

CONTRAT-TYPE AMAFI DE LIQUIDITE COMMENTAIRES

1. Dans le cadre de sa revue périodique des pratiques de marché admises (*RG AMF, art. 612-2, II*), l'AMF a dressé en 2010 un bilan de sa pratique de marché concernant les contrats de liquidité cinq ans après sa première mise en œuvre¹ et proposé que lui soient apportées un certain nombre de modifications. Après consultation de la Place et plusieurs échanges avec l'AMAFI, un cadre juridique modifié a été mis en place par le biais :

- d'une nouvelle version de la Charte de déontologie AMAFI en date du 8 mars 2011 (*AMAFI / 11-13*) qui annule et remplace la version précédente du 23 septembre 2008 (*AMAFI / 08-40*) (la Charte AMAFI) ;
- d'une décision de l'AMF du 21 mars 2011 (remplaçant sa décision précédente du 1^{er} octobre 2008) d'acceptation en tant que PMA des contrats de liquidité conformes à la pratique décrite dans ladite décision et aux principes énoncés dans la Charte AMAFI précitée (la Décision AMF) ;
- de la Pratique de marché admise AMF n° 2011-07 du 21 mars 2011 relative au contrat de liquidité (la PMA) ;
- d'une note de l'AMAFI (*AMAFI / 11-17*) du 24 mars 2011 visant, conformément aux prescriptions de la Décision AMF, à fixer les modalités selon lesquelles le prestataire de service d'investissement doit définir des règles encadrant les interventions des gestionnaires des contrats de liquidité, en particulier les interventions réalisées à l'ouverture ou à la clôture de la séance.

2. Du fait de ces modifications, l'AMAFI a décidé d'actualiser son Contrat type de liquidité publié, à l'origine, en 2000 puis modifié successivement en 2005, à la suite de modifications introduites par la directive Abus de marché² puis en 2008, à la suite de l'extension du bénéfice des contrats de liquidité aux systèmes multilatéraux de négociation organisés³.

3. L'objectif de la présente note est double :

- il est d'abord de permettre aux utilisateurs de ce Contrat, que sont les émetteurs et les intermédiaires, de mieux en comprendre le contexte juridique et opérationnel dans lequel il s'insère et les conséquences qui y sont attachées ;
- il est également de permettre aux intermédiaires qui mettent en œuvre un contrat de liquidité de mieux comprendre les évolutions que traduit la PMA du 21 mars 2011 et les impacts qui en résultent s'agissant des obligations qui s'imposent à eux.

¹ Cette mise en place se situant toutefois dans le prolongement direct du cadre défini avec l'Association sur ce point depuis 2001 (*cf. infra §12*).

² 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).

³ Au sens de l'article 524-1 du règlement général de l'AMF.

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

- rappeler le contexte général dans lequel se place le Contrat type AMAFI de liquidité (A.) ;
- présenter les modifications apportées à la Charte AMAFI par rapport à laquelle est articulé le Contrat type ainsi que les autres modifications apportées à pratique des contrats de liquidité par la Décision AMF et la PMA du 21 mars 2011 (B.) ;
- présenter globalement le Contrat type AMAFI (C.) ;
- formuler différents commentaires destinés à éclairer la portée des diverses clauses qui le composent (D.).

A. - CONTEXTE GENERAL

➤ *La liquidité, un élément important de l'efficience des marchés*

4. Dans les marchés qui fonctionnent sur la base d'un carnet d'ordres, comme c'est aujourd'hui la norme de principe pour les marchés d'actions et de titres assimilés⁴, la liquidité est un élément important de l'efficience de marché⁵, définie comme la capacité d'un marché à déterminer un prix d'échange signifiant, c'est-à-dire un prix qui soit le plus proche possible de la valeur économique intrinsèque du titre échangé⁶. En effet, plus la liquidité d'un titre est forte, plus le mécanisme de confrontation des ordres est efficace.

Dans cette perspective, la liquidité s'appréhende doublement. Si le nombre de titres proposés à l'achat et à la vente est un élément indéniablement important, il ne peut toutefois être détaché de l'adéquation entre l'offre et la demande. En effet, tout déséquilibre entre le nombre de titres offerts à l'achat et le nombre de titres offerts à la vente se traduit inévitablement par un décalage de cours. Ce décalage, qui est d'autant plus significatif que le déséquilibre est important, se produit à la hausse lorsque le nombre d'acheteurs excède celui des vendeurs, à la baisse dans le cas contraire.

5. 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. Parce que tout simplement les acheteurs et les vendeurs ne se présentent pas en même

⁴ Pendant longtemps, marchés dirigés par les ordres et marchés dirigés par les prix ont été opposés car considérés comme constituant des modèles de marché fondamentalement différents et concurrents. L'évolution des marchés conduit toutefois à constater que cette opposition appartient désormais au passé et que ces deux modèles sont en réalité complémentaires. Si le mécanisme de confrontation des ordres a démontré sa « supériorité » dans sa capacité à déterminer le « meilleur » prix d'échange pour le plus grand nombre de transactions, la capacité de certains intermédiaires à réaliser, en dehors du carnet d'ordres, des transactions face à leurs clients est aujourd'hui reconnue comme nécessaire, notamment pour permettre l'exécution des ordres les plus importants en substituant à l'impact de marché que crée l'exécution de tels ordres, le coût du risque assumé par l'intermédiaire qui a choisi d'interposer son compte propre.

⁵ Mais qui repose aussi sur la transparence de marché, c'est-à-dire sur la fourniture aux acteurs du marché des différentes informations qui vont être utiles à leurs prises de décision.

⁶ Valeur qui prend en compte non seulement les informations relatives à l'émetteur du titre lui-même, mais aussi à son environnement économique particulier et général.

temps sur le marché, le cours varie à la hausse et à la baisse selon que les uns sont plus nombreux que les autres, ou inversement. Il y a alors création de volatilité de marché.

Lorsqu'il s'agit de titres dont la liquidité naturelle est forte, cette volatilité reste globalement modérée, constatée le plus souvent de façon très ponctuelle à quelques moments clés de la séance de bourse (*infra* § 42). Lorsqu'il s'agit en revanche de titres dont la liquidité est plus faible, cette volatilité peut être importante et constatée de façon quasi-permanente. Pour les valeurs à très faible capitalisation, cette volatilité peut même s'accompagner du blocage des cotations en cas de déséquilibre marqué de l'offre et de la demande.

➤ **Assurer la liquidité de leurs titres, une préoccupation pour les émetteurs**

6. La volatilité des cours n'est bien sûr pas satisfaisante pour un investisseur. En effet, plus elle est importante, plus son risque est grand de réaliser tout ou partie de son investissement à un « mauvais » prix : en achetant trop cher ou en vendant trop bas par rapport à la valeur économique intrinsèque du titre. En outre, pour les titres dont la liquidité est faible, plus la ligne de titres est importante, plus le risque d'un « mauvais » prix s'amplifie encore, sauf à accepter de réaliser son investissement au fil de l'eau, en fonction de la capacité d'absorption du marché. Ce qui peut alors conduire à exécuter l'investissement sur plusieurs séances de bourse, avec les aléas que cela comporte.

Ces différents facteurs expliquent pourquoi, selon que la liquidité d'un titre est plus faible, d'une part, l'intérêt des investisseurs décroît et, d'autre part, la décote qu'ils appliquent par rapport à sa valeur économique intrinsèque augmente⁷.

7. Le marché secondaire étant le complément direct du marché primaire, cette situation a bien évidemment une incidence directe sur la capacité d'un émetteur à lever des fonds au « meilleur prix ». L'intérêt des émetteurs est ainsi de rechercher à mettre en place les outils qui, en améliorant la liquidité de leurs titres sur le marché secondaire, sont de nature à stimuler l'appétence des investisseurs et à assurer que la décote subie pour manque de liquidité est aussi réduite que possible, sinon inexistante.

➤ **Le contrat de liquidité, une technique éprouvée, formalisée en 2000 par l'AFEI⁸**

8. C'est tout l'objet du contrat de liquidité que de favoriser la liquidité du marché d'un titre 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 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 ne pas dilapider les actifs qui lui ont été confiés.

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

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.

⁸ Ancienne dénomination de l'AMAFI.

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 (sur ce point, cf. aussi infra § 36 et s.).

9. La technique du contrat de liquidité est déjà une technique ancienne sur le marché français. Elle était utilisée depuis de nombreuses années lorsqu'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), et des différentes interrogations que cette réforme a suscitées par rapport à la technique du contrat de liquidité, l'AMAFI, alors AFEI, a constitué un groupe de réflexion sur cette question à la fin de l'année 1998.

C'est en février 2000 qu'après une phase de concertation avec la Commission des opérations de bourse, 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 (AFEI / 00-05).

➤ ***Le Contrat type AFEI de liquidité, support d'aménagements du cadre juridique applicable au rachat d'actions***

10. Les travaux conduits pour la mise en place du Contrat type AFEI ont rapidement mis en évidence que le cadre réglementaire du rachat d'actions, défini par la COB¹⁰, déterminait des contraintes qui contrariaient la bonne mise en œuvre des contrats de liquidité sans être véritablement appropriées au regard de leur objectif très particulier. Ces contraintes étaient plus particulièrement liées, d'une part, à l'existence de périodes d'abstention interdisant toute intervention à certains moments et, d'autre part, à l'absence de présomptions de légitimité adaptées à la problématique spécifique des contrats de liquidité¹¹.

Parallèlement aux travaux conduisant à l'élaboration du Contrat type AFEI de liquidité, des discussions ont donc été menées avec les services de la COB afin de trouver une solution aux difficultés ainsi rencontrées.

11. La constatation que le Contrat type AFEI posait un certain nombre de principes, encadrant l'utilisation des contrats de liquidité et constituant autant de garde-fous par rapport aux possibilités de dérive auxquelles le régulateur était sensible, a permis à de dégager une solution adaptée dès la fin de l'année 2000.

Publié en effet au Journal officiel du 22 décembre 2000, le règlement COB n° 2000-06 a permis 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, et cela quand bien même ces interventions excédaient de plus de 25 % la moyenne des transactions quotidiennes constatées sur une période de référence

⁹ Cf. 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). Cette loi a modifié les dispositions relatives au rachat d'actions qui, avant leur codification, figuraient dans la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales (art. 217-2 et 217-10).

¹⁰ Règlement COB 90-04 relatif à l'établissement des cours, aujourd'hui abrogé.

¹¹ Qui ont notamment été exposées dans la réponse que l'Association a formulée (AFEI / 00-11) dans le cadre de la consultation publique lancée au mois de janvier 2000 par la Commission sur les adaptations que nécessitait le dispositif réglementaire relatif au rachat d'actions (cf. « Rachat par les sociétés de leurs propres actions : bilan et propositions »).

précédant l'intervention ou étaient réalisées pendant les périodes d'abstention prévues par le règlement COB n° 90-04.

➤ **La Charte de déontologie AFEI adoptée en 2001 par la COB**

12. A partir de novembre 2000, alors qu'était en cours la procédure administrative conduisant à l'homologation ministérielle du règlement COB n° 2000-06, l'AFEI a ainsi travaillé en concertation avec les services de la COB à la rédaction d'une charte de déontologie. Menée à partir des éléments contenus dans le Contrat type AFEI de liquidité, la réflexion a recherché les moyens de répondre aux préoccupations exprimées par le régulateur compte tenu des spécificités caractérisant les contrats de liquidité.

Validée par la Commission des opérations de bourse par une instruction en date du 10 avril 2001, la Charte de déontologie de l'AFEI s'articulait autour de onze grands principes.

13. Dans le même temps, était publié un Contrat type AFEI de liquidité modifié (*AFEI / 01-09*), son adaptation étant apparue nécessaire afin d'assurer sa parfaite articulation avec la Charte AFEI.

➤ **La nécessaire prise en compte des modifications introduites par la directive Abus de marché**

14. La directive Abus de marché ayant modifié, au travers du règlement européen n° 2273/2003 du 22 décembre 2003 pris pour son application¹², 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'AMF.

L'objectif a été, avec le souci de préserver la technique du contrat de liquidité, considérée comme répondant à un réel besoin, de redéfinir le cadre juridique applicable à ces contrats.

15. 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'Autorité des marchés financiers a accepté de faire entrer le contrat de liquidité dans ce cadre.

16. La Charte de déontologie de 2005 (*AFEI / 05-20*) ne comportait pas d'évolution substantielle par rapport à la précédente (*sur ce point, cf. aussi infra § 22 et la note de bas de page n° 14*). Elle 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 ».

¹² Ce règlement est entré en vigueur le 13 octobre 2004.

➤ ***L'extension à Alternext et la suppression de certaines contraintes injustifiées opérées par la loi de modernisation de l'économie***

17. Depuis plusieurs années déjà, l'AMAFI militait pour une adaptation du dispositif relatif aux rachats d'actions à la particularité des contrats de liquidité sur au moins quatre points :

- La suppression de l'exigence de mise au nominatif des titres rachetés (C. com., art. L. 225-210, al. 1^{er}). Cette exigence était en effet incompatible avec l'objectif des contrats de liquidité dont la réalisation suppose que les titres soient en permanence disponibles pour permettre les interventions sur le marché.
- La suppression du plafond de détention de 10% des titres de la société émettrice (C. com., art. L. 225-209, al. 1^{er}). La Commission des opérations de bourse avait en effet considéré que, pour l'appréciation de cette limite de 10%, tous les achats viennent incrémenter le pourcentage d'actions détenues sans que les ventes ne le réduise pour autant. Or, il paraissait de peu d'intérêt de prendre en compte les achats réalisés dans le cadre du contrat de liquidité alors que, par essence, les titres ainsi achetés sont destinés à être ultérieurement vendus.
- La simplification des obligations de déclaration de la société émettrice (C. com., art. L. 225-212).
- La suppression de l'interdiction de mettre en place des programmes de rachat, et donc des contrats de liquidité, pour les sociétés dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé (C. com., art. L. 225-209, al. 1^{er}). Alors que des marchés non réglementés, tels ALTERNEXT, se développent, l'interdiction de conclure des contrats de liquidité était préjudiciable à l'intérêt des actionnaires et du marché en général. C'est d'ailleurs pour cette raison que des contrats de liquidité étaient quand même mis en place sur ALTERNEXT par exemple, mais en étant conclus avec un ou des actionnaires, souvent majoritaires, plutôt qu'avec l'émetteur pour ne pas entrer dans le cadre du rachat d'actions.

18. Ces demandes ont été prises en compte dans le cadre du Haut Comité de Place réuni par la Ministre de l'économie pour accroître la compétitivité de la Place de Paris. Ainsi, la loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie a réalisé ces évolutions en deux temps :

- Tout d'abord, en créant un nouvel article L. 225-209-1 du Code de commerce, qui a étendu le bénéfice des contrats de liquidité aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé (SMNO)
- Ensuite, en confiant au Gouvernement, le soin de procéder par ordonnance pour réformer le régime des rachats d'actions en vue de favoriser la liquidité des titres de la société et de simplifier les règles de publicité. Cette seconde phase a été achevée avec la publication de l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions. Dans ce cadre, il a notamment été prévu que désormais, lorsque les actions sont rachetées pour en favoriser la liquidité le seuil de 10% du capital (C. com., art. L. 225-209 & L.225-209-1) est calculé en déduisant du nombre d'actions achetées le nombre d'actions revendues pendant la durée de l'autorisation.

19. Pour prendre en compte cette réforme, l'Association a donc actualisé sa Charte de déontologie et publié une nouvelle Charte de déontologie AMAFI concernant les contrats de liquidité en date du 23 septembre 2008 (AMAFI / 08-40) qui annulait et remplaçait la Charte AFEI de 2005. Cette nouvelle Charte, avait fait, quant à elle, l'objet d'une nouvelle décision de l'AMF en date du 1^{er} octobre 2008 (publiée au BALO du 6 octobre 2008 en remplacement de celle du 22 mars 2005) concernant l'acceptation des contrats de liquidité en tant que « pratique de marché admise ».

20. Pour refléter ces modifications¹³, le contrat type de liquidité (devenu le « Contrat type AMAFI de liquidité » en date du 13 mars 2009 (AMAFI / 09-21a)) a également été modifié.

➤ **Les modifications de mars 2011 issues du bilan de la PMA dressé par l'AMF en 2010**

21. Comme rappelé à titre introductif (*cf. supra § 1*) c'est au terme du bilan qu'elle a dressé en 2010 de la pratique de marché admise des contrats de liquidité et d'une concertation de Place suivie de plusieurs échanges avec l'AMAFI qu'a été mis en place le cadre juridique modifié dans lequel s'insère aujourd'hui la PMA des contrats de liquidité. Ce cadre juridique résulte des quatre documents déjà mentionnés (*cf. supra § 1*) :

- la Charte AMAFI du 8 mars 2011 (AMAFI / 11-13)
- la Décision AMF du 21 mars 2011 ;
- la PMA du 21 mars 2011 ;
- la note AMAFI du 24 mars 2011 (AMAFI / 11-17).

B. - LA CHARTE DE DEONTOLOGIE AMAFI ET LA PMA DES CONTRATS DE LIQUIDITE – MODIFICATIONS RESULTANT DU NOUVEAU CADRE JURIDIQUE

22. Tout en s'inscrivant dans la continuité du dispositif précédent et le respect des onze grands principes¹⁴ que pose la Charte AMAFI, le cadre juridique dans lequel s'insèrent les contrats de liquidité connaît cependant un certain nombre de modifications significatives. Certaines de ces modifications figurent dans la Charte elle-même. D'autres sont issues de la Décision AMF et de la PMA.

Ces diverses modifications ont des effets différents. Les unes affectent la relation existant entre l'Animateur¹⁵ et l'Emetteur ou autre participant au contrat de liquidité et ont donc vocation à s'insérer dans le Contrat type de liquidité. D'autres en revanche affectent les obligations professionnelles de l'Animateur et sa relation avec le régulateur de marché sans concerner directement l'Emetteur et, de ce fait, n'ont pas vocation à modifier le Contrat type de liquidité.

23. De ce fait, par souci de clarté, il est apparu préférable de présenter les modifications apportées résultant de ce nouveau cadre juridique par thème, étant précisé que les modifications qui affectent le Contrat type de liquidité seront également évoquées dans les sections C. et D. de la présente note qui lui sont plus spécialement consacrées.

¹³ Par ailleurs certains commentaires contenus dans la note d'observations (AMAFI / 09-21b) avaient été ajustés pour tenir compte de quelques modifications de textes opérées par l'ordonnance n° 2009-105 précitée en ce qui concerne les obligations d'information relatives aux opérations de rachats d'actions.

¹⁴ Depuis 2005, la Charte comprend onze grands principes. Pour rappel, la rédaction de 2005 avait ponctuellement évolué sur un certain nombre de points, sans changer la portée de chaque principe, sauf dans trois cas où un renforcement avait été mis en œuvre, renforcement qui a été conservé tel quel dans la Charte de 2008. Celle-ci a, quant à elle, évolué sur un point majeur reflété dans le principe n° 3 qui consacre depuis lors la possibilité de mettre en œuvre un contrat de liquidité, non plus seulement sur un marché réglementé mais également sur un SMNO au sens de l'article 524-1 du RG AMF.

¹⁵ Cette dénomination, qui renvoie au concept d'animation de marché, est en effet parue particulièrement appropriée pour caractériser l'action menée par l'intermédiaire.

➤ **Mise en œuvre du contrat de liquidité dans le cadre d'un programme de rachat d'actions**

24. Ce principe n'est pas nouveau. Il ne figurait pas toutefois dans la version précédente de 2008 de la PMA des contrats de liquidité. L'AMF ayant estimé nécessaire de rappeler ce principe, la Décision AMF et la PMA précisent désormais que « *le contrat de liquidité est mis en œuvre dans le cadre d'un programme de rachat d'actions autorisé par l'assemblée générale de l'émetteur conformément aux dispositions de l'article L. 225-209 ou L. 225-209-1 du code de commerce* ».

25. Il sera rappelé ci-après (*cf. infra § 26*) que la Charte AMAFI permet aux contrats de liquidité de bénéficier d'un cadre dérogatoire par rapport au cadre juridique résultant du règlement européen n° 2273/2003 précité (*cf. supra § 14*) et du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, comme cela est d'ailleurs rappelé dans le Préambule de la Charte AMAFI. Il en résulte que la PMA des contrats de liquidité ne forme qu'un cadre dérogatoire au dispositif généralement applicable en matière de rachat d'actions. En conséquence, chaque fois que la PMA ne vient pas déroger à ce cadre général, celui-ci est applicable de plein droit : il en est ainsi de la règle qui veut que l'assemblée générale doit autoriser le rachat par un émetteur de ses propres actions et définir « *les finalités et les modalités de l'opération, ainsi que son plafond* ».

26. Le cadre dérogatoire précité (*cf. supra § 25*) permet aux contrats de liquidité conformes à la Charte AMAFI de bénéficier de différents assouplissements.

- **Non application des conditions de prix.**

Tout d'abord, l'intermédiaire qui met en œuvre le contrat de liquidité pour le compte d'un émetteur n'est pas tenu de s'abstenir « *d'acheter des actions à un prix supérieur à celui de la dernière opération indépendante ou, s'il est plus élevé, de l'offre indépendante actuelle la plus élevée sur la place où l'achat est effectué*¹⁶ » (*règl. n° 2273/2003, art. 5-1*).

- **Non application des conditions de volume.**

Ensuite, l'intermédiaire qui met en œuvre le contrat de liquidité n'est pas non plus tenu par la limite de 25 % (voire 50% en cas de liquidité extrêmement faible¹⁷) du volume quotidien moyen des actions qui sont négociées sur le marché réglementé où l'achat est effectué¹⁸ (*règl. n° 2273/2003, art. 5-2*).

La non application de cette condition de volume permet notamment la réalisation, dans le cadre du contrat de liquidité, d'opérations de blocs (réalisées sur le marché ou de gré à gré), sous

¹⁶ Etant précisé que si « *cette place n'est pas un marché réglementé, le prix de la dernière opération indépendante ou de l'offre indépendante actuelle la plus élevée pris comme référence est celui du marché réglementé de l'État membre où l'achat est effectué* ».

¹⁷ A condition toutefois « *a) d'informer préalablement l'autorité compétente du marché en cause de son intention de dépasser ce plafond ; b) de divulguer d'une manière adéquate au public cette possibilité de dépassement du plafond ; c) de ne pas dépasser 50 % du volume quotidien moyen.* »

¹⁸ Ce volume quotidien moyen étant « *calculé sur la base du volume quotidien moyen des opérations réalisées au cours du mois précédant celui au cours duquel ce programme est rendu public et fixé sur cette base pour la durée autorisée du programme* » ou dans le cas où le programme ne fait pas référence à ce volume, « *sur la base du volume quotidien moyen des actions négociées au cours des vingt jours de négociation précédant le jour de l'achat* ».

réserve toutefois qu'elles soient réalisées conformément aux règles du marché (marché réglementé ou système multilatéral de négociation)¹⁹.

- **Non application des restrictions.**

Ensuite encore, l'intermédiaire qui met en œuvre le contrat de liquidité ne se voit pas interdire de procéder à des opérations de vente ou à des opérations durant les périodes constituant une « fenêtre négative » au sens du droit national (*RG AMF, art. 631-6*) ou pendant lesquelles « l'émetteur décide de différer la publication d'une information privilégiée conformément à l'article 6, paragraphe 2, de la directive 2003/6/CE » (*règl. n° 2273/2003, art. 6-1*).

- **Assouplissements en matière de publicité**

Sur un autre plan, l'obligation de publicité hebdomadaire mentionnée à l'article 241-4, 1° du règlement général AMF ne s'applique pas²⁰. Les obligations d'information de l'émetteur sont en effet réputées suffisamment satisfaites au travers du respect du **Principe d'information du marché** prévu par la Charte AMAFI.

➤ **Renforcement du principe d'indépendance de l'Animateur : encadrement de sa rémunération**

27. La Charte AMAFI, dans ses versions précédentes, prévoyait déjà, dans le **Principe d'indépendance de l'Animateur**, que les caractéristiques de la rémunération de l'Animateur « ne doivent pas porter atteinte au principe d'indépendance de l'Animateur ni l'inciter à engendrer par ses interventions des cours ou des volumes artificiels dans le marché ». A la suite du bilan qu'elle a dressé en 2010 de la PMA des contrats de liquidité, l'AMF a souhaité mieux encadrer la rémunération de l'Animateur, et notamment sa partie éventuellement variable, de façon à renforcer à cet égard le **Principe d'indépendance de l'Animateur** qui reste naturellement au cœur du dispositif de la PMA des contrats de liquidité.

28. Dans la Décision AMF et la PMA du 21 mars 2011, l'AMF précise ainsi que « la rémunération du prestataire de services d'investissement peut comprendre une part variable dont le montant ne dépasse pas 15% de la rémunération totale du contrat de liquidité ». En complément de ce nouveau principe et dans la continuité du principe général énoncé ci-dessus (*cf. supra § 27*) qui reste naturellement en vigueur, l'AMAFI a souhaité apporter des précisions facilitant leur mise œuvre en définissant, dans le cadre du **Principe d'indépendance de l'Animateur** ce qui, en matière de rémunération, est interdit.

Ainsi, pour poser des limites encadrant la possibilité d'une partie variable de la rémunération du PSI, la Charte AMAFI précise désormais que le **Principe d'indépendance de l'Animateur** interdit en tout état de cause que :

¹⁹ Etant précisé que pour les opérations réalisées par voie de blocs, dans le cadre du régime général du rachat d'actions, il est renvoyé à la Position de l'AMF relative à la mise en œuvre du régime de rachat d'actions (Position de 2005 mise à jour le 19 novembre 2009) qui précise que la condition de volume précitée n'est pas applicable du fait que ces opérations sont réalisées en dehors du carnet d'ordres. En effet, précise l'AMF, « cette limitation du volume a pour objectif d'empêcher un émetteur d'influer, par des interventions massives, sur la formation du cours au sein du carnet d'ordres central ».

²⁰ A ne pas confondre toutefois avec les obligations de reporting auprès de l'AMF qui ne sont pas affectées.

- La rémunération puisse, en tout ou partie, être fixée :
 - en fonction de la part des transactions réalisées par l'Animateur à la clôture ou par rapport au nombre de transactions réalisées sur le marché
 - ou
 - par rapport à l'évolution du cours de bourse, sauf si cette référence est utilisée pour apprécier, au sein d'une séance de marché, le travail effectué par l'Animateur afin de diminuer la volatilité du titre.
- La partie variable de la rémunération dépasse quinze pour cent (15%) du montant total de la rémunération convenue avec la société émettrice, étant précisé qu'une partie significative de ce variable doit être fondée sur des critères non discrétionnaires fixés par rapport à des objectifs prédéterminés.

➤ **Renforcement du principe d'indépendance de l'Animateur : précisions sur l'organisation interne des PSI de petite taille**

29. Le **Principe d'indépendance de l'Animateur** exigeait déjà dans la version précédente de la Charte AMAFI que l'Animateur dispose « d'une organisation interne adaptée garantissant l'indépendance du collaborateur chargé de réaliser les interventions sur le marché ». L'AMF a souhaité renforcer ce principe en ajoutant, dans la Décision et dans la PMA du 21 mars 2011 un paragraphe consacré à l'indépendance des personnes en charge du contrat, paragraphe qui traite particulièrement de l'application de ce principe aux prestataires de services d'investissement de petite taille, en ces termes :

« d) *Indépendance des personnes en charge du contrat*

Le principe d'indépendance s'applique conformément aux dispositions de l'article 2 de la charte de déontologie établie par l'AMAFI. Toutefois lorsque le prestataire de services d'investissement, compte tenu de sa taille, ne peut assurer l'indépendance des collaborateurs en charge de l'exécution des contrats ni par la séparation physique des équipes d'animation et de négociation, ni par leur rattachement hiérarchique à une activité autre que celle de négociation, il identifie les cas de conflits d'intérêts potentiels et met en place des mesures appropriées pour les gérer.

Le collaborateur en charge de l'exécution du contrat ne peut exécuter, en dehors du contrat, aucun ordre sur les titres de la société émettrice ».

➤ **Modalités d'intervention des animateurs de marché**

30. Au terme du bilan précité (*cf. supra § 1*), l'AMF a souhaité que les Animateurs cadrent plus précisément certains aspects de leurs interventions pour assurer que les contrats de liquidité qu'ils mettent en œuvre le sont conformément au **Principe de spécialisation**²¹ prévu par la Charte AMAFI. Ainsi la Décision AMF et la PMA du 21 mars 2011 prévoient, dans le paragraphe consacré aux modalités d'intervention, que « le prestataire de services d'investissement définit selon des modalités fixées par

²¹ Selon ce principe « Le Contrat de liquidité doit avoir pour seuls objets de favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations des titres d'une société émettrice ainsi que d'éviter des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché. En tout état de cause, les opérations réalisées dans le cadre du Contrat de liquidité ne doivent pas entraver le fonctionnement régulier du marché ou induire autrui en erreur ».

l'AMAFI des règles encadrant les interventions des gestionnaires des contrats de liquidité, en particulier les interventions réalisées à l'ouverture ou à la clôture de la séance ».

L'AMAFI, pour sa part, estime tout à fait utile que les Animateurs réalisent un cadrage *a priori* de certains aspects de leurs conditions d'intervention. Cela leur permettra en effet :

- d'une part, d'assurer que leurs équipes chargées de mettre en œuvre les contrats de liquidité ont une connaissance claire et suffisante d'un certain nombre de conditions s'appliquant à leur activité ;
- d'autre part, de sous-tendre tout ou partie des explications qui peuvent être requises par les services de contrôle de l'AMF quant aux raisons ayant motivé une intervention particulière.

31. Après concertation avec l'AMF, l'AMAFI a donc fixé dans une note du 24 mars 2011 (AMAFI / 11-17) les modalités selon lesquelles doivent être définies par chaque Animateur les règles encadrant les interventions des gestionnaires des contrats de liquidité. Ces modalités concernent :

- d'une part, la Fiche d'intervention, recensant un certain nombre d'éléments destinés à prédéterminer les conditions dans lesquelles sont réalisées les interventions pour compte d'un contrat de liquidité, que chaque Animateur doit mettre à disposition de ses collaborateurs mettant en œuvre un contrat de liquidité, et,
- d'autre part, les contrôles et la piste d'audit respectant un certain nombre d'exigences, que chaque Animateur doit mettre en œuvre.

➤ **Suspension de l'exécution du contrat de liquidité**

32. L'AMF a souhaité préciser les cas dans lesquels l'exécution du contrat de liquidité doit être suspendue. Elle a donc inséré dans la Décision AMF et dans la PMA du 21 mars 2011 un paragraphe intitulé « *Suspension de l'exécution du contrat de liquidité* » qui prévoit :

- D'abord, que sont applicables aux opérations réalisées par un prestataire de services d'investissement dans le cadre d'un contrat de liquidité, les dispositions du Titre III du Livre II du règlement général de l'AMF relatives aux restrictions d'intervention en période d'offre publique et de pré-offre sur les titres concernés par l'offre – c'est-à-dire concrètement les articles 232-14 à 232-16 figurant à la section 3 – « *Interventions sur les titres concernés par l'offre* »,
- Ensuite, que l'exécution d'un contrat de liquidité est suspendue pendant la réalisation de mesures de stabilisation au sens du règlement européen précité (cf. supra § 14), cette suspension devant intervenir à compte de l'admission aux négociations des titres réglementés par les mesures de stabilisation jusqu'à la publication des informations mentionnées à l'article 9 paragraphe 3 du règlement précité.

➤ **Application du principe de proportionnalité : interdiction de la pratique des découverts espèces et titres**

33. En application du **Principe de proportionnalité** qui exige que les moyens détenus sur le Compte de liquidité soient proportionnés aux objectifs assignés au contrat de liquidité, la Charte AMAFI précise désormais que « *le Compte de liquidité en peut en aucune circonstance présenter un solde débiteur sur sa partie espèce comme sur sa partie titres* ». La Décision AMF et la PMA indiquent quant à elle que « *les espèces et les titres figurant dans le compte de liquidité doivent en toutes circonstances présenter un solde créditeur* ».

34. Il est rappelé à cette occasion que l'application du **Principe de proportionnalité** avait donné lieu en mars 2009 à une interrogation particulière de l'AMAFI concernant la possibilité pour un Emetteur 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 Charte AMAFI 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'Emetteur a alloués au contrat.

Cette analyse a été confortée par l'AMF, par la voix de son Secrétaire général²² qui a confirmé qu' « *il s'agit d'une modalité technique de mise en œuvre qui n'est pas contraire à la pratique de marché 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, trois conditions doivent être satisfaites :

- L'Emetteur 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.

²² 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.

C. - LE CONTRAT TYPE AMAFI DE LIQUIDITE - PRESENTATION GENERALE

➤ *Un Contrat totalement articulé par rapport aux principes que pose la Charte AMAFI*

35. Bien évidemment, le Contrat type AMAFI est totalement articulé par rapport aux principes que pose la Charte AMAFI approuvée par la Décision AMF du 21 mars 2011.

A toutes fins utiles, le tableau qui figure ci-dessous établit une correspondance entre l'un et l'autre.

| CHARTRE AMAFI | CONTRAT TYPE AMAFI |
|--|--------------------------------------|
| <u>Principe de spécialisation</u> | Préambule, par. c, Articles 1 et 4-1 |
| <u>Principe d'indépendance de l'Animateur</u> | Article 5 |
| <u>Principe d'action sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé</u> | Préambule |
| <u>Principe de continuité des interventions</u> | Articles 5-1, 12 et 13 |
| <u>Principe d'identification</u> | Articles 2, 8, 13, 14 |
| <u>Principe d'indisponibilité des titres</u> | Articles 4 et 14 |
| <u>Principe de proportionnalité</u> | Articles 3, 12, 13 et 14 |
| <u>Principe de sortie en espèces</u> | Article 15 |
| <u>Principes relatifs aux modalités des échanges d'information</u> | Article 6 |
| <u>Principe d'information du marché</u> | Article 7 |
| <u>Principe de communication</u> | Article 7 |

➤ *Un Contrat qui s'inscrit dans le cadre général de la directive Abus de marché*

36. Dans le cadre de la prévention des abus de marché, les opérations de rachat par les émetteurs de leurs propres titres ont toujours été considérées avec beaucoup d'attention, l'émetteur apparaissant comme un initié par nature. Dans tous les systèmes financiers développés, des règles précises ont donc été mises en place pour encadrer les conditions de réalisation de telles opérations.

La France s'est dotée de longue date d'un dispositif en la matière²³. La directive Abus de marché, et surtout son règlement d'application (*cf. supra § 14*), ont naturellement procédé de même au niveau européen en mettant en place un dispositif harmonisé²⁴.

Si la reconnaissance du contrat de liquidité en tant que pratique de marché acceptée par l'AMF autorise divers assouplissements par rapport à ce dispositif européen harmonisé (*cf. supra § 26*), cela ne signifie pas pour autant que ces contrats seraient placés dans un cadre totalement dérogatoire sans application d'aucune règle destinée à prévenir les abus de marché. La Décision AMF reconnaissant les contrats de liquidité montre à cet égard que c'est au regard d'une véritable analyse coûts / avantages qu'elle a été prise. Ainsi ont été plus spécifiquement analysés :

- le degré de transparence de la technique du contrat de liquidité au regard de l'ensemble du marché ;
- le besoin de sauvegarder le libre jeu des forces du marché et l'interaction adéquate entre l'offre et la demande ;
- l'intensité de la technique du contrat de liquidité sur la liquidité et l'efficacité du marché ;
- la mesure dans laquelle la technique du contrat de liquidité prend en compte les mécanismes de négociation du marché et permet aux participants dudit marché de réagir de manière adéquate et rapide à la nouvelle situation de marché qu'elle a créée ;
- le risque que représente la technique du contrat de liquidité pour l'intégrité des marchés qui s'y rattachent directement ou indirectement, sur lesquels se négocient les mêmes instruments financiers dans la Communauté, qu'ils soient ou non réglementés ;
- les conclusions de toute enquête réalisée par l'AMF sur la technique du contrat de liquidité, notamment en termes de recherche d'éventuels abus de marché ;
- les caractéristiques structurelles du marché en question, notamment son caractère réglementé ou non, les types d'instruments financiers et les types de participants à ce marché, notamment l'importance relative de la participation des investisseurs de détail.

C'est parce qu'un bilan positif a pu être tiré de cette analyse, que la technique du contrat de liquidité a été reconnue par l'AMF comme pratique de marché acceptée.

37. Dans ce contexte, alors que la technique française du contrat de liquidité est encore peu répandue dans l'environnement européen²⁵ et de nature à susciter une certaine méfiance compte tenu des liens particuliers qui existent entre l'Animateur et l'Émetteur²⁶, il apparaît utile de préciser les contours et limites de cette technique par rapport à l'objectif fondamental de prévention des abus de marché. Pour ce faire, c'est plus particulièrement la combinaison de trois principes établis par la Charte AMAFI, à laquelle se conforme le Contrat type AMAFI, qui doit être soulignée : le **Principe de spécialisation**, le **Principe d'indépendance de l'Animateur** et le **Principe de continuité des interventions**.

²³ Profondément rénové en 1998 (*cf. supra § 9*).

²⁴ Sur l'ensemble de la question, voir plus notamment « La mise en œuvre du nouveau régime de rachat d'actions propres », article AMF publié sur son site Internet le 17 mars 2005.

²⁵ Même si elle a été adoptée récemment dans quelques pays européens (notamment en Espagne, au Portugal, en Italie et au Pays-Bas), son application pratique demeure toutefois très limitée et dans la plupart des autres pays, l'amélioration de la liquidité passe en effet par l'engagement d'un ou plusieurs teneurs de marché.

²⁶ Des discussions que l'Association a pu avoir sur ce plan avec différents contacts au niveau européen, il apparaît qu'une tentation aisée serait de considérer le contrat de liquidité comme le « support évident » de manipulations de marché. Rémunéré par l'émetteur, l'Animateur ne pourrait avoir d'autres préoccupations que de travailler le cours dans le sens qui intéresse celui-ci tout en recherchant à dégager un profit dans l'utilisation des titres et/ou espèces mis à sa disposition par ce dernier.

- Le **Principe de spécialisation** prévoit que le contrat de liquidité « doit avoir pour seuls objets de favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations des titres d'une société émettrice ainsi que d'éviter des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché » tout en rappelant le principe général et central selon lequel les opérations réalisées dans le cadre du contrat de liquidité « ne doivent pas entraver le fonctionnement régulier du marché ou induire autrui en erreur ».
- Le **Principe d'indépendance de l'Animateur** pose plus notamment le principe selon lequel l'Animateur « est seul juge de l'opportunité des interventions effectuées au regard, tant de l'objet du Contrat de liquidité, que du souci d'assurer sa continuité », l'Emetteur ne pouvant dans ce cadre « donner aucune instruction à l'Animateur en vue d'orienter ses interventions ».
- Le **Principe de continuité des interventions** rappelle que la mise en œuvre du Contrat s'inscrit dans la durée et qu'il appartient en conséquence à l'Animateur de « décider de ne pas intervenir lorsque cela lui semble de nature à compromettre cet objectif ».

De la combinaison de ces trois principes ressortent comme cela a déjà été souligné (*cf. supra § 8*) des limites claires. L'objectif poursuivi au travers du contrat de liquidité ne peut certainement pas être de manipuler le cours dans le sens souhaité par l'Emetteur ou de chercher à dégager un profit des opérations réalisées mais bien de favoriser la liquidité du titre sur le marché, d'assurer la régularité de ses cotations et d'éviter les décalages de cours non justifiés par la tendance du marché. Ce faisant le contrat de liquidité contribue au bon fonctionnement du marché en réduisant les dysfonctionnements qu'il peut connaître du fait d'un manque de liquidité (*cf. supra § 4*).

38. C'est tout le métier de l'Animateur que d'utiliser sa connaissance du marché pour déterminer, en fonction des moyens qui lui ont été alloués, à quels moments et avec quelle intensité il est plus particulièrement utile qu'il intervienne en se mettant en position acheteuse ou vendeuse. La liquidité additionnelle qui est fournie à cette occasion au marché a un double effet : d'une part, elle permet de maximiser les échanges ; d'autre part, elle évite les décalages de cours injustifiés parce que résultant simplement du déséquilibre que crée la présence non simultanée d'acheteurs et de vendeurs.

Dans cette perspective, il appartient à l'Animateur de déterminer quand existe une tendance haussière ou baissière de fond qu'il ne peut chercher à endiguer, sauf à utiliser en pure perte²⁷, et donc en contrariété au **Principe de continuité des interventions**, les espèces ou les titres dont il dispose²⁸. Outre d'ailleurs la constatation factuelle qu'il ne dispose pas en pratique des moyens nécessaires permettant de contrecarrer une réelle tendance de fond²⁹, il doit aussi être souligné que l'Animateur, s'il le tentait, contreviendrait au principe général selon lequel ses interventions « ne doivent pas entraver le fonctionnement régulier du marché ou induire autrui en erreur » rappelé au travers du **Principe de spécialisation**.

²⁷ Face par exemple à un mouvement vendeur, l'Animateur va être obligé de se mettre à l'achat pour fournir de la liquidité. Si ce mouvement vendeur résulte d'une tendance de fond, l'Animateur au bout d'un certain temps ne disposera plus d'espèces mais seulement de titres. Il lui sera certes possible de reconstituer sa position espèces en vendant des titres par application du **Principe de proportionnalité**. En présence d'une tendance baissière de fond, cela signifie toutefois qu'il revendra les titres moins chers qu'ils n'ont été achetés, pouvant ainsi conduire, en un laps de temps plus ou moins long, à l'assèchement total des actifs qui lui ont été confiés par l'émetteur pour assurer sa mission.

²⁸ Et qui, en vertu du **Principe de proportionnalité**, « doivent être proportionnés aux objectifs assignés au Contrat de liquidité ».

²⁹ En application du **Principe de proportionnalité**, les moyens détenus sur le Compte de liquidité doivent être proportionnés aux objectifs assignés au Contrat de liquidité qui, en aucun cas, n'ont pour finalité de permettre de contrecarrer une tendance de fond du marché.

39. Dans ce contexte général, il ne paraît pas inutile de souligner que, sur un plan strictement financier, l'objectif n'est pas de rechercher la rentabilité des capitaux investis, objectif inatteignable compte tenu de l'objet des contrats de liquidité, mais au contraire de rechercher l'équilibre. Dans des situations de marché « moyennes », c'est-à-dire en gommant les brusques à-coups que peuvent connaître les marchés financiers, l'exécution d'un contrat de liquidité tend ainsi à la neutralité d'un point de vue financier. Légèrement déficitaire ou bénéficiaire selon le cas.

➤ **Un Contrat à utiliser prioritairement avec les émetteurs**

40. Dans sa première version, le Contrat type AMAFI³⁰ laissait ouverte une alternative selon que le contrat était conclu avec l'émetteur lui-même ou, comme la pratique le constate parfois, avec un ou plusieurs actionnaires de l'émetteur³¹. Alors que la participation de l'émetteur au contrat de liquidité emporte son assujettissement au dispositif particulier encadrant le rachat par une société de ses propres actions, le souci était en effet de s'abstraire des contraintes déterminées par ce cadre.

Mais si l'Association avait à l'époque jugé nécessaire de laisser ouverte cette possibilité particulière, elle n'en avait pas moins relevé qu'il n'était pas souhaitable de la promouvoir. L'expérience montre en effet que toute action en faveur de la liquidité d'un titre ne peut seulement être réduite à l'action technique sur le marché qu'exprime le contrat de liquidité. La liquidité d'un titre dépend aussi de facteurs extérieurs, comme l'appétence des investisseurs pour le titre en question, qui pour une large part sont directement liés à la mise en œuvre par la société émettrice d'une politique de communication organisée et continue.

De ce point de vue, la participation directe de la société émettrice au contrat de liquidité conduit indéniablement à sa « responsabilisation » dans le suivi de son titre. Financièrement impliqué dans le contrat de liquidité, destinataire *via* l'Animateur d'une information de marché, l'Émetteur est certainement plus attentif aux évolutions que peut connaître son titre et aux différents moyens (contrat de liquidité, politique de communication ...) qui sont mis en œuvre pour éviter que le cours ne connaisse des mouvements erratiques.

41. Le Contrat type AMAFI de liquidité ne reprend pas formellement la possibilité d'un contrat conclu avec un ou des actionnaires exclusivement puisqu'il est organisé en prévoyant seulement le cas où l'émetteur est partie au contrat. Dès l'actualisation de 2005, l'Association a en effet estimé que, par rapport au souci que les émetteurs plutôt que les actionnaires s'impliquent dans ces contrats, et par rapport aux différentes évolutions accomplies pour que le cadre juridique du rachat d'actions accommode sans difficulté cette technique, il n'était plus opportun de mettre l'accent sur la possibilité de conclure le contrat avec un ou plusieurs actionnaires.

Pour autant, cela ne signifie pas que le Contrat type AMAFI est inutilisable avec des actionnaires. Dans ce cadre, et même si l'obligation de passer par un contrat de liquidité respectant la Charte de déontologie AMAFI ne s'impose pas dès lors qu'il ne s'agit pas de situation de rachats de ses propres titres par un émetteur, l'Association recommande d'utiliser le Contrat type. Par rapport en effet aux problématiques Abus de marché, il apporte des garanties utiles, surtout quand le ou les actionnaires sont en pratique des personnes qui disposent d'une part prépondérante du capital et/ou jouent un rôle important dans la direction effective de la société. Dans ce cadre, seules quelques clauses très spécifiques doivent alors être adaptées comme cela sera souligné par la suite (*cf. infra § 49 et s.*).

³⁰ Connu à l'époque sous le nom de Contrat type AFEI.

³¹ En pratique, des actionnaires qui, disposant d'une part prépondérante du capital et/ou de la direction effective de la société, ont un intérêt évident dans la mise en œuvre d'un dispositif destiné à assurer la liquidité et la régularité des cotations.

➤ **Un Contrat utilisable aussi bien pour les petites que pour les grandes capitalisations**

42. Alors que dans sa première version, le Contrat type AFEI avait été élaboré par rapport à la problématique des sociétés connaissant des difficultés structurelles de liquidité, les moyennes et faibles capitalisations, il avait été constaté, dès avant 2005, que le Contrat type commençait aussi à être utilisé par certains « grands » émetteurs en substitution à la technique dite de la régularisation de cours³².

Lors des discussions avec l'Autorité des marchés financiers à cette époque, ce point a été spécifiquement discuté. Il est apparu que l'utilisation de la technique du contrat de liquidité procédait du même souci, quelle que soit la taille de la société pour laquelle elle est employée. L'objectif reste toujours de favoriser la liquidité du titre sur le marché, d'assurer la régularité de ses cotations et d'éviter les décalages de cours non justifiés par la tendance du marché. Ce qui change en revanche, c'est le montant des moyens alloués à l'intermédiaire pour remplir sa mission. Toutefois, si ceux-ci apparaissent très élevés en valeur absolue, ils restent malgré tout totalement marginaux rapportés à la capitalisation boursière de l'émetteur³³. Ce qui change aussi, c'est la fréquence des interventions réalisées sur le marché en vue d'assurer la liquidité. Le plus souvent, une société qui ne connaît pas de difficulté structurelle de liquidité n'a besoin d'une liquidité additionnelle fournie par le marché qu'à certains moments ponctuels, et non durant toute la séance de bourse.

43. C'est pourquoi le Contrat type AMAFI est un contrat utilisable aussi bien par les émetteurs à moyenne et faible capitalisation que par les grands émetteurs, et notamment ceux qui figurent dans l'indice CAC 40.

Sur ce point, il sera noté que le Contrat type AMAFI n'introduit aucune disposition particulière, permettant de différencier le Contrat selon le type d'émetteur pour lequel il est utilisé. Cette question a été attentivement examinée lors des travaux menés pour son actualisation en 2005.

D'une part, il a été estimé que l'introduction d'une césure entre contrats destinés à des grands émetteurs et contrats destinés à des moyennes et faibles capitalisations soulèverait nécessairement des difficultés de mise en œuvre. Des évolutions dans un sens comme dans l'autre peuvent en effet se produire au fil du temps et de l'évolution des marchés : ainsi pour certains émetteurs, des difficultés ponctuelles de liquidité peuvent devenir structurelles, et inversement.

³² Pour mémoire, il est rappelé la position de la COB en date du 24 juillet 2000 concernant les « suites données par la COB à la consultation de Place relative au rachat par les sociétés de leurs propres actions ». Celle-ci avait en effet estimé que dans « un souci de qualité de l'information diffusée aux actionnaires et au marché, la Commission a considéré qu'il convenait d'effectuer une claire distinction entre deux notions : celle de régularisation de cours et celle d'achat et vente en fonction des situations du marché". Le recours à la "régularisation de cours" intervenant en pratique moins pour éviter les fluctuations de cours excessives (en intervenant systématiquement à contre-tendance) que pour soutenir le cours dudit titre dans ses moments de faiblesse, l'affichage par les émetteurs de cet objectif du programme de rachat est souvent contredit par la mise en œuvre effective du programme. C'est pourquoi la Commission considère qu'il convient de réserver la notion de "régularisation de cours" aux opérations qui consistent effectivement en des achats lors des phases de baisse des cours et en des ventes dans les phases de hausse des cours. Pour les opérations qui ne sont pas systématiquement réalisées en contre-tendance (par exemple, les achats massifs - dans le respect du règlement n°98-03 - en cas de désaffectation des marchés pour le titre), la Commission considère que les émetteurs doivent, dans un souci de bonne information du public, indiquer la réalité de leurs intentions dans la note d'information et donc mentionner à ce titre l'objectif d' "achat et vente en fonction des situations du marché" ».

³³ A titre d'exemple, il doit être souligné qu'un émetteur du CAC 40 a ainsi alloué un montant de 150 millions d'euros à la mise en œuvre d'un contrat de liquidité, ce montant ne représentant toutefois que 0,25 % de sa capitalisation boursière.

D'autre part, et surtout, il a été observé que comme cela a déjà été souligné, s'il y a une différence d'intensité, il n'y pas de différence de nature. Dans un cas comme l'autre, il appartient à l'Animateur de déterminer quand intervenir en vue de favoriser la liquidité du titre sur le marché, d'assurer la régularité de ses cotations et d'éviter les décalages de cours non justifiés par la tendance du marché.

➤ ***Un Contrat qui ne laisse plus à l'Animateur la possibilité de s'y associer financièrement***

44. Antérieurement, le Contrat type AFEI n'excluait pas la possibilité que l'intermédiaire participe financièrement, aux côtés de l'émetteur, à la mise en œuvre du contrat en y affectant une part de ses fonds propres. Cette participation, souvent d'un montant relativement faible, était effectuée, non pas dans le but de rechercher la rentabilité des capitaux investis (*cf. supra § 39*), mais dans celui de sécuriser l'émetteur par rapport au risque encouru : engagé financièrement avec l'émetteur, l'intermédiaire était réputé d'autant plus attentif à ne pas dilapider les actifs qui lui ont été confiés.

Outre que le raisonnement ainsi mené n'avait de cohérence qu'à un stade de maturité relativement faible des contrats de liquidité³⁴, les discussions menées sur ce points avec les services de l'AMF en 2005 ont mis en évidence qu'une telle participation porterait gravement atteinte au **Principe d'indépendance** prévu par la Charte AMAFI. Si indépendance et participation financière de l'intermédiaire ne sont pas totalement exclusives l'une de l'autre, il est en revanche plus difficile de présumer l'indépendance alors que l'Animateur est financièrement impliqué par le résultat de sa mission.

45. C'est pourquoi, bien qu'aucune disposition ne le précise expressément, il n'est pas possible de considérer être en conformité avec la Charte AMAFI si le Contrat type AMAFI est utilisé en prévoyant l'implication financière de l'Animateur.

➤ ***Un Contrat adaptable en fonction des spécificités de chaque situation***

46. Comme son intitulé même le précise, le Contrat type AMAFI est un modèle de contrat qui comporte les clauses nécessaires pour assurer le respect des principes contenus dans la Charte AMAFI. A ce titre, il n'a pas vocation à couvrir précisément les diverses situations qui peuvent être rencontrées.

Toute latitude pour l'enrichir est ainsi ouverte dès lors que les modifications apportées ne provoquent pas de contradiction avec les principes contenus dans la Charte AMAFI. Des clauses complémentaires pouvant préciser par exemple les obligations assumées respectivement par l'Animateur et l'Emetteur peuvent ainsi être introduites : l'objectif peut notamment être de clarifier les responsabilités en ce qui concerne les difficultés que peut rencontrer l'Animateur dans l'exécution de sa mission face à des dysfonctionnements des moyens techniques qu'il utilise, ou en ce qui concerne l'accomplissement de certaines formalités fiscales ...

³⁴ Comme si le client qui confie la gestion de son portefeuille à un intermédiaire demandait à celui-ci de mettre des fonds avec lui pour « garantir » que sa gestion est diligente et efficiente.

➤ **Contrat de liquidité et contrat de Liquidity provider Euronext**

47. La technique du contrat de liquidité n'est pas la seule existante destinée à renforcer la liquidité de certains titres. En la matière, il convient de faire une mention spéciale du contrat de Liquidity provider mis en place par Euronext dans la mesure où fréquemment, mais sans toutefois constituer une règle absolue, contrat de liquidité et contrat de Liquidity provider Euronext sont adossés l'un à l'autre.

Le contrat de Liquidity provider Euronext (*Euronext Rule Book, art. 4107*) est le contrat par lequel, en contrepartie de l'engagement pris par un 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.

Ainsi, si le contrat de liquidité lie l'Emetteur et l'Animateur, le contrat de Liquidity provider lie un membre du marché à Euronext.

48. Dans un nombre important de cas, mais sans toujours que cela soit systématique, le contrat de Liquidity provider Euronext est adossé à un contrat de liquidité. Au regard des engagements importants qui peuvent résulter du contrat de Liquidity provider, nombre d'intermédiaires ne peuvent en effet accepter de les prendre que dans la mesure où via le contrat de liquidité, ils disposent des moyens mis à leur disposition par l'Emetteur.

Parallèlement, l'adossement du contrat de liquidité à un contrat de Liquidity provider Euronext permet de bénéficier de la gratuité des opérations accordée par Euronext.

C'est pour cette raison que le Contrat type AMAFI introduit des clauses permettant d'organiser le cas échéant l'interface avec le contrat de Liquidity provider Euronext.

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

49. Les références entre crochets font le lien avec celles contenues dans la marge grisée du Contrat type.

➤ **Parties au Contrat**

[A] L'Emetteur peut ne pas être le seul cocontractant de l'Animateur. Il est ainsi possible d'imaginer qu'un ou plusieurs actionnaires s'engagent à ses côtés. Il est également possible d'imaginer que l'émetteur ne soit pas partie au Contrat, celui-ci étant conclu uniquement avec un ou plusieurs actionnaires (*cf. supra § 40 et s.*).

➤ **Préambule**

[P.1.] Le Contrat Type étant conforme à la Charte de déontologie établie par l'AMAFI, il bénéficie du régime dérogatoire institué par la pratique de marché approuvée par l'Autorité des marchés financiers sur le fondement du Règlement européen n° 2273/2003 du 22 décembre 2003 (*cf. supra § 14 à 21*).

[P.2.] Le principe fondamental ainsi rappelé, et autour duquel s'articule le Contrat type, est posé par la Charte AMAFI au travers du **Principe de spécialisation**, qui ne constitue lui-même que la reprise du principe directeur énoncé à l'article 1^{er} de la Directive Abus de marché, selon lequel est qualifié de manipulation de marché « *le fait d'effectuer ou d'émettre des ordres :*

- *qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers,*
- *qui fixent par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel. ».*

[P.3.] Le Contrat type étant placé dans le cadre des procédures de rachat déterminées par les articles L. 225-207 et suivants du Code de commerce, cela entraîne l'assujettissement à certaines obligations.

Ainsi, l'Emetteur doit avoir obtenu une décision préalable de l'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.

Bien évidemment dans les cas où le Contrat serait conclu non avec l'Emetteur mais avec un ou plusieurs actionnaires, la dernière phrase de cette clause est inutile.

[P.4.] En application du **Principe d'action sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé**, le Contrat ne peut être mis en œuvre que sur un ou plusieurs marchés réglementés ou bien sur un ou plusieurs systèmes multilatéraux de négociation organisés au sens de l'article 524-1 du règlement général de l'AMF.

[P.5.] Une formule complémentaire est prévue afin de lier le contrat de liquidité au contrat de Liquidity provider Euronext si les Parties le juge utile (*cf. supra § 47 et s.*).

➤ **Article 1 – Objet du Contrat**

[1.1.] Cet article transcrit le **Principe de spécialisation** de l'objet prévu par la Charte de déontologie de l'AMAFI. L'objet du contrat est ainsi de « *favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations des Titres ainsi que d'éviter des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché* » (*cf. aussi infra [4.2.]*).

Par ailleurs, est à nouveau énoncé ici le principe fondamental posé au travers du **Principe de spécialisation**, et selon lequel « *les opérations réalisées dans le cadre du Contrat de liquidité ne doivent pas entraver le fonctionnement régulier du marché ou induire autrui en erreur* ».

[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 cherche à assurer la liquidité des titres.

[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'Intermédiaire au titre du Contrat, et seulement ces opérations. En d'autres termes, afin d'éviter toute confusion, si l'Intermédiaire devait réaliser d'autres opérations pour le compte de l'Emetteur, de l'Actionnaire ou des Participants, il sera nécessaire que celles-ci soient comptabilisées sur un autre compte que le Compte de liquidité.

Se trouve ainsi transcrit le **Principe d'identification** affirmé par la Charte AMAFI (*cf. aussi infra [8.1.] et [13.2.]*).

[2.2.] En application du **Principe de proportionnalité**, il est prévu qu'en aucune circonstance, le Compte de liquidité ne puisse présenter un solde débiteur sur sa partie espèces comme sur sa partie titres (*cf. supra § 33*).

[2.3.] La mise en œuvre du contrat de liquidité supposant que des titres et des espèces soient mis à disposition de l'Intermédiaire 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, *cf. infra art. 3*.

[2.4.] Il est rappelé que parmi les Participants, il n'est pas possible de faire figurer l'Animateur sans contrevenir au **Principe d'indépendance** (cf. *supra* § 44 et s.).

[2.5.] En cas de pluralité de participants³⁵, la conformité au **Principe d'identification** suppose que soient clairement identifiés les droits de chacun dans le Compte de liquidité.

[2.6.] La conformité au **Principe d'identification** suppose également que les droits de chaque Participant puissent, à tout moment, être clairement identifiés dans le Compte de liquidité, et cela alors même que la répartition entre titres et espèces est amenée à évoluer au gré des interventions de l'Animateur.

Compte tenu de la diversité des situations pouvant conduire à la conclusion d'un contrat de liquidité, il n'a pas été estimé utile de retenir une méthode particulière d'évaluation de la valeur des Titres apportés afin de calculer la quote-part de chacun des Participants dans le Compte de liquidité. Il appartiendra donc à ceux-ci de préciser la méthode qu'ils retiennent pour le calcul de la Quote-part d'origine : cours d'introduction, dernier cours coté, moyenne des derniers cours cotés ... ?

➤ **Article 3 – Constitution d'un volant de titres**

[3.1.] Comme indiqué précédemment (cf. *supra* [2.2.]), 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'Intermédiaire d'intervenir conformément aux termes de son mandat : « *favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations des Titres ainsi que 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** (*sur les mécanismes permettant en cours de vie du Contrat de « rééquilibrer » les soldes titres et espèces disponibles, cf. infra art. 12*).

[3.2.] Le but 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'Intermédiaire.

[3.3.] Constituant une dérogation à l'objet du Contrat tel qu'il a été précédemment défini (cf. *supra* [1.1.]), le mécanisme ainsi mis en place est strictement encadré conformément au principe de proportionnalité 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 ».
- Le délai d'acquisition est limité dans le temps. La détermination de ce délai est toutefois laissée à l'appréciation des parties.

³⁵ Qui forment alors ce que la pratique connaît sous le terme de « syndicat de liquidité » ou « groupement de liquidité ».

[3.4.] Lorsque l'Intermédiaire 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.

[3.5.] Sur ce point, il à noter que, par application du **Principe d'information du marché**, l'Emetteur doit informer le marché par voie de communiqué dès qu'il a signé un contrat de liquidité avec l'Intermédiaire précisant les moyens affectés à la mise en œuvre du Contrat.

➤ **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, cf. infra art. 5) à qui il appartient, en sa qualité de professionnel de marché, d'apprécier quand et à quel niveau il maximisera son efficacité. L'application du **Principe de spécialisation** conduit toutefois à souligner une nouvelle fois que les interventions de l'Intermédiaire ont pour « *seul objectif de favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations des Titres ainsi que d'éviter des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché* » (cf. aussi supra [1.1]).

Cette limite contractuelle s'impose d'autant plus que « *le fait, pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché d'instruments financiers en induisant autrui en erreur* » est, en vertu de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, puni de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 1,5 millions d'euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit.

L'AMF ayant souhaité (cf. supra § 30) que les Animateurs cadrent plus précisément certains aspects de leurs interventions pour assurer que les contrats de liquidité qu'ils mettent en œuvre le sont conformément au **Principe de spécialisation**, l'AMAFI a fixé dans une note du 24 mars 2011 (AMAFI / 11-17) les modalités selon lesquelles doivent être définies par chaque Animateur les règles encadrant les interventions des gestionnaires des contrats de liquidité. L'Animateur doit donc veiller à disposer d'un « cadre d'intervention » conforme aux principes énoncés dans la note AMAFI précitée. Dans ce cadre, il doit en particulier mettre au point une « Fiche d'intervention » qu'il met à la disposition de ses collaborateurs mettant en œuvre un contrat de liquidité.

La Fiche d'intervention est un document à usage purement interne. Même si certains de ses éléments peuvent être définis en concertation avec l'Emetteur, dans le respect des principes établis par la Charte AMAFI et notamment du principe d'indépendance, il n'est pas destiné à lui être remis. C'est pourquoi il n'en est pas fait mention dans le Contrat type AMAFI de liquidité. En revanche, la Fiche d'intervention est remise à leur demande aux équipes de l'AMF dans le cadre des contrôles qu'elles peuvent mener.

[4.2.] Cette clause rappelle que, dès lors qu'il agit en conformité avec les règles du Marché, l'Animateur peut procéder à des opérations de blocs.

Dans la mesure en effet où ils induisent un déséquilibre naturel entre l'offre et la demande, les blocs sont par nature des opérations qui peuvent peser sur le carnet d'ordres. La capacité pour l'Animateur de traiter un bloc, en dehors du carnet d'ordres mais conformément aux règles du Marché, apparaît donc tout à fait fondamentale par rapport à l'objectif « *de favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations des Titres ainsi que d'éviter des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché* ».

[4.3.] Les parties ont tout loisir, si elles l'estiment utile, de cadrer plus précisément les conditions d'intervention de l'Animateur dans la mesure bien sûr ou cela ne contrecarre pas l'objectif poursuivi au travers du Contrat. Cette faculté paraît plus spécifiquement intéressante dans les situations où le contrat

de liquidité est mis en œuvre pour des émetteurs n'ayant pas de problème structurel de liquidité (*cf. supra § 42 et s.*).

[4.4.] Sur ce point, cf. *supra* n° 47 et s.

➤ **Article 5 – Indépendance de l'Animateur**

[5.1.] Cet article met en application le **Principe d'indépendance de l'Animateur** en rappelant que l'Animateur « *apprécie seul l'opportunité de ses interventions sur le Marché* ». L'Emetteur 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'Intermédiaire 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.] En application du **Principe de continuité**, 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 (*sur ce point, cf. [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* », rien en revanche ne lui interdit de s'abstenir d'intervenir, quand bien même cette abstention pourrait apparaître préjudiciable pour « *la liquidité des transactions et la régularité des cotations des Titres* ».

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

Même s'il n'y a pas lieu de le mentionner dans le Contrat, on peut utilement rappeler que dans la Décision AMF et dans la PMA du 21 mars 2011 (*cf. supra § 29*), l'AMF a précisé que « *lorsque le prestataire de services d'investissement, compte tenu de sa taille, ne peut assurer l'indépendance des collaborateurs en charge de l'exécution des contrats ni par la séparation physique des équipes d'animation et de négociation, ni par leur rattachement hiérarchique à une activité autre que celle de négociation, il identifie les cas de conflits d'intérêts potentiels et met en place des mesures appropriées pour les gérer. Le collaborateur en charge de l'exécution du contrat ne peut exécuter, en dehors du contrat, aucun ordre sur les titres de la société émettrice* ».

[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'Emetteur 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'Emetteur et l'Animateur pour la mise en œuvre du contrat de liquidité ne doivent pas induire une moins grande vigilance de l'Emetteur sur la nature et l'étendue des informations qu'il divulgue à l'Intermédiaire, cette clause a une visée essentiellement pédagogique.

C'est d'ailleurs pour cette raison même que ce principe figure dans la Charte AMAFI en tant que **Principe relatif aux modalités des échanges d'information**.

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'Emetteur. A la différence de l'Emetteur, l'Animateur est en effet placé dans un contexte (réglementation AMF) où les préoccupations déontologiques sont nécessairement permanentes et préalables à toute action.

➤ **Article 6 – Comptes rendus**

[6.1.] Les sociétés qui rachètent leurs propres actions sont soumises à des obligations d'information particulières :

- En vertu du premier alinéa de l'article L. 225-212 du Code commerce (tel que modifié par l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009), elles doivent déclarer à l'Autorité des marchés financiers les opérations qu'elles envisagent d'effectuer en application des articles L. 225-209 et L. 225-209-1. 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, elles doivent tenir un registre des achats et des ventes 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, elles doivent informer mensuellement l'Autorité des marchés financiers « *des opérations effectuées sur le marché réglementé ou hors marché par voie d'acquisition, de cession ou de transfert en distinguant les opérations au comptant et par l'utilisation de produits dérivés* ».

Pour assumer les obligations ainsi à sa charge, il est donc nécessaire que l'Emetteur reçoive de l'Animateur un certain nombre d'informations. Cette disposition transcrit ainsi le second paragraphe du **Principe relatif aux modalités des échanges d'information**.

[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'Emetteur de remplir son obligation d'information mensuelle de l'AMF dans le cadre de son programme de rachat d'actions, il appartient à l'Animateur de communiquer à l'Emetteur sous une forme facilement exploitable, toutes les informations nécessaires pour permettre à l'Emetteur d'accomplir son obligation.

[6.3.] Par ailleurs, de façon facultative, et le cas échéant moyennant une rémunération supplémentaire, l'Animateur et l'Emetteur peuvent en outre convenir que pour le compte de l'Emetteur, 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.] Conformément au **Principe d'information du marché**, il appartient à l'Emetteur, et à lui seul, de procéder aux obligations déclaratives d'information. Dans cette perspective, il appartient toutefois à l'Animateur de lui fournir les informations nécessaires à cet effet.

[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 par la Charte AMAFI.

➤ **Article 8 – Réévaluation de la part de chaque Participant dans le Compte de liquidité**

[8.1.] Conformément au **Principe d'identification** (*cf. aussi supra [2.1.] et infra [13.2.]*), lorsque plusieurs Participants sont présents, il est nécessaire d'évaluer périodiquement la participation de chacun.

➤ **Article 10 – Exercice des droits de vote attachés aux titres**

[10.1.] Les actions d'autocontrôle étant privées du droit de vote (*C. com., art. L. 225-210, 4^{ème} al.*), aucune disposition particulière n'a besoin d'être prévue lorsque l'Emetteur est seul partie au contrat de liquidité.

[10.2.] Afin de favoriser la mise à disposition de Titres dans le cadre du contrat de liquidité, et alors que le nombre de Titres portés au crédit du Compte de liquidité peut être excessif au regard du besoin effectif ponctuel de l'Intermédiaire, il est expressément prévu la possibilité de permettre aux autres participants que l'Emetteur d'exercer les droits de vote qui y sont attachés.

L'exercice des droits de vote supposant toutefois l'indisponibilité des Titres correspondants, il est nécessaire que celle-ci ne conduise pas à la paralysie du contrat de liquidité faute pour l'Intermédiaire de disposer d'un nombre de Titres suffisants pour intervenir. Aussi, il est prévu de laisser disponible sur le Compte de liquidité un volant minimal de Titres dont l'appréciation est laissée à la discrétion de l'Intermédiaire puisqu'il est seul à avoir la compétence requise pour mener à bien cette appréciation.

➤ **Article 11 – Détachement de dividende**

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

Le respect de ce principe sera simple à assurer pour les contrats où seul est partie l'Emetteur : il suffira d'identifier les titres détenus pour le compte de l'Emetteur sur un compte n'ouvrant pas droit aux dividendes. En revanche, lorsque le Compte de liquidité aura plusieurs Participants, ce principe sera plus difficile à assurer compte tenu des modalités pratiques de versement des dividendes : des mécanismes de régularisation manuelle *a posteriori* devront dans les faits être mis en place.

➤ **Article 12 – Equilibre du Compte de liquidité**

[12.1.] En application du **Principe de continuité**, il est prévu un mécanisme permettant, par dérogation aux principes régissant les interventions de l'Animateur, d'assurer le « rééquilibrage » du Compte de liquidité.

L'utilisation de ce mécanisme de rééquilibrage doit bien sûr s'effectuer dans des conditions conformes au **Principe de proportionnalité**.

[12.2.] Dans le cadre des opérations d'achat et de vente réalisées au titre de la restauration de l'équilibre du compte de liquidité, si ces opérations n'ont pas pour objectif de favoriser la liquidité des transactions et la régularité de la cotation des titres, elles doivent toutefois être réalisées dans les meilleurs délais, au mieux des intérêts des Participants, et sans entraver le fonctionnement régulier du marché ou induire autrui en erreur.

➤ **Article 13 – Apports complémentaires sur le Compte de liquidité**

[13.1.] 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 effectués sont bien sûr soumises au respect du **Principe de proportionnalité**.

[13.2.] En cas de pluralité de participants, et en application du **Principe d'identification** déterminé par la Charte de déontologie AMAFI, les conditions dans lesquelles se réalise la réévaluation de la Quote-part d'origine devront être précisées par les Parties. Ce peut être les conditions prévues à l'article 2 ou d'autres conditions considérées comme plus appropriées.

Dans ce cadre, et dès lors que les apports effectués par les Participants le seraient dans des conditions différentes de celles prévues à l'origine, il peut être opportun de s'inspirer d'un système similaire à celui pratiqué en matière d'OPCVM (détermination d'une valeur liquidative à la date du mouvement) afin d'éviter que le complément d'apports ne soit affecté par les gains ou les pertes réalisés préalablement.

➤ **Article 14 – Reprises sur le Compte de liquidité**

[14.1.] 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**, le présent article fixe les conditions dans lesquelles il est possible de procéder à des reprises.

Il 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'Emetteur dans le respect des conditions définies par les services de l'AMF (*cf. supra § 34*).

[14.2.] Dans le cadre des opérations de reprises sur le compte de liquidité, si ces opérations n'ont pas pour objectif de favoriser la liquidité des transactions et la régularité de la cotation des titres, elles doivent toutefois être réalisées dans les meilleurs délais, au mieux des intérêts des Participants, et sans entraver le fonctionnement régulier du marché ou induire autrui en erreur.

[14.3.] Pour les contrats de liquidité dans lesquels intervient l'Emetteur, en application du **Principe d'indisponibilité**, le principe général est que l'Emetteur ne peut procéder directement à des reprises en Titres. Ceux-ci doivent nécessairement être vendus sur le Marché, seules des espèces pouvant être transférées.

Par dérogation, il peut néanmoins récupérer un nombre de titres au plus équivalent à celui qu'il a 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 (*cf. art. 13*). Bien sûr, en cas de reprises opérées en plusieurs fois, c'est le nombre cumulé de titres ainsi repris qui doit alors être pris en compte par rapport au nombre total de titres apportés par l'Emetteur.

[14.4.] A la différence de l'Emetteur, les autres Participants ne sont pas limités dans le nombre de titres qu'ils peuvent reprendre sur le Compte de liquidité.

➤ **Article 15 – Clôture du Compte de liquidité**

[15.1.] Les conditions de clôture du compte de liquidité sont ici précisées dans le respect du **Principe de sortie en espèces**.

[15.2.] Quand il est fait référence à la Quote-Part d'origine, il s'agit de renvoyer au terme tel qu'il est défini dans l'alternative de l'article 2. En conséquence, lorsque cette quote-part a été réévaluée au cours de la vie du Contrat, ce sont les derniers calculs des quotes-parts qui doivent être pris comme base.

[15.3.] Par application du **Principe de sortie en espèces**, il n'est pas possible pour l'Emetteur de disposer librement de tout ou partie des titres en excédent de ceux qu'il a affecté pour l'exécution du Contrat (*cf. supra n°0*). Seules, deux dérogations mentionnées sont admises :

- lorsque les titres sont transférés à un autre Animateur chargé de mettre en œuvre un Contrat de liquidité conforme à une Charte de déontologie approuvée par l'Autorité des marchés financiers ;
- lorsque l'Emetteur souhaite retrouver la disponibilité d'un nombre de titres au plus équivalent à ceux qu'il a affectés pour la mise en œuvre du Contrat de liquidité.

En ce dernier cas, bien sûr, le nombre de titres dont l'émetteur peut recouvrer la disponibilité doit prendre en compte le nombre de titres qui a pu être antérieurement repris par rapport au nombre total de titres apportés par l'Emetteur.

[15.4.] A la différence de l'Emetteur, les autres Participants ne sont pas limités dans le nombre de titres qu'ils peuvent reprendre sur le Compte de liquidité.

➤ **Article 16 – Rémunération**

[16.1.] Les modalités de rémunération doivent bien entendu être déterminées dans des conditions qui ne portent pas atteinte au **Principe d'indépendance de l'Animateur**.

En cas de rémunération variable, les Parties au Contrat doivent veiller à ce que les modalités selon lesquelles cette rémunération est fixée soient conformes aux principes énoncés dans la Charte AMAFI en relation avec le Principe d'indépendance de l'Animateur (*cf. supra § 27 et 28*).

[16.2.] Par ailleurs, une clause complémentaire peut être ajoutée en cas de pluralité de Participants afin de garantir le paiement effectif de la rémunération de l'Intermédiaire telle que :

« **16.3.** *Il est convenu que les Participants sont solidairement tenus des sommes prévues au présent article.* »

➤ **Article 18 – Durée du Contrat**

[18.1.] Il appartient aux Parties de choisir la durée du Contrat. A titre optionnel, le choix a été laissé entre deux durées, 12 et 18 mois, cette dernière correspondant à la durée de mise en œuvre maximale d'un programme de rachat voté par l'Assemblée générale de l'Emetteur.

➤ **Article 19 – Suspension du Contrat**

[19.1.] Les Parties peuvent, si elles le souhaitent, préciser les conditions dans lesquelles le Contrat peut être suspendu contractuellement, étant précisé que des cas de suspension obligatoire sont désormais prévus dans la Décision et la PMA du 21 mars 2011 (*cf. supra § 32*).

➤ **Article 20 – Résiliation du Contrat**

[20.1.] Cette alternative est destinée à faire le lien avec l'article 4 (*cf. supra [4.4.]*). 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 22 – Résolution des litiges**

[22.1.] 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.

