormais intégrées dans la Décision AMF (<u>art. 6</u>).</p>	<p>L'intérêt du MM est d'obtenir la rentabilité la plus élevée au regard du risque que cette activité lui fait supporter.</p>
<p>L'émetteur a un intérêt objectif à la mise en place d'un CL.</p> <p>La liquidité du marché secondaire est un facteur déterminant du prix auquel il peut lorsqu'il l'estime nécessaire, lever des ressources nouvelles sur le marché. Son coût du capital en dépend directement.</p> <p>En achalandant le carnet d'ordres pour les <i>Mid et Small Caps</i>, le CL stimule l'offre et la demande de la part d'investisseurs qui, sinon, n'auraient pas considérés la valeur.</p> <p>En fournissant de la liquidité additionnelle, le CL évite les déséquilibres qui résultent seulement de décalages temporels dans la présence des acheteurs et des vendeurs. Pour les <i>Mid et Small Caps</i>, ces décalages peuvent porter sur plusieurs séances sans pour autant constituer une tendance de fond. Pour les <i>Large Caps</i>, ces décalages se situent en règle générale, à l'intérieur d'une même séance, voire souvent pendant seulement une ou quelques périodes d'une même séance.</p> <p>Par cette double action, le CL permet au processus de découverte des prix de jouer au mieux son rôle en donnant un prix de marché réaliste par rapport aux fondamentaux. La prime de liquidité demandée à l'émetteur par les investisseurs sur le marché primaire sera ainsi ajustée au plus près des fondamentaux de la valeur.</p>	<p>La liquidité fournie au marché par le MM reste nécessairement maîtrisée en considération de l'analyse qu'il a menée en ce qui concerne, d'une part, le risque de marché qu'il supporte et, d'autre part, les gains économiques sur les opérations d'achat et de vente qu'il est susceptibles de dégager.</p> <p>Ces facteurs incitent, par nature, le MM a plutôt intervenir sur les valeurs liquides où la gestion du risque de marché est la plus aisée.</p> <p>Pour optimiser les marges réalisées et réduire le risque supporté, le MM a un intérêt au développement d'un marché de gros – blocs hors marché notamment – généralement au détriment des petits ordres qui lui coûtent trop chers en proportion.</p>
<p>Pour les <i>Large Caps</i>, l'action correctrice d'une volatilité excessive que permet le CL est particulièrement importante.</p> <p>Une volatilité excessive décourage les investisseurs n'agissant pas seulement dans une perspective de court ou de très court terme : elle crée en effet une incertitude sur la capacité à vendre le moment venu sans subir d'effets négatifs. La volatilité fragilise ainsi la structure actionnariale de l'émetteur par rapport à l'intérêt que présente un socle d'actionnaires en mesure de l'accompagner dans son développement à moyen et long terme. De ce fait, une volatilité excessive tend à impacter négativement l'évolution du cours de bourse.</p>	<p>Le MM n'a pas intérêt à contrer une tendance de marché présentant une volatilité élevée, dont il pourra éventuellement tirer profit. Il ne contribue pas ainsi à atténuer les anomalies.</p> <p>La nature des positions que certains intervenants peuvent prendre, peut même accentuer la volatilité (position gamma négative ou volonté de se défaire du risque dans le sens du marché). Le MM a une action singulière, non continue, dirigée par les anticipations qu'il fait du marché à court, moyen et parfois long terme, en échange des contraintes des cours qu'il doit afficher en permanence. Capturer des écarts de cours, générer des plus values sur les positions qu'il est obligé de prendre pour proposer des prix tout en minorant les risques supportés sont ses objectifs prioritaires.</p>

Contrat de liquidité (CL)	Tenue de marché / « Market making » (MM)
<p>Le CL intervient dans un cadre spécifique prévoyant notamment une obligation de transparence périodique vis-à-vis du marché. Celui-ci est ainsi en mesure d'apprécier les moyens mis à disposition du CL et leur évolution au fil du temps.</p> <p>Le CL ne peut être débiteur en titres (ni d'ailleurs en espèces).</p>	<p>Par nature le MM n'a pas d'obligation particulière de transparence sur ses positions et ses perspectives de gains sont nécessairement indirectement facturées à l'émetteur ou au marché.</p>
<p>Sauf lorsqu'il est lié à un contrat de Liquidity Provider (LP) avec la plateforme de marché sur lequel il est mis en œuvre, le CL n'affiche pas des prix en permanence, mais seulement lorsqu'il l'estime nécessaire par rapport aux objectifs du contrat.</p> <p>Il cherche à maximiser le résultat de ses interventions par rapport, d'une part, à l'utilité de la liquidité additionnelle qu'il apporte au marché et, d'autre part, aux moyens dont il dispose (titres et espèces).</p> <p>Le CL intervient généralement en contre tendance car c'est là que l'apport de liquidité qu'il fournit est le plus utile.</p> <p>L'action contra-cyclique du CL est particulièrement importante en cas de stress ponctuel du marché.</p> <p>Le CL n'est pas en mesure de contrer une tendance de fond du marché, les moyens dont il dispose en titres et en espèces ne le permettant pas.</p>	<p>Le MM anticipe, accompagne et amplifie la tendance. Son action est par nature procyclique, notamment en clôture. Agir autrement est de nature à accroître le risque de marché qu'il supporte, voire à le rendre peu maîtrisable.</p> <p>Le MM peut avoir intérêt à jouer la tendance et donc l'accroître, même lorsqu'elle n'est pas structurelle mais seulement conjoncturelle. Dans son action procyclique, il prend alors de la liquidité au marché.</p>
<p>Le CL conduit au resserrement de la fourchette acheteur-vendeur. N'ayant pas à rémunérer ses fonds propres et ses risques, il n'a pas d'enjeu à l'existence de spreads larges. Au contraire, des spreads étroits sont de nature à attirer les investisseurs.</p>	<p>Le MM réalisé en tant que LP peut se traduire par une obligation de positionnement continu d'une fourchette acheteur-vendeur dans le marché pour un montant minimum de capitaux. Lorsqu'elle existe, cette obligation disparaît toutefois au regard de certaines circonstances de marché empêchant de maîtriser le risque qui découle des interventions réalisées.</p> <p>Plus les fourchettes acheteur-vendeur du MM sont réduites, plus son risque augmente. Plus elles sont larges, plus son risque de marché est convenablement maîtrisé.</p> <p>La combinaison de la largeur de la fourchette acheteur-vendeur et de la taille sur laquelle il intervient est un facteur important pour la gestion du risque de marché supporté par le MM.</p> <p>Moins la valeur est liquide, plus le MM doit élargir ses fourchettes acheteur-vendeur pour être en mesure de gérer son risque de marché. Cela peut aller jusqu'à présenter des fourchettes dissuasives, ce qui ne favorise pas la liquidité.</p> <p>Ses ordres seront dynamiques et non pas statiques. Lorsqu'il se met en face d'un client ou du marché, l'objectif du MM est de faire des écarts de cours afin de maximiser sa rémunération.</p>

28. Ces éléments sont d'ailleurs à rapprocher de ceux qu'a notés l'AMF dans une étude publiée début 2017 sur les comportements des traders à haute fréquence. Ainsi, le communiqué accompagnant sa publication relève que ces acteurs « sont un soutien important à la liquidité en temps ordinaires. Ils sont présents plus de 90% du temps à la meilleure limite (meilleur prix proposé à l'achat ou à la vente) et représentent en moyenne 80% de la quantité présente aux trois meilleures limites du carnet d'ordres. Ils entrent progressivement dans le carnet d'ordres et participent ainsi à réduire le spread (écart entre les prix offerts à l'achat et à la vente) en début de journée mais se retirent nettement du carnet en amont d'annonces attendues pouvant impacter les cours » (v. [Communiqué AMF du 26 janvier 2017](#)).

29. L'AMF observe par ailleurs que, dans une période où les « marchés ont connu ces dernières années des périodes de volatilité élevée, illustrées en début d'année 2016 par les craintes sur l'économie chinoise ou lors du mois de juin par le contexte d'incertitude liée au référendum britannique ». « Un des autres constats tirés de cette étude est que les traders à haute fréquence consomment en moyenne plus de liquidité qu'ils n'en apportent et plus particulièrement durant les périodes durant lesquelles la volatilité est plus élevée. L'analyse montre aussi que stress global du marché a un impact négatif sur la liquidité et se traduit toujours par une chute de la quantité proposée aux meilleures limites pour l'ensemble des participants de marché. Enfin, les périodes localisées de stress intense sont marquées par une présence accrue des traders à haute fréquence. En particulier après les annonces, leur part de marché et leur consommation de la liquidité augmentent fortement. »

30. On notera par ailleurs que la capacité du *market making* à améliorer la liquidité des *Small* et *Mid Caps* reste à démontrer.

Le contre-exemple du *market making* sur valeurs petites et moyennes Étude du comportement des valeurs de l'*Alternative Investment Market*

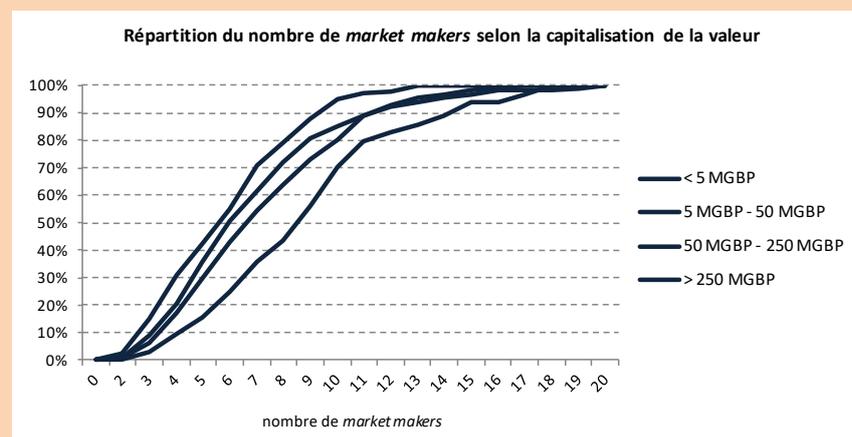
Le segment AIM du London Stock Exchange est le marché dédié aux valeurs de petite et moyenne taille. Le fonctionnement de ce marché se fonde sur l'intervention de *market makers* pour faciliter l'exécution des ordres des investisseurs. 50 entreprises sont enregistrées comme *market makers*, et chaque valeur est entourée par des *market makers* déclarés.

Le London Stock Exchange publie des statistiques mensuelles d'activité de l'AIM, disponibles sur son site (<http://www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/aim.htm>).

Sur 2016, plus de 1.100 valeurs sont apparues dans les statistiques publiées par le LSE. Parmi elles, les statistiques mensuelles ont systématiquement donné une capitalisation non nulle pour 835 valeurs. Les éléments qui suivent se fondent sur l'étude de ces 835 valeurs.

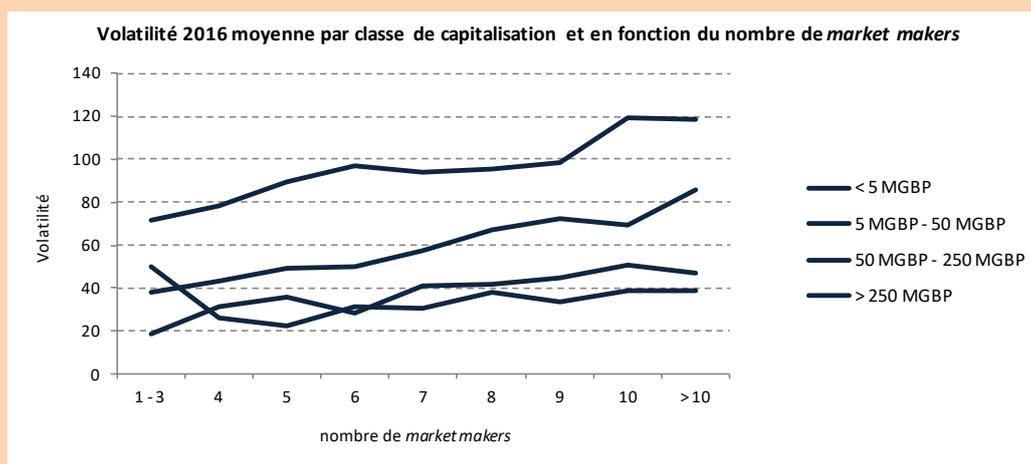
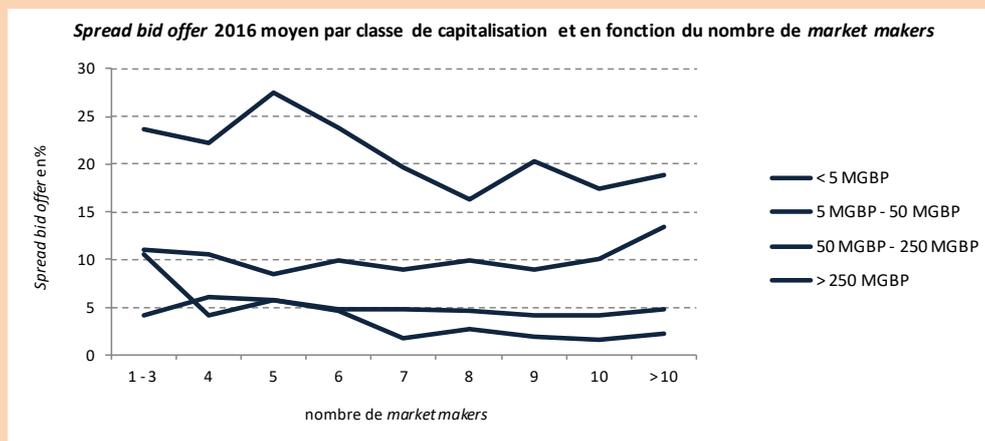
< 5 MGBP	155
5 MGBP - 50 MGBP	401
50 MGBP - 250 MGBP	215
> 250 MGBP	64
Grand Total	835

Ces sociétés se répartissent par classe de capitalisation (en moyenne sur 2016) comme indiqué ci-contre.



Assez logiquement, le nombre moyen de *market makers* pour une valeur augmente avec la capitalisation des valeurs : une capitalisation plus importante laisse en effet espérer une activité plus importante.

L'étude des *spread-bid offer* moyens et de la volatilité moyenne des valeurs considérées (données obtenues via Bloomberg), en fonction de leur classe de capitalisation et du nombre de *market makers* donne les résultats suivants :



Plusieurs conclusions paraissent pouvoir être tirées de ces éléments :

- Comme dans l'étude sur les valeurs françaises, faisant ou non l'objet d'un contrat de liquidité, la capitalisation d'une entreprise paraît influencer assez directement sur le niveau du *spread bid-offer* moyen et sur celui de la volatilité moyenne de la valeur : une capitalisation plus importante se traduit par une baisse de ces deux grandeurs ;
- En revanche, pour un niveau de capitalisation donné, il ne semble pas exister de corrélation évidente entre le nombre de *market makers* réputés intervenir sur une valeur et son *spread bid-offer* ou sa volatilité. Pire, il semble que les valeurs entourées par davantage de *market makers* sont plus volatiles...

Il est peu vraisemblable toutefois que l'intervention des *market makers* contribue à accroître la volatilité ou le *spread*. Le lien de causalité est sans doute inverse : les *market makers* se porteraient davantage vers des valeurs offrant des perspectives de rentabilité supérieure, sans donner à leur intervention l'objectif de réduire le *spread* ou la volatilité ;

- Pour un niveau de capitalisation donné, les *spreads bid-offer* et la volatilité des valeurs de l'AIM, même entourées par de nombreux *market makers* sont assez sensiblement supérieures à ceux constatés pour des valeurs françaises de même grandeur faisant l'objet d'un contrat de liquidité.

A la lumière de ces éléments, il semble que le modèle de *market making*, du moins au sens où il est exercé sur l'AIM, n'apporte absolument pas les mêmes bénéfices aux émetteurs de petite et moyenne taille que les contrats de liquidité, en termes notamment de réduction de la volatilité et du *spread bid-offer* de leurs titres, argument essentiel pour les investisseurs et, partant, pour l'accès au financement des entreprises.

B. – EVOLUTION DE LA REGLEMENTATION RELATIVE AUX CONTRATS DE LIQUIDITE

31. Le Contrat type AMAFI de liquidité qui est commenté dans ce document est le fruit de diverses évolutions. Il trouve ses origines en 2000, avant d'avoir été modifié en 2001, 2005, 2008 et 2011.

➤ 2000, la mise en place d'un Contrat type AFEI de liquidité

32. La technique du contrat de liquidité est ancienne sur le marché français. Utilisée depuis de nombreuses années déjà, elle s'est trouvée questionnée à la fin des années 90 à la suite de la réforme du cadre juridique applicable au rachat de leurs propres actions par les sociétés émettrices⁹ (C. com., art. L. 225-206 et L. 225-210).

33. Fin 1998, c'est pour préciser les contraintes découlant de ce nouveau cadre législatif, ainsi que les conséquences à en tirer sur le plan des contrats de liquidité, qu'en concertation étroite avec les services de la Commission des opérations de bourse¹⁰, des travaux ont été menés par l'AMAFI (dénommée à l'époque AFEI).

34. En février 2000, cette réflexion a été finalisée au travers de la publication du Contrat type AFEI de liquidité fixant le cadre contractuel général dans lequel s'inscrit l'action des intermédiaires qui procèdent sur le marché à des opérations d'achat et de vente afin de favoriser la liquidité de certains titres.

➤ 2001, premières modifications pour tenir compte du cadre mis en place par la COB en concertation avec l'AFEI

35. Mais les travaux conduits pour la mise en place du Contrat type AFEI ont également mis en évidence un besoin d'adaptation du cadre réglementaire défini par la COB : certaines contraintes qu'il déterminait contraieraient en effet, sans raisons appropriées, la bonne mise en œuvre des contrats de liquidité.

36. A la suite d'une nouvelle phase de discussion entre l'AFEI et la COB, cette dernière a modifié sa réglementation (règlement COB n° 2000-06 publié au Journal Officiel du 22 décembre 2000) afin de présumer légitimes les interventions réalisées pour le compte d'une société émettrice par un prestataire de services d'investissement intervenant en vertu d'un contrat de liquidité conforme à une charte de déontologie approuvée par la Commission.

37. C'est dans la perspective de cette évolution réglementaire qu'à partir de novembre 2000, l'AFEI a à nouveau travaillé en concertation avec les services de la COB à la rédaction d'une charte de déontologie. Cette Charte de déontologie, articulée autour de onze grands principes – fortement inspirés des éléments contenus dans le Contrat type publié en février 2000, a été validée par instruction de la COB en avril 2001.

⁹ V. loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier qui, sur ce point, a repris pour une large part les propositions contenues dans le rapport de M. Esambert, publié sous l'égide de la COB en janvier 1998 (« Le rachat par les sociétés de leurs propres actions », Mission de réflexion présidée par Bernard Esambert, janvier 1998).

¹⁰ Dont l'AMF a désormais repris les missions.

38. Elle a conduit l'Association à publier en mai 2001 un Contrat type AFEI de liquidité modifié pour assurer une parfaite articulation avec la Charte AFEI.

➤ **2005, la prise en compte des modifications introduites par la directive Abus de marché**

39. La directive Abus de marché¹¹ ayant modifié, au travers du règlement européen n° 2273/2003 du 22 décembre 2003 pris pour son application, les conditions dans lesquelles des émetteurs peuvent procéder au rachat de leurs actions, une réflexion a été lancée au début de l'année 2004 en étroite collaboration avec les services de l'Autorité des marchés financiers (qui avait entre temps repris les compétences de la COB), avec l'objectif de préserver la technique du contrat de liquidité.

40. Le règlement européen n° 2273/2003 ayant laissé la possibilité de reconnaître, au niveau national, des pratiques de marché admises permettant de bénéficier de présomptions de légitimité tout en dérogeant au cadre général posé par ce règlement, l'AMF a accepté de faire entrer le contrat de liquidité dans ce cadre.

41. Cette décision a alors conduit à modifier sur quelques points la Charte AFEI 2001 sans toutefois y apporter d'évolution substantielle. Cette Charte modifiée a fait l'objet de la décision AMF du 22 mars 2005 qui a reconnu les contrats de liquidité respectant les principes énoncés dans ladite Charte en tant que « *pratique de marché admise* ».

42. Dans la foulée, l'AMAFI a publié un Contrat Type modifié tenant compte de cette nouvelle Charte.

➤ **2009, l'extension à Alternext et la suppression de certaines contraintes**

43. Depuis plusieurs années déjà, l'AMAFI militait pour une adaptation à la particularité des contrats de liquidité du dispositif relatif aux rachats d'actions. Ces demandes ont finalement été prises en compte au travers de :

- La création, par la loi n° 2008-776 du 4 août 2008, d'un nouvel article L. 225-209-1¹² du Code de commerce étendant le bénéfice des contrats de liquidité aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé (SMNO) ;
- L'instauration, par l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009, du principe selon lequel le seuil de 10% de détention par une société de ses propres actions mentionné aux articles L. 225-209 et L. 225-209-1¹⁴ du Code de commerce doit, lorsque les actions sont rachetées pour favoriser la liquidité du titre, être calculé en net, c'est-à-dire après déduction du nombre de titres vendus ;
- L'instauration, par l'ordonnance précitée du 30 janvier 2009, à l'article L. 225-210, d'une exception à l'obligation de mettre au nominatif les actions rachetées pour favoriser la liquidité des titres de la société.

44. Ces évolutions ont conduit l'Association à publier en septembre 2008 une nouvelle Charte de déontologie AMAFI concernant les contrats de liquidité (remplaçant la Charte AFEI de 2005). Cette Charte a fait l'objet d'une décision de l'AMF en date du 1^{er} octobre 2008 concernant l'acceptation des contrats de liquidité en tant que « *pratique de marché admise* ».

¹¹ Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché).

¹² Article ultérieurement abrogé par la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012, son contenu ayant été intégré dans l'article L. 225-209.

45. Pour refléter ces modifications, une version modifiée du Contrat type AMAFI de liquidité a été publiée en mars 2009.

➤ **2011, les modifications issues du bilan de la PMA dressé par l'AMF**

46. En 2010, l'AMF a dressé un bilan de la pratique de marché admise des contrats de liquidité. Au terme d'une concertation de Place suivie de plusieurs échanges avec l'AMAFI, un cadre juridique modifié a été mis en place en 2011 composé par :

- Une nouvelle version de la Charte de déontologie AMAFI concernant les contrats de liquidité en date du 8 mars 2011,
- Une pratique de marché admise n° 2011-07 relative au contrat de liquidité, s'appuyant sur la Charte de déontologie AMAFI précitée,
- Une décision de l'AMF du 21 mars 2011 d'acceptation de ladite pratique de marché admise,
- Une note AMAFI du 24 mars 2011 précisant le cadre d'intervention des Animateurs de marché.

47. En mai 2011, pour faire suite à ces évolutions, l'AMAFI publiait une nouvelle version du Contrat type de liquidité.

➤ **2018, la prise en compte de l'entrée en application de MAR**

48. L'entrée en application de MAR a conduit l'AMF, par la Décision AMF 2018, à instaurer, à compter du 1^{er} janvier 2019, une nouvelle pratique de marché admise des contrats de liquidité sur titres de capital. La publication de cette décision fait suite à presque trois ans de travaux et de discussions entre l'AMAFI et l'AMF.

Des travaux menés en liaison avec l'AMF

C'est en octobre 2015, alors que MAR était entrée en vigueur le 1^{er} juillet précédent, que des discussions ont été initiées par les services de l'AMF afin de déterminer, les évolutions à apporter au dispositif encadrant les conditions de mise en œuvre des contrats de liquidité. De nombreux échanges ont alors eu lieu dont les principales étapes sont résumées ci-dessous.

Afin d'éclairer les premières piste de réflexion examinées alors par les services de l'AMF, et mettre en évidence certaines difficultés qu'elles comportaient, l'AMAFI leur a présenté en mai 2016 un travail statistique réalisé à partir des données recueillies sur 395 contrats de liquidité ayant opéré pendant l'année 2015. Par segment de capitalisation (en deçà de 150 M€, entre 150 M€ et 1 Md€, entre 1 Md€ et 5 Mds €, au-delà de 5 Mds€) et par indice boursier d'appartenance (CAC40, SBF80, CAC All shares et Alternext), ces statistiques indiquaient notamment :

- ✓ Le nombre de CL concernés,
- ✓ La part (moyenne et médiane) qu'ils représentent dans les volumes du marché,
- ✓ Le nombre de CL dépassant différentes limites de volume préfixées,
- ✓ Les moyens (moyenne et médiane) affectés au CL rapportés à la capitalisation
- ✓ Le nombre de CL dépassant différentes limites de capitalisation préfixées.

Les discussions se sont poursuivies au cours des mois qui ont suivis alors que des travaux étaient par ailleurs menés sur ce même thème par l'ESMA. Début décembre 2016, l'AMAFI alertait le Président de l'AMF, M. Rameix, sur les risques que faisaient naître ces travaux par rapport aux enjeux propres du marché français compte tenu du nombre important de CL ne respectant pas les limites en cours d'instauration.

Début janvier 2017, les services de l'AMF transmettaient à l'AMAFI un projet de décision d'acceptabilité de la PMA Contrat de liquidité s'appuyant notamment sur l'avis précédemment rendu par l'ESMA en ce qui concerne la PMA Contrat de liquidité mise en place par l'autorité de marché espagnole ([ESMA/2016/1663](#)).

Fin février 2017, l'AMAFI adressait à l'AMF un document ([AMAFI / 17-20](#)) formulant diverses observations et propositions. Étaient notamment mis en évidence :

- ✓ L'absence de légitimité d'une démarche recherchant l'alignement des PMA nationales, surtout dans un contexte où MAR la définit comme « *une pratique de marché spécifique qui est admise par une autorité compétente conformément à l'article 13* » ([MAR, art. 3-1-9](#)).
- ✓ L'absence de mise en évidence par l'AMF de situation d'abus de marché liées à la PMA existante nécessitant son fort renforcement alors même que, parmi ses homologues d'autres États membres, l'autorité française est, non seulement l'une des plus attentives à la prévention et à la répression de ces situations, mais également celle qui dispose probablement des outils de surveillance du marché les plus sophistiqués dans cette perspective.
- ✓ La difficulté, même si cela n'est pas interdit, de mettre en œuvre efficacement des CL sans respecter la PMA compte tenu des impératifs de conformité qui s'appliquent aux émetteurs et aux intermédiaires financiers.

En mars 2017, avec l'AMAFI, l'Afep, le MEDEF, Middlednext, l'AFG et la SFAF soulignaient auprès du Président de l'AMF, M. Rameix, la nécessité compte tenu des enjeux en termes de financement des entreprises, que ce dossier fasse l'objet d'un examen approfondi.

Fin avril 2017, l'ESMA publiait un document intitulé « *Points for convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity contracts* » ([Opinion ESMA70-145-76](#)), reprenant et précisant un certain nombre de points déjà contenus dans l'avis rendu précédemment sur la PMA espagnole

En juin 2017, cette publication conduisait différents acteurs de la Place de Paris (Afep, MEDEF, Middlednext, AFG, Af2i, SFAF, Euronext, AMAFI, Places financières régionales) à contester auprès des institutions européennes l'approche choisie par l'ESMA (*v. courrier à M. Dombrovskis en Annexe 2 de la note AMAFI / 17-56*). Outre l'absence de fondement juridique de cette Opinion, était particulièrement critiqué le fait que l'ESMA, en cherchant prioritairement à simplifier les conditions dans lesquelles elle rendrait un avis, ignorait totalement les bénéfices du contrat de liquidité en termes de financement de l'économie. Et cela, à l'heure même où le projet d'Union des Marchés de Capitaux consacrait l'indispensable montée en puissance des marchés, et singulièrement des marchés actions, dans le financement des entreprises européennes.

Était par ailleurs communiquée aux services de l'AMF une nouvelle analyse statistique portant sur 410 valeurs pour lesquelles existait un contrat de liquidité au 31 décembre 2016. Pour permettre à l'AMF de mener sa propre analyse, l'intégralité des données utilisées (valeur par valeur) était alors communiquée à ses services.

Fin août 2017, sur la base de ce travail statistique, l'AMAFI adressait à l'AMF un nouveau document d'observations et formuler des propositions qui, pour lui assurer un caractère aussi concret que possible, était organisé par rapport aux différents critères posés par l'ESMA dans son Opinion ([AMAFI / 17-56](#)). Ce document soulignait particulièrement, alors qu'aucune étude d'impact n'avait été menée, les difficultés que feraient naître dans de nombreuses situations les limites envisagées en termes de volume, de prix et de moyens.

En décembre 2017, l'AMAFI et d'autres parties prenantes de la Place (Afep, MEDEF, Middlednext, AFG, Af2i, SFAF, Euronext) étaient consultées par l'AMF sur un projet de révision de l'encadrement des CL. L'AMAFI formulait alors quelques observations et propositions ([AMAFI / 17-88](#)).

En février 2018, L'AMF notifiait à l'ESMA un projet de PMA devant entrer en application le 1^{er} janvier 2019.

En avril 2018, l'ESMA publiait un avis globalement négatif sur ce projet ([ESMA70-145-443](#)). Cet avis était essentiellement motivé par la « non-conformité » des dérogations autorisées pendant deux ans par l'AMF, pour les seules valeurs liquides et illiquides (à l'exclusion donc de celles composant le CAC 40), par rapport aux limites de moyens, de volume et de prix qui sont par ailleurs posées par cette PMA.

Cette publication conduisait alors l'AMF à regretter, par la voie d'un [communiqué](#), « le caractère négatif de cette opinion intervenant à un moment où tous les efforts doivent être entrepris pour encourager la cotation sur les marchés financiers des entreprises de taille moyenne, alors même que ces valeurs pourraient être affectées par une attrition de la recherche leur étant consacrée à la suite de la mise en œuvre de la réglementation sur les Marchés d'instruments financiers (MiFID2) ». L'Autorité indiquait aussi son intention d'examiner les suites à y donner en échangeant avec les différentes parties concernées (émetteurs, intermédiaires financiers, investisseurs, infrastructures).

L'AMAFI réagissait également par [communiqué](#). Elle soulignait notamment que « l'avis rendu par l'ESMA illustre le risque découlant d'une recherche de convergence à tout prix, même là où elle n'a pas lieu d'être, et alors que toute leur place devrait être laissée aux principes de subsidiarité et de proportionnalité. L'essence même d'une PMA est de permettre à une autorité nationale de tenir compte de la situation particulière de son marché. Une PMA n'a d'effet que dans le champ de compétence territoriale de l'autorité concernée. Sur 28 régulateurs réunis au sein de l'ESMA, seuls 4 (dont l'AMF) ont une PMA de cette nature. En Europe, plus de 90 % des contrats de liquidité relèvent de la PMA AMF, de loin la plus ancienne. »

L'AMF formulait alors des propositions afin d'éviter qu'il ne soit possible, de façon discrétionnaire, de s'affranchir des limites prévues. Pour cela, était mis en œuvre un système de double limite en termes de volume et de moyens pour les valeurs liquides et illiquides :

- ✓ En deçà de la limite basse pas de difficulté ;
- ✓ Entre la limite basse et la limite maximale, nécessité de justifier et de documenter le dépassement ;
- ✓ Au-delà de la limite maximale, action non couverte par la PMA (ce qui ne signifie pas pour autant qu'un abus de marché soit commis, celui-ci restant à établir par l'AMF).

Mi-mai 2018, l'AMAFI faisait part à l'AMF de quelques observations sur ces propositions ([AMAFI / 18-24](#)).

Début juillet 2018, l'AMF publiait la Décision 2018-01, comportant certaines évolutions pour prendre en compte certains aspects de l'avis d'ESMA.

Par communiqué, Middlednext, l'AFG, l'AF2i, la SFAF, Euronext, l'AMAFI et les Places financières régionales saluaient cette publication, soulignant notamment que « *Au terme d'une concertation de plus de deux ans avec la Place, l'AMF a adopté un dispositif qui, dans l'attente du recueil des données nécessaires, permet de préserver une technique largement utilisée sur la Place de Paris au bénéfice des entreprises qui y sont cotées et des investisseurs.* »

Dans le prolongement de la Décision 2018-01, l'AMAFI entreprenait alors des travaux afin de mettre à jour le Contrat type de liquidité qu'elle met à disposition de la Place. Après plusieurs échanges avec les services de l'AMF, une version modifiée était ainsi publiée le 26 novembre 2018.

Par ailleurs, des réflexions étaient menées en liaison avec les services de l'AMF pour clarifier certains points de mise en œuvre de la Décision 2018-01.

49. Même si la Décision AMF 2018 s'inspire très largement de la pratique antérieure (qui est par la même abrogée à compter de cette même date) et des principes de la Charte de déontologie AMAFI concernant les contrats de liquidité, (qui également par la même cesse de s'appliquer), elle comporte pour autant un certain nombre d'évolutions significatives applicables pour une période de deux ans au terme de laquelle l'AMF procédera à une revue d'ensemble.

50. De ce fait, l'AMAFI a mis à jour son Contrat type de liquidité qui a été publié le 26 novembre 2018 (AMAFI / 18-67), avant d'être republiée (mais sans aucune modification) le 15 janvier 2019 (AMAFI / 19-06a) afin de faire le lien avec les présents Commentaires.

C. - LE CONTRAT TYPE AMAFI DE LIQUIDITE - COMMENTAIRES PAR ARTICLE

51. Les références entre crochets font le lien avec celles contenues dans la colonne de droite du Contrat-type AMAFI de liquidité (le Contrat).

➤ Parties au Contrat

[A] Les Parties au Contrat sont naturellement l'Émetteur d'une part, l'Animateur d'autre part. Pour des raisons tenant principalement à l'évolution de la pratique, les versions précédentes du Contrat-type n'excluaient pas la possibilité qu'un ou plusieurs actionnaires s'engagent aux côtés de l'Émetteur, sans toutefois promouvoir cette configuration.

La présente version du Contrat de liquidité s'inscrivant plus que jamais dans le cadre contraint résultant tant de MAR et de l'interprétation qu'en font les régulateurs que des dispositions régissant le rachat par un émetteur de ses propres titres, il n'a pas été jugé opportun de reprendre cette possibilité dans le Contrat-type AMAFI. Pour autant, elle reste utilisable.

Il appartient ainsi aux utilisateurs du Contrat, le moment venu, de juger – nécessairement avec la plus grande prudence – si l'implication de certains actionnaires aux côtés de l'Émetteur, voire la conclusion d'un Contrat de liquidité avec de tels actionnaires seulement, est opportune.

➤ Préambule

[P.1.] Le Contrat s'insère dans le nouveau cadre défini par MAR et son Règlement délégué (2016/908 du 26 février 2016) qui précise « *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* ».

Il s'insère bien sûr également dans le cadre défini, d'une part, par la Décision AMF 2018 qui a instauré en France une pratique de marché admise conforme à MAR et, d'autre part, par les autres dispositions qui sont visées comme textes de référence en tête de la Décision AMF 2018.

Il s'insère enfin dans le cadre des dispositions du Code de commerce applicables au rachat par un émetteur de ses propres actions au titre d'un programme de rachat d'actions autorisé par son assemblée générale.

[P.2.] Il est rappelé que les interventions réalisées en conformité avec les prescriptions du Contrat qui, lui-même, s'inscrit dans le cadre d'une pratique de marché admise, ne peuvent, conformément à l'article 13.1 de MAR, être de ce seul fait constitutives d'une manipulation de marché ou tentative de manipulation de marché. Pour autant, les interventions qui ne respectent pas les conditions fixées par la Décision AMF 2018 ne sont pas interdites. Simplement, ces interventions ne bénéficient pas alors de l'article 13.1 de MAR (Décision AMF, Préambule, § (3)).

Néanmoins, l'AMF pourrait rechercher la commission d'une infraction s'il apparaissait que des interventions ont conduit à « *effectuer une transaction, passer un ordre ou adopter tout autre comportement qui :*

- *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*
- *fixe ou est susceptible de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers, d'un contrat au comptant sur matières premières qui leur est lié ou d'un produit mis aux enchères sur la base des quotas d'émission; (...)* » (MAR, art. 12.1.a)

Il est en effet rappelé que, pour être sanctionné, le manquement de manipulation de cours doit être en tout état de cause caractérisé par la Commission des sanctions. Les conditions de cette caractérisation sont précisées au travers de sa jurisprudence et de celle des juridictions de recours (v. en ce sens « *Marchés financiers : Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2016* », AMF, 7 juin 2018, p. 267 et s.).

Or, cette jurisprudence, même lorsqu'elle est antérieure à MAR, conserve toute sa pertinence : en effet, les seules modifications introduites par MAR par rapport au dispositif prévu sous MAD concernent la liste des instruments couverts par l'interdiction de manipulation de cours, au titre desquels figuraient déjà les titres de capital. Ainsi, bien que les critères dégagés par la Commission des sanctions en la matière soient toujours susceptibles d'évoluer, on peut néanmoins penser que les grandes lignes dégagées à ce jour déterminent déjà avec une certaine précision les comportements répréhensibles.

Ainsi, une ou des interventions réalisées dans le cadre d'un CL mais en dehors de celui fixé par la Décision ne seront considérées comme une manipulation de cours que pour autant qu'elles sont réalisées dans des conditions que la Commission des sanctions analyse comme constitutives d'un tel manquement.

[P.3.] Il y a lieu de préciser le montant du capital social de l'Émetteur, le nombre d'actions qui le composent et leur valeur nominale dans la mesure où ces titres de capital forment l'objet même du Contrat.

[P.4.] Du fait du cadre défini par le Code de commerce (*art. L. 225-209 et s.*) en matière de rachat d'actions dans lequel s'inscrit la technique du contrat de liquidité (*v. infra [P.6.]*), le Contrat ne peut être mis en œuvre que sur un ou plusieurs marchés réglementés ou sur un ou plusieurs systèmes multilatéraux de négociation organisés au sens de l'article 525-1 du Règlement général de l'AMF. En outre, ces marchés et systèmes sont nécessairement placés sous la compétence de l'AMF, à l'exclusion donc de ceux qui sont situés en dehors du territoire national¹³.

De ce fait, à ce jour, le choix est limité à Euronext Paris et Euronext Growth.

[P.5.] L'objectif du Contrat est rappelé brièvement (et l'est également bien sûr à son article 1^{er} qui définit l'objet du Contrat). La Décision AMF 2018 rappelle à cet égard (*Décision AMF, Préambule, § (2)*) que conformément à l'article 13.1 de MAR (relatif aux pratiques de marché admises), l'interdiction des manipulations de marché et des tentatives de manipulation de marché prévue à l'article 15 de MAR ne s'applique pas aux activités visées à l'article 12, paragraphe 1, point a) de MAR, « *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 aux préconisations de la pratique de marché admise instaurée par la Décision AMF* ».

Mais sur le fait que le non respect de la Décision AMF 2018 ne constitue pas en soi une manipulation de marché ou une tentative de manipulation de marché, v. supra [P.2.].

[P.6.] Le Contrat est mis en œuvre dans le cadre d'un programme de rachat d'actions soumis aux dispositions des articles L. 225-206 et suivants du Code de commerce. Cela entraîne l'assujettissement à certaines obligations. Ainsi, l'Émetteur doit avoir obtenu une décision préalable de son assemblée générale ordinaire (et non de l'assemblée générale extraordinaire puisque la finalité de l'opération n'est pas une réduction de capital) autorisant à cet effet son conseil d'administration ou directoire. Cette autorisation, qui ne peut être donnée pour une durée supérieure à 18 mois, doit définir les finalités et les modalités de l'opération ainsi que son plafond. Si l'autorisation ainsi donnée venait à être modifiée, cela pourrait avoir un impact sur le Contrat de liquidité, et il est donc important que l'Émetteur en informe alors l'Animateur.

[P.7.] Par ailleurs, s'agissant particulièrement des émetteurs de droit étranger, ils peuvent être soumis, en vertu du droit qui leur est applicable, à des obligations particulières, voire à des interdictions ou des limites qui peuvent avoir un impact sur leur capacité à conclure un contrat de liquidité. Il est donc important qu'ils procèdent à cette vérification et déclarent, lorsqu'ils concluent le Contrat, qu'ils sont habilités, conformément à leur droit national, à procéder à des opérations d'achat et de vente de leurs propres actions dans les conditions prévues au Contrat.

[P.8.] L'Animateur doit être un prestataire de services d'investissement, autre qu'une société de gestion de portefeuille. La nouveauté instaurée par la Décision AMF 2018 est qu'il doit être membre du marché sur lequel il réalise les opérations d'animation du marché pour le compte de l'Émetteur et doit intervenir sur le marché concerné sous sa propre identité de négociation (*Décision AMF, art. 4.1*).

[P.9.] Une formule complémentaire est prévue afin de lier, si les Parties le jugent utile, le contrat de liquidité au contrat de *Liquidity provider* Euronext qui peut par ailleurs avoir été conclu.

¹³ « *Une pratique de marché qui a été instaurée par une autorité compétente comme étant une pratique de marché admise sur un marché donné n'est pas considérée comme applicable à d'autres marchés, à moins que les autorités compétentes de ces autres marchés n'aient officiellement admis cette pratique en vertu du présent article* » (*MAR, art. 13.2*).

Il est rappelé à cet égard, que la technique du contrat de liquidité n'étant pas la seule destinée à renforcer la liquidité de certains titres il convient de faire mention particulièrement du contrat de *Liquidity provider* mis en place par Euronext. Il est en effet fréquent, mais sans toutefois que cela ne constitue une règle absolue, que le contrat de liquidité et le contrat de *Liquidity provider* Euronext soient adossés l'un à l'autre. En effet, au regard des engagements importants qui résultent du contrat de *Liquidity provider*, nombre d'intermédiaires ne peuvent accepter de les prendre que dans la mesure où via le contrat de liquidité, ils disposent de moyens mis à leur disposition par l'Émetteur.

Ainsi, le contrat de *Liquidity provider* Euronext (*Euronext Rule Book, art. 4107*) est le contrat qui lie un membre de marché à Euronext (contrairement au contrat de liquidité qui lie l'Émetteur et l'Animateur) et par lequel, en contrepartie de l'engagement pris par le membre du marché de régulariser les cours d'une valeur par des opérations d'animation dans des conditions contractuellement définies, Euronext Paris assure au membre considéré :

- D'une part, la publicité du statut de *Liquidity provider* ainsi conféré ;
- D'autre part, la gratuité des ordres transmis et des négociations réalisées dans le cadre du contrat d'animation.

➤ Article 1 – Objet du Contrat

[1.1.] Dans le cadre mentionné ci-dessus (*v. supra [P.1.] et s.*), cet article rappelle que l'objet du contrat est de « *favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations des Titres et d'éviter des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché* » (*v. aussi infra [4.1.]*), reprenant ainsi le principe mentionné à l'article 1 de la Décision AMF.

[1.2.] Le contrat de liquidité est un contrat de mandat. L'Animateur agit en qualité de mandataire de son cocontractant : en tant que professionnel, il met sa connaissance, son expérience et son expertise technique du marché au service de son cocontractant pour remplir, dans les meilleures conditions possibles, l'objectif poursuivi au travers du contrat de liquidité. A ce titre, le service assumé par l'Animateur au travers du contrat de liquidité n'est pas fondamentalement différent de celui assuré par un gestionnaire de portefeuille vis-à-vis de son client. Ce qui change c'est l'objectif assigné : le gestionnaire cherche à maximiser la rentabilité des sommes qui lui ont été confiées ; l'Animateur quant à lui cherche à assurer la liquidité des titres de l'Émetteur.

[1.3.] Le Contrat détermine par ailleurs les conditions dans lesquelles des moyens en Titres ou en espèces sont alloués à l'Animateur pour lui permettre de remplir la mission qui lui a été confiée.

➤ Article 2 – Ouverture du Compte de liquidité

[2.1.] Le Compte de liquidité est destiné à retracer toutes les opérations effectuées par l'Animateur au titre du Contrat, et seulement ces opérations. En d'autres termes, afin d'éviter toute confusion des actifs à disposition du Contrat, si l'Animateur devait réaliser d'autres opérations pour le compte de l'Émetteur, il sera nécessaire que celles-ci soient comptabilisées sur un autre compte que le Compte de liquidité.

[2.2.] Les moyens détenus sur le Compte de liquidité doivent être proportionnés aux objectifs assignés au Contrat de liquidité (*v. infra [2.4.]*). Ce principe préside également aux dispositions de l'article 10 du Contrat relatif à l'équilibre nécessaire du Compte de liquidité (*v. infra [10.1.]*). L'une des conséquences de ce principe est que le Compte de liquidité ne peut pas présenter un solde débiteur sur sa partie espèces comme sur sa partie titres (*Décision AMF, art. 4.6, dernier al.*).

L'obligation toutefois que les « *espèces et les titres figurant dans le Compte de liquidité présentent en toutes circonstances un solde créditeur* », n'empêche pas que les soldes espèces ainsi détenus puissent être intégrés dans un dispositif de centralisation de trésorerie dans les conditions précédemment

énoncées par l'AMF (v. Lettre de M. Thierry Francq, Secrétaire général de l'AMF, à l'AMAFI en date du 14 avril 2009).

[2.3.] La mise en œuvre du Contrat de liquidité supposant que des titres et des espèces soient mis à disposition de l'Animateur pour lui permettre d'intervenir sur le Marché, le Compte de liquidité est alimenté à l'origine par les versements en Titres et en espèces effectués à cette fin.

Il est toutefois envisageable que dans certaines circonstances, les versements initiaux ne soient constitués que par des espèces (sur les solutions dégagées afin de permettre la constitution d'un volant minimal de Titres, v. Contrat, art. 3).

[2.4.] En énonçant que « *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* » (Décision AMF, art. 4.6), sont imposées des restrictions au montant des ressources en espèces et en Titres qui peuvent être allouées au Contrat de liquidité. Ces restrictions qui seront revues au terme d'une période de deux ans à compter de l'entrée en application de la Décision AMF, c'est-à-dire au titre des années 2019 et 2020 (la Période transitoire), sont précisées en relation avec l'article 10 du Contrat (v. infra [10.1.]).

➤ Article 3 – Constitution d'un volant de titres

[3.1.] Comme indiqué précédemment (v. supra [2.3.]), il peut exister des situations dans lesquelles le Compte de liquidité ne sera à l'origine alimenté que par des versements en espèces. Or, l'absence de Titres sur le Compte de liquidité induit que, sauf situation de marché particulière (tendance baissière prolongée conduisant à ce que contrat de liquidité ne soit amené à agir qu'à l'achat), il ne sera pas possible à l'Animateur d'intervenir conformément aux termes de son mandat : « *en vue de favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations des Titres et d'éviter des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché* ».

Le mécanisme ici décrit constitue donc l'un des aspects de mise en œuvre du principe de proportionnalité évoqué (v. supra [2.4.]) ci-dessus. L'objectif est de prévoir dans le Contrat une « parenthèse » permettant d'introduire une phase d'acquisition de Titres détachée du strict objet du mandat confié à l'Animateur afin de pouvoir les porter au crédit du Compte de liquidité.

[3.2.] Constituant une dérogation à l'objet du Contrat tel qu'il a été précédemment défini (v. supra [1.1.]), le mécanisme ainsi mis en place est strictement encadré puisque les acquisitions de Titres réalisées « *ont pour seul objet la constitution d'un volant de Titres permettant la mise en œuvre du Contrat* ».

Par ailleurs :

- Seules les acquisitions de Titres sont possibles à l'exclusion de toute cession ; ce qui montre bien que le contrat de liquidité n'est pas encore « *opérationnel* ».
- La phase d'acquisition est encadrée : soit elle est limitée dans le temps par un délai laissée à l'appréciation des parties ; soit elle est limitée en nombre de Titres ou en montant.

[3.3.] Lorsque un délai a été spécifié pour réaliser l'acquisition des titres servant à la mise en œuvre du Contrat, et que l'Animateur n'a pas été en mesure de constituer le volant de titres une fois écoulée la période de prorogation, il pourrait par exemple être convenu entre les Parties que le Contrat est de fait résilié pour impossibilité de réalisation de son objet.

[3.4.] L'Animateur doit tenir l'Émetteur informé des conditions dans lesquelles il est amené, le cas échéant, à acquérir, sur le Marché, des Titres dans le but de lui permettre de disposer, pour le compte de l'Émetteur, de moyens adéquats, en espèces et en Titres, pour mettre œuvre le Contrat de liquidité.

➤ Article 4 – Caractéristiques des interventions de l'intermédiaire

[4.1.] Les conditions de ses interventions sont laissées à la seule appréciation de l'Animateur (sur l'indépendance qui lui est ainsi conférée, v. infra art. 5) : il appartient, en sa qualité de professionnel de marché, d'apprécier quand et à quel niveau il maximisera son efficacité. Il est rappelé toutefois que ses interventions ont pour « *seul objectif de favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations des Titres et d'éviter des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché* » (v. aussi supra [1.1]).

Cette limite contractuelle s'impose d'autant plus que « *le fait, par toute personne, de réaliser une opération, de passer un ordre ou d'adopter un comportement qui donne ou est susceptible de donner des indications trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ou qui fixe ou est susceptible de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un instrument financier* » est, en vertu de l'article L. 465-3-1, I. A du Code monétaire et financier, puni des peines prévues à l'article L. 465-1 du même Code, soit cinq ans d'emprisonnement et d'une amende de 100 millions d'euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant de l'avantage retiré du délit. Il doit être noté que le 2^{ème} alinéa de l'article L. 463-3-1 précité précisé que « *Le A du présent I n'est pas applicable dans les cas où l'opération ou le comportement mentionné au présent I est fondé sur un motif légitime et est conforme à une pratique de marché admise* ».

[4.2] Après avoir rappelé que le PSI n'émet pas d'ordre ayant pour effet de provoquer un écart de cours non justifié par la tendance constatée sur le marché, la Décision AMF énonce, dans son article 4.3, que « *pour limiter ce risque* », les interventions sur le marché concerné sont soumises à des restrictions de négociation en termes de volumes et de prix et pendant les périodes de détermination d'une enchère. Ces restrictions sont précisées respectivement aux paragraphes a, b et c de cet article 4.3.

Avant de rappeler la nature de ces restrictions qui figure ci-après, il paraît utile d'attirer l'attention sur trois points :

- (i) D'abord, la Décision AMF prévoit des conditions particulières qui, dans certaines situations, impose à l'Animateur de documenter pour chaque journée de négociation la justification ayant conduit à considérer que la non observation de certaines restrictions a été nécessaire à la mise en œuvre du Contrat et n'a pas altéré le fonctionnement ordonné du marché ;
- (ii) Ces conditions particulières sont directement issues de la discussion menée avec l'Association. Leur objet est d'introduire une certaine souplesse dans la mise en œuvre du Contrat tout en permettant à l'AMF de disposer de la base documentaire nécessaire pour qu'elle puisse ultérieurement calibrer plus finement les restrictions qu'elle a posées. Cette revue sera menée au terme d'une période transitoire de deux ans à compter de l'entrée en application de la Décision AMF (la Période transitoire), c'est-à-dire au titre des années 2019 et 2020 (s'agissant des règles qui seront applicables au-delà de la Période transitoire, v. infra [4.5.]) ;
- (iii) Comme cela a été rappelé plus haut (v. supra [P.2] et Décision AMF, Préambule, § (3)), les interventions qui ne respectent pas les conditions fixées par la Décision AMF 2018 ne sont pas interdites mais elles ne bénéficient pas dans ce cas à des dispositions de l'article 13 de MAR.

▪ **Restrictions en termes de volume (Décision AMF, art. 4.3.a)**

Au-delà d'un seuil de 20.000€ sur les interventions cumulées au cours d'une même journée de négociation, l'Animateur n'est pas autorisé à acheter ou à vendre 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.

Ce pourcentage est fixé, à l'achat et à la vente, en fonction du niveau de liquidité du titre sur la plateforme de négociation. Il résulte de la division de la contrevaletur 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 contrevaletur du volume moyen des titres de capital échangés au cours des 30 précédentes journées de négociation sur le marché concerné.

La limite est fonction du niveau de liquidité des Titres, objet du Contrat, par référence aux exigences de liquidité applicables aux actions, qui sont définies à l'article 1^{er} du Règlement délégué (UE) 2017/567 de la Commission du 18 mai 2016.

Il est donc important que la catégorisation des Titres en « Titres de capital non liquides » ou « Titres de capital liquides » ou « Titres de capital très liquides » soit définie dans le Contrat.

- (i) Pour les titres de capital non liquides, le pourcentage est plafonné à 50%. Lorsque les interventions dépassent le seuil de 25%, l'Animateur documente pour chaque journée de négociation, la justification ayant conduit à considérer que le dépassement a été nécessaire à la bonne mise en œuvre du Contrat et n'a pas altéré le fonctionnement ordonné du marché.
- (ii) Pour les titres de capital liquides, le pourcentage est plafonné à 25%. Lorsque les interventions dépassent le seuil de 15%, l'Animateur documente pour chaque journée de négociation, la justification ayant conduit à considérer que le dépassement a été nécessaire à la bonne mise en œuvre du Contrat et n'a pas altéré le fonctionnement ordonné du marché.
- (iii) Pour les titres de capital très liquides, le pourcentage est plafonné à 5%, sans possibilité de dépassement.

Il est à noter que les seuils de 50% et 25% mentionnés respectivement aux (i) et (ii) ci-dessus ne sont applicables que pendant la Période transitoire (*v. infra [4.4.]*).

Il est à noter également que l'Animateur peut effectuer une transaction de bloc en-dehors du carnet d'ordre central du Marché lorsque cette transaction est effectuée en rééquilibrage des moyens espèces et titres dont il dispose et si la transaction est rapportée au Marché dans les conditions prévues par les règles d'organisation et de fonctionnement de la plateforme. La transaction de bloc n'est alors pas soumise aux restrictions de volume mentionnées ci-dessus (*Décision AMF, art. 4, par. 4*).

▪ ***Restrictions en termes de prix (Décision AMF, art. 4.3.b)***

En dehors du cadre d'un dispositif de valorisation prévu par les règles d'organisation et de fonctionnement du marché concerné, l'Animateur doit émettre des ordres d'achat ou de vente respectant les limites de prix mentionnées ci-après :

- (i) 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 ;
- (ii) 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 qualifiés de « titres de capital non liquides » ou de « titres de capital liquides », la limite de prix peut, pendant la Période transitoire, être plus compétitive que la limite mentionnée à l'alinéa précédent à condition que l'ordre correspondant se positionne entre la meilleure offre de prix à l'achat et la meilleure offre de prix à la vente.

Lorsqu'il fait usage de cette faculté, l'Animateur documente, pour chaque séance de négociation, la justification l'ayant conduit à considérer que le recours à cette faculté était nécessaire à la mise en œuvre du Contrat et n'a pas altéré le fonctionnement du marché.

- **Restrictions pendant les périodes de détermination d'une enchère (fixing) (Décision AMF, art. 4.3.c)**

Il paraît utile de faire également état des restrictions applicables pendant les périodes de détermination d'une enchère (fixing) qui sont mentionnées par la Décision AMF, bien qu'elles ne fassent pas l'objet d'une disposition particulière du Contrat. Ainsi il est spécifié que l'Animateur a l'obligation de faire ses meilleurs efforts pour ne pas émettre 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 le Titre est exclusivement négocié par voie d'enchère, l'Animateur veille à ne pas émettre d'ordre entravant la tendance de fond du marché.

[4.3] Les conditions dans lesquelles s'effectue la documentation exigée par l'AMF ont été précisées par l'Association en liaison avec les services de l'Autorité.

[4.4] Comme indiqué ci-dessus (v. [4.2]), les restrictions susvisées étant fonction du niveau de liquidité des Titres, objet du Contrat, par référence aux exigences de liquidité applicables aux actions, définies à l'article 1^{er} du Règlement délégué (UE) 2017/567 de la Commission du 18 mai 2016, la catégorisation des Titres en « Titres de capital non liquides » ou « Titres de capital liquides » ou « Titres de capital très liquides » doit être définie dans le Contrat.

[4.5] Si le Titre change de catégorie au sens de l'article 4.3.a de la Décision AMF, les Parties prennent les mesures nécessaires pour tenir compte des changements affectant la mise œuvre du Contrat, en conformité avec les exigences de ladite Décision (Décision AMF, art. 4, par. 7).

[4.6] Comme indiqué ci-dessus (v. supra [4.2]. (ii)), certaines des restrictions imposées par la Décision AMF ne sont prévues que pour la Période transitoire. Il est rappelé à cet égard que comme l'AMAFI le souhaitait, l'AMF a fixé un cadre qui laisse suffisamment de liberté aux animateurs durant une période de deux ans pendant laquelle elle collectera les données nécessaires qui lui permettront *in fine* d'affiner ce cadre, en durcissant ou en assouplissant certaines contraintes. Cela signifie que d'autres règles devront être édictées à l'issue de la Période transitoire. Afin d'éviter que ces nouvelles règles ne conduisent à devoir absolument modifier le Contrat, il est d'ores et déjà prévu qu'elles s'appliqueront automatiquement au Contrat, la seule obligation de l'Animateur à cet égard étant, le moment venu, d'en informer l'Émetteur.

[4.7] Ainsi qu'il l'a été déjà rappelé (v. supra [P.2]), il reste possible d'intervenir en dehors du cadre de la PMA sans que cela ne constitue automatiquement une manipulation de cours. L'attention de l'AMF devant être nécessairement plus forte sur de telles actions, il est ici prévu qu'en ce cas l'Émetteur ait autorisé l'Animateur à cet effet.

[4.8] Pour les valeurs dont la capitalisation est supérieur à 1 Md€, le fait d'intervenir en dehors de la PMA déclenche l'application de la taxe sur les transactions financières. Cette taxe, qui ne s'applique que sur le solde des transactions réalisées dans la même journée dès lors qu'il traduit une position nette acheteuse en fin de journée, est alors due par l'Émetteur.

[4.9] Une disposition particulière est prévue dans le cas où les Parties souhaitent lier juridiquement leur contrat de liquidité à un contrat de *Liquidity Provider* conclu avec Euronext (cf. supra [P.7]).

➤ Article 5 – Indépendance de l'Animateur

[5.1.] L'indépendance de l'Animateur est au cœur même du dispositif (*Décision AMF, art. 1 et 4.5*) et cette indépendance signifie notamment que l'Animateur « *apprécie seul l'opportunité de ses interventions sur le Marché* ». L'Émetteur ne peut ainsi lui donner aucune instruction ou même information destinée à orienter ses interventions. Dans le cadre de son mandat et de l'objectif poursuivi au travers du contrat de liquidité, la liberté d'appréciation de l'Animateur est ainsi limitée par seulement deux bornes :

- La première est qu'il doit agir conformément à l'objet même du mandat qu'il a reçu.
- La seconde est qu'il doit déterminer l'utilité de chacune de ses interventions par rapport à son impact sur la continuité du Contrat.

[5.2.] Le Contrat de liquidité doit être mis en œuvre dans le souci d'assurer la continuité des interventions. Ainsi, l'Animateur doit chercher à utiliser les Titres et/ou espèces mis à sa disposition de façon à permettre à son action de s'inscrire dans la durée. S'agit-il seulement de corriger un mouvement erratique ou s'agit-il d'une tendance de fond du Marché et/ou du Titre qu'il serait illusoire de tenter de contrecarrer par rapport aux disponibilités figurant sur le Compte de liquidité ? S'agissant d'ailleurs d'un mouvement qui constituerait une tendance de fonds du Marché et/ou du Titre, il doit au demeurant être observé qu'il n'entre pas dans l'objet du Contrat de le « contrecarrer », une telle action pouvant alors relever de la manipulation de cours (*v. supra [4.1.]*).

Ainsi, si toutes les interventions de l'Animateur doivent avoir pour objet « *de favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations des Titres* », et s'il lui est imposé d'être « *présent à l'achat et à la vente (...) dans des conditions normales de marché* » (*Décision AMF, art. 4.2*), ce n'est pas pour autant que cette présence doit le conduire à placer dans le carnet des ordres à des prix instantanément exécutables. Il lui appartient, non seulement d'estimer de quel côté de la fourchette, sa présence est la plus utile, mais aussi d'assurer qu'est maintenue sa capacité à intervenir dans la durée, donc sans consommation excessive des moyens en titres et espèces dont il dispose.

[5.3.] Toujours en application de la nécessaire indépendance de l'Animateur, le Contrat prévoit que l'Animateur « *doit disposer, dans toute la mesure du possible, d'une organisation interne adaptée garantissant l'indépendance du collaborateur chargé de réaliser les interventions sur le marché* ».

Lorsque une telle organisation interne ne peut être mise en place, du fait de la taille de l'Animateur, l'AMF reprend le principe qu'elle avait énoncé précédemment dans sa PMA du 21 mars 2011, à savoir « *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* » (*Décision AMF, art. 4.5*).

[5.4.] Dès lors que le dispositif qui est ici brièvement décrit s'applique en tout état de cause en vertu de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, cet article peut apparaître superflu dans le cadre du Contrat.

Il est toutefois estimé utile d'attirer spécifiquement l'attention de l'Émetteur sur ce point. L'expérience montre en effet que, dans certaines situations, et notamment pour les sociétés dont la capitalisation est la plus faible, les dirigeants de ces sociétés ne sont pas toujours suffisamment sensibilisés à la question des conditions de diffusion des informations privilégiées. Aussi, alors que les relations qui s'établissent entre l'Émetteur et l'Animateur pour la mise en œuvre du contrat de liquidité ne doivent pas induire une moins grande vigilance de l'Émetteur sur la nature et l'étendue des informations qu'il divulgue à l'Intermédiaire, cette clause a une visée essentiellement pédagogique.

Dans ce contexte, le rappel des mesures nécessaires que doit prendre l'Animateur pour éviter l'utilisation des informations privilégiées (délit d'initié) ainsi que leur communication, sanctionnées par l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier (délit de communication d'information privilégiée) n'est effectué que pour constituer le corollaire des obligations de l'Émetteur. A la différence de l'Émetteur, l'Animateur est en effet placé dans un contexte (réglementation AMF) où les préoccupations de conformité sont nécessairement permanentes et préalables à toute action.

[5.5.] L'article 17-7 de MAR prévoit : « *Si la publication d'une information privilégiée a été différée conformément [aux dispositions du règlement] et que la confidentialité de cette information privilégiée n'est plus assurée, l'émetteur ou le participant au marché des quotas d'émission publie cette information privilégiée dès que possible.* »

L'Animateur s'engage donc à maintenir une telle information confidentielle si celle-ci venait à lui être connue dans le cadre des relations qu'implique le Contrat, à charge pour l'Émetteur de prendre les dispositions nécessaires pour remplir l'obligation que lui impose l'article 17-7 de MAR.

➤ Article 6 – Comptes rendus

[6.1.] Les sociétés qui rachètent leurs propres actions sont soumises à des obligations d'information particulières qui découlent des dispositions du Code de commerce relatives au rachat d'actions. Par ailleurs, les émetteurs qui effectuent des opérations sur leurs propres titres dans le cadre d'une pratique de marché admise par l'AMF sont soumis à des obligations de transparence vis-à-vis du public et de l'AMF qui découlent de la Décision AMF. Certaines de ces obligations se recoupent, le Code de commerce renvoyant dans certains cas à la pratique de marché admise.

✚ La plupart de ces obligations s'imposent à l'Émetteur, et non à l'Animateur. Toutefois, comme prévu à l'article 7 du Contrat, l'Animateur doit fournir à l'Émetteur toutes les informations nécessaires à l'accomplissement par ce dernier de ses obligations (Décision AMF, art. 2.1 ; v. aussi infra [7.1]).

✓ Les dispositions applicables propres au rachat d'actions qui figurent dans le Code de commerce et le Règlement général de l'AMF sont les suivantes :

- En vertu du premier alinéa de l'article L. 225-212 du Code commerce, « *Les sociétés doivent déclarer à l'Autorité des marchés financiers les opérations qu'elles envisagent d'effectuer en application des dispositions de l'article L. 225-209* ». Cette déclaration est réputée avoir été réalisée lorsqu'elle a été effectuée en application d'une pratique de marché admise, c'est-à-dire de la Décision AMF. Elles doivent en outre informer chaque mois l'Autorité des marchés financiers « *des acquisitions, cessions, annulations et transferts qu'elles ont effectués* » ;
- En vertu de l'article L. 225-211 du Code commerce, les sociétés doivent tenir un registre des achats et des ventes effectuées notamment en application de l'article L. 225-209 comportant un certain nombre de mentions précisées par l'article R. 225-160 du Code de commerce ;
- En vertu de l'article 241-4 du Règlement général de l'AMF, tout émetteur effectuant des transactions sur ses propres titres dans le cadre d'un programme de rachat déclare mensuellement ces transactions à l'AMF par voie électronique selon des modalités et un format définis dans une instruction de l'AMF. L'article 241-7 du Règlement général, quant à lui, renvoie à la pratique de marché admise, en ce qui concerne les déclarations des transactions devant être effectuées à l'AMF, et ce par dérogation au I de l'article 241-4.

- ✓ Les dispositions propres à la pratique de marché admise qui figurent dans la Décision AMF sont les suivantes :
 - Les obligations d'information du public et du marché préalablement à la mise en œuvre du contrat de liquidité sont précisées au paragraphe 2 respectivement des articles 2 et 3 ;
 - Les obligations d'information du public et du marché pendant la mise en œuvre du contrat de liquidité sont précisées au paragraphe 3 de l'article 2 et paragraphe 2 de l'article 3. Elles comportent une obligation d'information semestrielle ainsi qu'un compte rendu mensuel visé par ailleurs à l'article L. 225-212 du Code de commerce et au II. de l'article 241-4 du Règlement général de l'AMF (v. supra) ;
 - Les obligations d'information du public et du marché lorsqu'il est mis fin au contrat de liquidité sont précisées au paragraphe 4 de l'article 2 et paragraphe 3 de l'article 3.

✚ Certaines obligations s'imposent directement à l'Animateur

- ✓ Il doit tenir et conserver, pendant au moins 5 ans, un registre des ordres et des transactions relatifs au contrat de liquidité (Décision AMF, art. 4.1. (ii)) ;
- ✓ Il doit informer annuellement l'AMF « *des services rendus à l'Émetteur en association avec le contrat de liquidité ainsi que des diverses rémunérations perçues dans ce cadre* » (Décision AMF, art. 3.4), c'est-à-dire en l'occurrence les services qui, par rapport à l'activité du Contrat, ne sont pas protégés par une barrière à l'information au sens du RG AMF.

[6.2.] En outre, et en dehors de toutes les obligations d'information qui s'imposent à lui en qualité de prestataire fournissant un service d'exécution d'ordres et, le cas échéant, de tenue de compte conservation, l'Animateur est, comme tout mandataire, tenu de rendre périodiquement compte des conditions dans lesquelles il exécute son mandat. Un compte-rendu mensuel a ici été jugé suffisant. Afin de permettre à l'Émetteur de remplir son obligation d'information mensuelle de l'AMF (v. supra [6.1.]) dans le cadre de son programme de rachat d'actions, il appartient à l'Animateur de lui communiquer sous une forme facilement exploitable, toutes les informations nécessaires pour permettre à cet Émetteur d'accomplir son obligation.

[6.3.] Par ailleurs, de façon facultative, et le cas échéant moyennant une rémunération supplémentaire, l'Animateur et l'Émetteur peuvent en outre convenir que pour le compte de l'Émetteur, l'Animateur calculera tant pour le mois écoulé que pour la période écoulée depuis la signature du Contrat :

- Le nombre des Titres achetés et leur coût moyen pondéré,
- Le nombre des Titres vendus et leur coût moyen pondéré.

➤ **Article 7 – Information du Marché**

[7.1.] Il est renvoyé sur ce point aux explications figurant ci-dessus (v. supra [6.1.]).

[7.2.] Il peut être convenu que la mission de l'Animateur pourra aller jusqu'à préparer la rédaction d'un projet de communiqué comportant les informations requises pour satisfaire aux obligations de transparence de l'Émetteur (v. supra [6.1.]).

➤ **Article 9 – Détachement de dividende**

[9.1.] Les actions détenues par l'Émetteur ne pouvant donner lieu au versement d'un dividende (et étant privées de droits de vote) (C. com., art. L. 225-210, 4^{ème} al.), il a été estimé utile de rappeler ce principe dans le Contrat.

Cela signifie que, pour assurer le respect de ce principe, l'ensemble des titres détenus sur le Compte de liquidité qui, par essence sont détenus pour le compte de l'Émetteur, n'ouvrent pas droit aux dividendes.

➤ Article 10 – Équilibre du Compte de liquidité

[10.1.] Il est rappelé que les moyens, en espèces et en Titres (ensemble les Ressources), détenus sur le Compte de liquidité doivent être proportionnés et adaptés aux objectifs du Contrat (*v. supra [2.2.]*).

Au-delà de ce principe qui est rappelé dans la Décision AMF, celle-ci impose des restrictions, au titre de la Période transitoire, quant au montant des Ressources qui peuvent être allouées par l'Émetteur au contrat de liquidité. Ces restrictions diffèrent en fonction de la liquidité du titre et donc de la catégorie dans laquelle les Titres, objet du Contrat, ont été placés, telle que cette catégorisation apparaît déjà à l'article 4.1 du Contrat (*v. supra [4.2]*). Il y a donc lieu de rappeler ce point à l'article 10.

Ces restrictions sont les suivantes (*Décision AMF, art. 4.6*) :

- (i) Pour les titres de capital non liquides, les Ressources ne peuvent pas dépasser 750% du volume de transaction quotidien moyen observé sur le Marché au cours des 30 précédentes journées de négociation ou 1,5% de la capitalisation boursière de l'Émetteur, sans dépasser un plafond de 3 millions d'euros. Lorsque les Ressources dépassent 500% du volume de transaction quotidien ou 1% de la capitalisation boursière, ou dépassent 1 million d'euros, l'Émetteur documente la justification ayant conduit à considérer que le surcroît de ressources est nécessaire à la bonne mise en œuvre du Contrat et reste proportionné et adapté à ses objectifs ;
- (ii) Pour les titres de capital liquides, les Ressources ne peuvent dépasser 300% du volume de transaction quotidien moyen observé sur le Marché au cours des 30 précédentes journées de négociation sans dépasser un plafond de 30 millions d'euros. Lorsque les Ressources dépassent 200% du volume de transaction quotidien, ou dépassent 20 millions d'euros, l'Émetteur documente la justification ayant conduit à considérer que le surcroît de ressources est nécessaire à la bonne mise en œuvre du Contrat et reste proportionné et adapté à ses objectifs ;
- (iii) Pour les titres de capital très liquides, les Ressources ne peuvent dépasser 100% du volume de transaction quotidien moyen observé sur le Marché au cours des 30 précédentes journées de négociation sans dépasser un plafond de 50 millions d'euros.

Les limites précitées qui s'appliquent aux Titres de l'Émetteur sont appréciées sur la base des données de marché à la date de conclusion du Contrat. Elles sont réexaminées lors de son échéance et de sa reconduction. Elles peuvent être réexaminées, « *si nécessaire* », en cours de période. 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 (*v. infra [12.2]*)

Si le Titre change de catégorie au sens du paragraphe 3a de la Décision AMF, les Parties prennent les mesures nécessaires pour tenir compte des changements affectant la mise œuvre du Contrat, en conformité avec les exigences de ladite Décision.

[10.2] Ces restrictions, comme certaines des restrictions mentionnées à l'article 4.1 du Contrat, ne sont prévues que pour la Période transitoire. Cela signifie que, très vraisemblablement, d'autres règles pourront être édictées à l'issue de la Période transitoire, éventuellement d'ailleurs dans le cadre d'une revue plus générale de la décision AMF. Afin d'éviter toute modification du Contrat liée à ces nouvelles règles, il est d'ores et déjà prévu qu'elles s'appliqueront automatiquement au Contrat, la seule obligation de l'Animateur à cet égard étant, le moment venu, d'en informer l'Émetteur (*v. supra [4.4]*).

[10.3.] Afin d'assurer la continuité du contrat qui doit permettre à l'Animateur de poursuivre ses interventions dans le respect du principe de proportionnalité mentionné ci-dessus (*v. supra [10.1]*), il est prévu un mécanisme permettant, par dérogation aux principes régissant les interventions de l'Animateur, d'assurer le « rééquilibrage » du Compte de liquidité. Ce « rééquilibrage » doit se faire dans le respect des limites relatives aux Ressources qui sont imposées par la Décision AMF 2018 (*v. supra [10.1]*).

Les opérations d'achat et de vente qui sont réalisées afin de restaurer l'équilibre du Compte de liquidité n'ont pas pour objectif de favoriser la liquidité des transactions et la régularité de la cotation des titres. Elles ne sont donc pas soumises aux dispositions de l'article 4 du Contrat. Pour autant, elles doivent être réalisées dans les meilleurs délais, au mieux des intérêts de l'Émetteur et sans entraver le fonctionnement régulier du marché ou induire autrui en erreur.

➤ Article 11 – Apports complémentaires sur le Compte de liquidité

[11.1.] Dans le respect du principe de continuité, il est prévu que des apports complémentaires puissent être effectués sur le Compte de liquidité dans des conditions à définir par les Parties. Les conditions dans lesquelles ces apports doivent être réalisés sont bien sûr soumises au respect du principe de proportionnalité ainsi que des limites relatives aux Ressources imposées par la Décision AMF 2018 (*v. supra [10.2]*).

[11.2.] Tout accroissement des Ressources allouées à la mise en œuvre du Contrat doit donner lieu à information du public dès que possible, selon les modalités prévues à l'article 221-3 du Règlement général de l'AMF (*Décision AMF, art. 4.6*).

➤ Article 12 – Reprises sur le Compte de liquidité

[12.1.] En cas de situation de marché favorable, il ne peut être exclu que les disponibilités en Titres et/ou en espèces figurant sur le Compte de liquidité ne deviennent trop importantes par rapport aux besoins réels. Compte tenu du principe de proportionnalité qui s'applique aux Ressources allouées au Contrat, le présent article fixe les conditions dans lesquelles il est possible de procéder à des reprises.

[12.2.] Cet article peut notamment prévoir les conditions dans lesquelles les liquidités affectées au contrat de liquidité qui ne sont pas utilisées par l'Animateur peuvent être intégrées dans le dispositif de centralisation de trésorerie de l'Émetteur dans le respect des conditions définies par les services de l'AMF.

Il est rappelé à cette occasion que l'application du principe de proportionnalité, déjà largement évoqué, avait donné lieu en mars 2009 à une interrogation particulière de l'AMAFI concernant la possibilité pour un Émetteur d'intégrer dans son dispositif de centralisation de trésorerie les liquidités affectées au contrat de liquidité qui ne sont pas utilisées par l'Animateur, ce qui suppose qu'elles puissent être formellement « sorties » du Compte de liquidité tenu par l'Animateur. L'analyse menée sur cette question par l'Association l'avait conduite à considérer qu'un tel dispositif n'était pas contraire à la pratique de marché admise alors en vigueur¹⁴ dès lors qu'il ne bridait aucunement la capacité de l'Animateur à accomplir sa mission en ayant, en permanence, toute latitude pour utiliser la totalité des moyens en espèces et/ou en titres que l'Émetteur a alloués au contrat.

Cette analyse avait été confortée par l'AMF, par la voix de son Secrétaire général¹⁵ qui avait confirmé qu'« *il s'agit d'une modalité technique de mise en œuvre qui n'est pas contraire à la pratique de marché* ».

¹⁴ Décision AMF du 1^{er} octobre 2008 concernant l'acceptation des contrats de liquidité en tant que « *pratique de marché admise* » reposant sur les principes de la Charte de déontologie AMAFI concernant les contrats de liquidité du 23 septembre 2008.

¹⁵ Lettre de M. Thierry Francq, Secrétaire général de l'AMF à l'AMAFI en date du 14 avril 2009 – cf. également mailing AMAFI du 15 avril 2009.

acceptée par l'AMF, dès lors que le dispositif n'empêche pas le prestataire d'accomplir sa mission en toute indépendance ». A cette fin toutefois, il était précisé que trois conditions doivent être satisfaites :

- L'Émetteur doit s'engager à mettre à la disposition de l'Animateur les fonds dans un délai lui permettant de remplir exactement les obligations de règlement résultant des achats opérés ;
- Il est nécessaire de maintenir dans le Compte de liquidité un volant d'espèces minimal permettant de faire face aux interventions habituelles ;
- L'Animateur doit avoir la possibilité de mettre fin unilatéralement au dispositif si des difficultés de mise en œuvre apparaissent, notamment dans la mise à disposition des sommes qui lui sont nécessaires à l'exécution de sa mission.

Cette analyse n'a pas été remise en cause sous l'empire de la pratique de marché admise n° 2011-07 relative au Contrat de liquidité s'appuyant sur la Charte de déontologie AMAFI du 8 mars 2011.

L'AMAFI estime que les principes qui soutiennent la position de l'AMF sur cette question restant inchangés dans la pratique de marché admise instaurée par la Décision AMF, cette analyse doit donc être considérée comme étant toujours en vigueur.

[12.3.] Conformément à la Décision AMF (article 4.6 et 4.7), lorsque les Ressources allouées doivent être diminuées, le réajustement peut être réalisé dans un délai n'excédant pas six mois suivant la reconduction du Contrat ou, le cas échéant, le changement de catégorie des Titres de l'Émetteur, sauf accord particulier de l'AMF. Toute diminution des Ressources allouées à la mise en œuvre du Contrat (comme tout accroissement desdites Ressources, cf. supra [11.2]) doit donner lieu à information du public dès que possible, selon les modalités prévues à l'article 221-3 du Règlement général de l'AMF.

[12.4.] La reprise d'espèces se réalise simplement par virement en dehors du Compte de liquidité.

[12.5.] Sous l'empire des pratiques de marché admises relatives au contrat de liquidité antérieures à celle instaurée par la Décision AMF, prévalait le principe dit de « *sortie en espèces* » selon lequel l'Émetteur ne peut procéder directement à des reprises en Titres, tant lors des reprises envisagées dans le cadre de l'article 12 que lors de la clôture du Compte de liquidité prévue à l'article 13.

En application de ce principe, le principe était que les Titres devaient nécessairement être vendus sur le Marché, seules des espèces pouvant être transférées.

Par dérogation, l'Émetteur pouvait néanmoins récupérer un nombre de titres au plus équivalent à celui qu'il avait affecté pour la mise en œuvre du Contrat, que ce soit à l'origine ou en cours de vie du Contrat par « apports complémentaires » sur le Compte de liquidité (Contrat, art. 11). Bien sûr, en cas de reprises opérées en plusieurs fois, c'est le nombre cumulé de titres ainsi repris qui devait alors être pris en compte par rapport au nombre total de titres apportés par l'Émetteur.

Ce mécanisme était destiné à l'origine à assurer que le compte de liquidité ne puisse être utilisé par l'Émetteur pour y « stocker » des Titres avant leur utilisation éventuelle à des fins autres. L'encadrement de plus en plus précis de la pratique des contrats de liquidité a, au fil des ans, fortement affaibli l'intérêt d'une contrainte qui, dans certaines situations peut être contreproductive. Le cadre particulier instauré par la Décision AMF rend aujourd'hui sans objet cette contrainte.

[12.6.] Désormais ainsi la reprise des Titres peut s'effectuer selon deux modalités :

- Soit les Titres restent inscrits au Compte de liquidité. Ils sont alors vendus dans le délai de six mois sur le marché par l'Animateur sans que ses interventions soient soumises aux dispositions de l'article 4 du Contrat.

- Soit, comme pour les espèces, la sortie du Compte de liquidité, et donc l'ajustement des moyens qui en résulte, est réalisée par virement des titres sur un compte externe. En ce cas toutefois, ce virement doit être réalisé au plus tard dans les trois mois suivant la date à partir de laquelle le réajustement doit être opéré.

[12.7.] Toute diminution ou accroissement des Ressources (*v. supra [11.2]*) allouées à la mise en œuvre du Contrat doit donner lieu à information du public dès que possible, selon les modalités prévues à l'article 221-3 du Règlement général de l'AMF (*Décision AMF 2018, art. 4.6*).

➤ Article 13 – Clôture du Compte de liquidité

[13.1.] La non reconduction ou la résiliation du Contrat de liquidité implique la clôture du Compte de liquidité, et donc le virement sur un autre compte des espèces ou des Titres qui y sont comptabilisés.

➤ Article 14 – Rémunération

[14.1.] Les modalités de rémunération doivent bien entendu être déterminées dans des conditions qui ne portent pas atteinte au principe d'indépendance de l'Animateur (*v. supra [5.1]*). La Décision AMF énonce que la rémunération du PSI doit être fixe mais qu'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* » (*Décision AMF, art. 6*). Les Parties restent donc libres de fixer les modalités et la périodicité de la rémunération dans le respect du principe sus-énoncé.

➤ Article 16 – Durée du Contrat

[16.1.] Il appartient aux Parties de choisir la durée du Contrat, sachant que la durée la plus commune est de 12 mois mais qu'une durée plus longue peut être choisie, dans la limite de 18 mois qui correspond à la durée de mise en œuvre maximale d'un programme de rachat voté par l'Assemblée générale de l'Émetteur. Il est prévu que le Contrat se renouvelle ensuite pour des périodes successives, *a priori* de douze mois (sauf indication différente), sauf avis contraire donné par l'une des Parties à l'autre avant la date de reconduction du Contrat. Les Parties doivent définir, en jours ou en mois, la durée de ce préavis.

Sauf indication contraire, le Contrat entre en application à sa date de signature, d'où l'importance de mentionner cette date à l'endroit indiqué au dessus des lignes de signature. Bien sûr, une entrée en application différée peut être convenue.

➤ Article 17 – Suspension du Contrat

[17.1.] La Décision AMF 2018 prévoit expressément, dans son article 5, deux cas obligatoires de suspension du Contrat :

- Pendant la réalisation de mesures de stabilisation : dans ce cas, la suspension intervient à compter de l'admission aux négociations des titres concernés par les mesures de stabilisation et jusqu'à la publication des informations mentionnées à l'article 6, paragraphe 3 du Règlement délégué (UE) 2016 / 1052, publication qui doit être effectuée dans la semaine qui suit la fin de la période de stabilisation ;
- 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 ses titres sont visés par l'offre.

A titre optionnel, il peut être prévu que l'exécution du Contrat est suspendue à la demande de l'Émetteur pour la période qu'il précise. Ce cas de suspension relève de la seule responsabilité de l'Émetteur, s'agissant du motif de sa demande de suspension et de la durée de la suspension.

La limite est alors seulement que, lorsque le CL est suspendu à la demande de l'Émetteur ou en application des clauses du Contrat, c'est nécessairement au vu de conditions (suffisamment précises) qui ont été vérifiées et sur lesquelles le public aura été informé avant la mise en œuvre du CL (Décision AMF, art. 2.2).

➤ Article 18 – Résiliation du Contrat

[18.1.] Ces dispositions n'appellent pas de commentaires particuliers, si ce n'est que l'alternative figurant au [18.4] est destinée à faire le lien avec l'article 4 (v. supra [4.6.]). Compte tenu du lien établi entre le contrat de liquidité et le contrat de *Liquidity provider* Euronext, il semble opportun de prévoir la résiliation de plein droit du contrat de liquidité lorsque le contrat de *Liquidity provider* Euronext est lui-même résilié.

➤ Article 20 – Résolution des litiges

[20.1.] En cas d'arbitrage, il appartient aux parties de préciser les conditions applicables à cet arbitrage, le cas échéant en se référant à une procédure existante d'arbitrage, par exemple celle d'EuroArbitrage ou de l'Association française d'arbitrage.

