

## MISE EN ŒUVRE DE MAR RÉVISION DE LA PRATIQUE DE MARCHÉ ADMISE AMF CONCERNANT LES CONTRATS DE LIQUIDITÉ

Observations et propositions de l'AMAFI

### SYNTHÈSE

Le Contrat de liquidité est un atout important pour la Place de Paris. Ce sont aujourd'hui [plus de 400 entreprises françaises cotées](#) qui ont recours à cette technique en vue de favoriser, au bénéfice des investisseurs, la liquidité des transactions et la régularité des cotations de leurs titres tout en évitant les décalages de cours non justifiés par la tendance du marché (*v. Annexe 4*). Au travers du contrat de liquidité, la France a ainsi développé une alternative réelle et unique à la tenue de marché dont il faut d'ailleurs souligner qu'elle ne répond pas aux mêmes besoins et connaît même de sérieuses limites lorsqu'il s'agit de traiter des valeurs faiblement liquides (*v. Annexe 7*).

La constatation de ces atouts a d'ailleurs conduit 4 autres États européens à introduire à partir de 2007, cette technique sur leur sol. Avec toutefois un succès très relatif, faute sans doute d'une antériorité suffisante dans la compréhension des éléments nécessaires à son développement. En France en effet, la technique, ancienne, a été normalisée dès 2001 sur la base d'une Charte de déontologie élaborée par l'AMAFI en concertation avec la COB. A partir de 2005, pour tenir compte du nouveau cadre européen régissant les abus de marché, l'AMF l'a instituée en tant que Pratique de marché admise en s'appuyant sur la Charte AMAFI. Depuis lors, cette Charte et cette PMA ont été modifiées à deux reprises.

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

L'entrée en vigueur en juillet 2016 du nouveau dispositif sur les abus de marché invite à examiner les modifications à apporter à la PMA en vigueur. Depuis près de deux ans maintenant, l'AMAFI est en discussion avec les services de l'AMF sur cette question. Les orientations envisagées par ces derniers soulèvent toutefois du point de vue l'Association d'importantes difficultés de nature à remettre en cause l'efficacité des contrats de liquidité, et partant l'intérêt même de l'encadrement existant aujourd'hui fondé sur la Charte AMAFI élaborée en concertation avec l'Autorité.

Ces difficultés appellent d'autant plus l'attention que les besoins nécessitant un tel bouleversement ne sont pas identifiés. En effet, alors que l'Autorité n'a pas révélé de dysfonctionnements récurrents, le nouveau dispositif européen, même s'il est plus précis qu'antérieurement sur différents points, reste toutefois articulé sur des principes identiques.

En particulier, et comme cela a été souligné aux trois institutions européennes (*v. Annexe 2*) par les différentes composantes de la Place de Paris (émetteurs, investisseurs, analystes financiers, entreprise de marché et intermédiaires mettant en œuvre des contrats de liquidité), le durcissement notable de la PMA Contrat de liquidité ne saurait découler légitimement des conditions posées par l'AEMF dans son Opinion du 25 avril dernier.

Dans ce contexte, l'objet de la présente note est tout d'abord de présenter l'analyse que fait l'AMAFI d'un certain nombre de points qui sont au cœur des discussions avec les services de l'AMF. Pour l'Association, si des évolutions sont évidemment souhaitables, notamment pour permettre à l'AMF de renforcer le contrôle qu'elle peut exercer sur l'activité contrat de liquidité dans une perspective abus de marché, ces évolutions doivent toutefois être proportionnées au regard de ce qu'exigent réellement les textes. On ne peut oublier en effet qu'au travers du contrat de liquidité, l'enjeu est celui de la capacité des entreprises à lever sur le marché, au meilleur coût, les financements nécessaires à leur développement.

La note expose ainsi un certain nombre d'éléments dégagés au sein du Groupe Contrat de liquidité de l'Association, composé de professionnels de marché en charge de l'activité contrat de liquidité au sein de leur établissement. Ces éléments sont confirmés en tant que de besoin par l'analyse statistique menée d'abord sur des données 2015, puis approfondie par rapport à des données 2016. Cette dernière analyse, communiquée mi-juin dernier dans son intégralité aux services de l'AMF, voit un certain nombre de ses aspects reflétés de manière synthétique ici.

Les principales préoccupations de l'Association se concentrent sur les limites de prix, de volume et de moyens qui sont envisagées. De son point de vue :

- Des limites de prix n'ont pas de sens au regard de l'objet du contrat de liquidité, et ne peuvent donc être retenues.
- Des limites de volume et de moyens, malgré des effets indésirables, peuvent être conservées mais :
  - ✓ D'une part, en adaptant leur niveau en fonction de ce que révèle l'analyse statistique ;
  - ✓ D'autre part, en considérant que leur dépassement ne fera pas perdre automatiquement la présomption de légitimité résultant de la PMA.

En effet, le dépassement d'un seuil doit seulement imposer une obligation d'information de l'AMF, en documentant les raisons pour lesquelles il a été estimé approprié de dépasser les limites fixées. A charge alors pour l'AMF d'apprécier la légitimité du dépassement.

Mais ses préoccupations concernent aussi l'obligation qui serait faite d'être membre du marché alors que les enjeux de surveillance du marché pourraient être résolus de manière bien plus efficace.

Par ailleurs, et afin de donner un contenu concret à ses observations, l'Association a élaboré un projet de Charte de déontologie modifiée en conséquence, accompagné de commentaires précisant en tant que de besoin la portée des modifications apportées (v. Annexe 1). Outre l'adaptation ou le renforcement de différents principes existants, sont introduits à cette occasion 4 nouveaux Principes :

- 4bis. - Principe de gestion des interventions
- 4ter. - Principe de limitation en volume des interventions
- 11bis. - Principe de piste d'audit
- 11ter. - Principe de contrôle

## SOMMAIRE

CONTEXTE.....	4
POSITION DE L'AMAFI.....	7
ANNEXE 1 – PROJET DE MODIFICATION DE LA CHARTE AMAFI.....	22
ANNEXE 2 – COURRIER AUX INSTITUTIONS EUROPÉENNES À PROPOS DE L'ILLÉGITIMITÉ DE L'AVIS DE L'AEMF CONCERNANT LES CONTRATS DE LIQUIDITÉ .....	39
ANNEXE 3 – RECHERCHER L'ALIGNEMENT DES PMA NATIONALES N'A PAS DE LÉGITIMITÉ.....	42
ANNEXE 4 – LES BÉNÉFICES DU CONTRAT DE LIQUIDITÉ .....	46
ANNEXE 5 – LE DURCISSEMENT DE LA PMA AMF NE PEUT ÊTRE RÉALISÉ AU SEUL MOTIF D'EMPÊCHER LE RENOUVELLEMENT DE SITUATIONS « ANORMALES » MAIS TOTALEMENT MARGINALES .....	50
ANNEXE 6 – L'IMPOSSIBILITÉ DE NE PAS OBSERVER STRICTEMENT LE CADRE FIXÉ PAR LA PMA AMF .....	52
ANNEXE 7 – LA TENUE DE MARCHÉ N'EST PAS UNE ALTERNATIVE CRÉDIBLE AU CONTRAT DE LIQUIDITÉ .....	54



## CONTEXTE

---

1. Depuis près de deux ans, en anticipation de l'entrée en application de MAR qui s'est produite le 3 juillet 2016 (Règl. (UE) 596/2014 du 16 avril 2014), l'AMAFI est en discussion avec l'AMF. Au regard des évolutions apportées par ce texte à l'environnement des Pratiques de marché admises, l'objectif est en effet de préciser les modifications qu'il serait nécessaire d'apporter à la Charte de déontologie AMAFI encadrant les conditions de mise en œuvre des contrats de liquidité sur laquelle s'appuie aujourd'hui la PMA AMF<sup>1</sup>.

Au cours de cette période, l'Association a alerté à plusieurs occasions l'Autorité sur les bouleversements devant résulter des nouvelles exigences envisagées par ses services. Un travail statistique présenté en mai 2016, qu'elle a réalisé à partir de données mensuelles sur 2015, a particulièrement mis en évidence que ces exigences limiteraient sensiblement les possibilités d'intervention du contrat de liquidité, et donc sa capacité à renforcer la liquidité d'une part, à réduire la volatilité et les *spreads* de marché<sup>2</sup> d'autre part. Des propositions ont été alors formulées auprès des services début juillet 2016 sous la forme d'un projet de Charte modifiée (AMAFI – 05-07-16, Doc. de travail V4)

2. Ces propositions n'ont toutefois pas été retenues. Et cela, bien que la nécessité d'un renforcement significatif de l'encadrement existant n'ait jamais été établi au regard de constats formés par l'AMF. Bien plus, les pistes évoquées dès l'origine se sont même vues assez largement reprises dans l'avis rendu par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA sous son acronyme anglais) mi-décembre dernier en ce qui concerne la PMA Contrat de liquidité mise en place par l'autorité de marché espagnole (Opinion on Intended Accepted Market Practice on liquidity contracts notified by the Comisión Nacional del Mercado de Valores, ESMA/2016/1663).

Après une nouvelle phase de discussion avec les services, l'AMAFI a souhaité alors appeler l'attention de l'Autorité sur un certain nombre d'observations et propositions (AMAFI / 17-20, 27 février 2017). Les principaux points de cette note, également repris en annexe, peuvent être résumés ainsi :

- a. Il n'y a pas de légitimité, au plan du droit bien sûr, mais aussi des faits, à rechercher l'alignement des PMA nationales (v. Annexe 3) car :
  - Cet objectif est contraire à la volonté même des colégislateurs européens qui, en maintenant la possibilité d'instituer des PMA<sup>3</sup>, ont souhaité laisser à chaque autorité nationale la possibilité de tenir compte des besoins et spécificités de l'écosystème de marché dont elle a la charge ;
  - L'avis de l'AEMF ne peut en aucun cas constituer un élément prescriptif du cadre d'une PMA nationale dès lors que ne lui a été dévolu aucun pouvoir normatif en la matière ;
  - L'alignement de la PMA française sur celle de ses homologues serait incompréhensible au regard de :
    - ✓ L'intensité observée de la PMA AMF dans le fonctionnement du marché français où elle concerne plus de la moitié des entreprises cotées à Paris contre seulement une poignée

<sup>1</sup> Charte mise en place en 2001 (Instruction COB du 10 avril 2001 prise en application du règlement n° 90-04 relatif à l'établissement des cours), modifiée en 2005 lors de sa transformation en PMA (décision AMF du 22 mars 2005), puis en 2008 (décision de l'AMF en date du 1er octobre 2008) et 2011 (Pratique de marché admise AMF n° 2011-07).

<sup>2</sup> Le *spread* exprime la compétitivité du carnet d'ordres, mesurée par l'écart entre le meilleur prix acheteur (*Bid*) et le meilleur prix vendeur (*Ask*).

<sup>3</sup> Dans sa proposition initiale de règlement révisant la directive abus de marché, la Commission européenne avait en effet prévu de supprimer cette possibilité.

dans les autres pays<sup>4</sup>, la France concentrant ainsi plus de 90% des contrats de liquidité conclus en Europe,

- ✓ La remise en cause qu'elle traduirait incidemment du rôle de premier plan joué historiquement en Europe par l'AMF dans la lutte contre les abus de marché, le durcissement notable de la PMA existante ne pouvant résulter que d'un trop faible encadrement et contrôle de ses conditions précédentes de mise en œuvre,
  - ✓ La cohérence de l'action menée aux niveaux européen et français pour faciliter le financement des entreprises par le marché, compte tenu du rôle joué par le contrat de liquidité pour répondre aux attentes des investisseurs qui, sur le marché primaire, procurent des financements aux entreprises.
- b. Le renforcement significatif des contraintes applicables au contrat de liquidité qui est envisagé induirait un renoncement à des bénéfices importants (sur cet aspect, v. aussi Annexe 4) dès lors que cette technique permet en effet :
- Une réduction structurelle de la volatilité et des *spreads* d'autant plus sensible que la liquidité de la valeur concernée est faible ;
  - Une réduction conjoncturelle de la volatilité que les valeurs à forte liquidité peuvent connaître en *intraday*, et à laquelle les investisseurs sont de plus en plus attentifs ;
  - Une amélioration lorsque cela est possible, du processus de formation des prix au bénéfice des investisseurs et des émetteurs.
- c. Les bénéfices du contrat de liquidité peuvent être d'autant moins ignorés que, contrairement à ce qui est parfois affirmé, le *market making* dont la logique est différente, ne constitue pas une alternative crédible utilisable dans toutes les situations et procurant les mêmes bénéfices (sur cet aspect, v. aussi Annexe 7).
- d. Le durcissement significatif de la PMA AMF ne peut être réalisé au seul motif d'empêcher l'apparition éventuelle de situations de manipulation de cours, surtout si elles sont totalement marginales (v. Annexe 5). Ce durcissement serait d'autant plus inapproprié que, même si MAR prévoit que le non-respect d'une PMA ne signifie pas pour autant la commission d'un abus de marché, il deviendra toutefois impossible en pratique de ne pas observer strictement les contraintes fixées par la PMA AMF (v. Annexe 6). Le non-respect de ces contraintes signifierait en effet :
- La commission d'un manquement désormais passible de sanction (RG AMF, art. 241-6 et 315-69) ;
  - L'assujettissement à la TTF et le bouleversement de l'équilibre économique de l'activité contrat de liquidité pour tous les émetteurs de plus de 1 Md€ de capitalisation, soit 117 valeurs concernées sur la base de la capitalisation au 31 décembre 2016 ;
  - L'absence de prise en compte des impératifs de conformité qui, de plus en plus précisément, s'imposent aux PSI mais aussi aux émetteurs.

3. Compte tenu des enjeux particuliers de ce dossier pour le bon fonctionnement du marché français, les émetteurs, les investisseurs, les analystes financiers et les intermédiaires de marché, par la voix de leurs associations représentatives (Afep, MEDEF, Middlenext, AFG, SFAF, AMAFI), ont estimé nécessaire de demander à l'AMF un réexamen approfondi du dossier par courrier en date du 24 mars.

Ces enjeux ont été discutés le 27 mars au cours d'une réunion entre l'AMF (G. Rameix, B. de Juvigny, Ph. Guillot et L. Schwager) et l'AMAFI (S. Giordano, P. de Lauzun et B. de Saint Mars). Les données utilisées par les services de l'AMF pour calibrer les exigences envisagées mettant en évidence des

<sup>4</sup> En l'occurrence, il s'avère difficile de dénombrer les contrats de liquidité mis en œuvre sous des PMA étrangères. Au mieux, ceux-ci ne sont au nombre que d'une poignée dans chaque pays concerné. Il semblerait ainsi qu'il y ait 34 contrats en Espagne, moins de 10 en Italie, 1 aux Pays-Bas et 0 au Portugal. Ces chiffres restent toutefois à confirmer par des données officielles, non disponibles pour l'heure.

anomalies par rapport à celles réunies par l'Association, il a alors été convenu de définir conjointement le type de données sur lesquelles fonder l'analyse, avec l'objectif de disposer d'une base quotidienne pour toute la période 2016.

4. Des propositions en ce sens ont été formulées par l'Association mi-avril sur la base du volume quotidien réalisé au titre de chaque contrat de liquidité, et à partir duquel sont constituées les déclarations que doivent produire les émetteurs au titre du rachat d'actions (RD 2016/1052, art. 2-2 et RG AMF 241-4). Les services ont toutefois considéré ces propositions comme insuffisantes et ont demandé en retour que leur soit procuré le détail de chaque transaction effectuée au titre du contrat de liquidité, avec notamment l'heure précise de sa réalisation à la milliseconde.

Le Groupe Contrat de liquidité de l'Association a cependant jugé cette demande disproportionnée au regard du nombre de données à collecter alors qu'elle n'apportait aucune information utile supplémentaire. L'Association a donc informé les services de l'AMF que les données demandées ne seraient pas collectées par ses soins – surtout alors que l'AMF peut à tout moment les requérir auprès des établissements –, et qu'elle continuait de mener son analyse sur la base du format qu'elle avait initialement proposé.

5. Le 25 avril dernier par ailleurs, l'AEMF publiait un document intitulé « *Points for convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity contracts* » (Opinion ESMA70-145-76), reprenant et précisant un certain nombre de points déjà contenus dans l'avis rendu précédemment sur la PMA espagnole<sup>5</sup>.

Cette publication a alors conduit les différentes composantes de la Place de Paris (Afep, MEDEF, Middlesnext, AFG, Af2i, SFAF, Euronext, AMAFI, Places financières régionales) à contester sur différents aspects cette approche auprès des institutions européennes (v. courrier à M. Dombrovskis en Annexe 2). Parmi ces aspects figure en premier lieu l'absence de fondement juridique puisque sous prétexte de convergence, il est en réalité fait œuvre réglementaire en déterminant des critères qui brident la capacité d'une autorité nationale à instituer une PMA alors pourtant que l'AEMF n'est chargée que de rendre un avis sans que celui-ci puisse s'imposer à cette autorité<sup>6</sup>. Mais surtout, il est particulièrement critiquable que l'Autorité européenne, en cherchant prioritairement à simplifier les conditions dans lesquelles elle pourra rendre son avis, ignore totalement les bénéfices du contrat de liquidité en termes de financement de l'économie. Et cela à l'heure même où le projet d'Union des Marchés de Capitaux consacre l'indispensable montée en puissance des marchés, et singulièrement des marchés actions, dans le financement des entreprises européennes.

---

<sup>5</sup> Il sera toutefois relevé que, fruit sans doute des discussions menées avec l'AMF, n'a pas été reprise l'exigence conduisant à interdire la mise en œuvre d'un contrat de liquidité pendant la réalisation d'un programme de rachat. Le principe fondamental de l'indépendance de l'intermédiaire par rapport à l'émetteur, au cœur de la Charte AMAFI, empêche en effet qu'une telle situation soit source de risque d'abus de marché.

<sup>6</sup> Est-il ainsi besoin de rappeler que cette possibilité de passer outre l'avis de l'AEMF est expressément prévue par le Règlement Abus de marché : « *Lorsqu'une autorité compétente instaure une pratique de marché admise qui est contraire à l'avis émis par l'AEMF conformément au paragraphe 4, elle publie sur son site internet, dans les 24 heures à compter de l'instauration de la pratique de marché admise, une note dans laquelle elle expose en détail les motifs de sa décision, en particulier les raisons pour lesquelles la pratique de marché admise ne risque pas d'altérer la confiance du marché* » (MAR, art. 13-5) ?

## POSITION DE L'AMAFI

6. Il appartient aujourd'hui à l'AMF de se déterminer sur la PMA Contrat de liquidité qu'elle souhaite voir mise en œuvre, étant toutefois souligné que, si les conditions posées doivent mettre en cause l'efficacité des contrats de liquidité sans besoin de régulation suffisamment établi, l'AMAFI ne voit aucun intérêt à ce que, comme c'est le cas depuis 2001, cette technique continue d'être encadrée sur le fondement d'une Charte qu'elle détermine en concertation avec l'Autorité de marché.

Dans ce cadre, sur la base de l'analyse statistique qu'elle a menée pour l'année 2016, et dont les données détaillées ont été communiquées le 20 juin aux services de l'AMF pour expertise, l'AMAFI souhaite souligner un certain nombre d'observations et formuler des propositions qu'elle estime de nature à conjuguer les différents impératifs en jeu. Pour assurer un caractère aussi concret que possible à ses observations et propositions, il est procédé en deux temps :

- a. D'une part, les différents critères posés le 25 avril dernier par l'AEMF dans son document « *Points for convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity contracts* », repris dans les encadrés bleus qui suivent, sont examinés et discutés ci-dessous.

Bien que l'AMAFI conteste formellement la base juridique sur laquelle l'AEMF serait en mesure de poser ces points, il n'en reste pas moins que l'AMF a quant à elle toute liberté pour décider de les incorporer ou non dans la PMA modifiée qu'elle est susceptible d'adopter. L'Association estime donc nécessaire d'exposer précisément l'analyse qu'elle fait de chacun de ces critères.

- b. D'autre part, sur la base de ces observations, il est proposé en annexe (*v. Annexe 1*), une Charte AMAFI modifiée tenant compte de ces observations et répondant à certaines exigences posées par la réglementation européenne MAR.

### CHAMP DE L'ÉTUDE AMAFI

L'étude AMAFI porte sur 410 valeurs pour lesquelles existait un contrat de liquidité au 31 décembre 2016 (381 au 31 décembre 2015), sachant que quelques contrats ont été arrêtés en cours d'année. Parmi les 410 valeurs, 2 ont fait l'objet d'un changement en cours d'année de l'intermédiaire chargé de mettre en œuvre le contrat de liquidité (appartenant pour l'une au segment des valeurs illiquides et pour l'autre à celui des valeurs liquides). Ces valeurs se répartissent de la façon suivante selon les 3 grandes segmentations qui peuvent être utilisées.

Il est à noter qu'au 31 décembre 2016, 117 valeurs ont une capitalisation supérieure à 1 Md€, étant rappelé que ce seuil déclenche l'assujettissement à la TTF lorsqu'il ne s'agit pas d' « opérations réalisées pour le compte d'émetteurs en vue de favoriser la liquidité de leurs actions dans le cadre de pratiques de marché admises acceptées par l'Autorité des marchés financiers en application

SEGMENTATION VALEURS		31/12/2015		31/12/2016	
		NOMBRE	TOTAL	NOMBRE	TOTAL
SEGMENTATION AMF	Valeurs très liquides au sens ESMA	22	381	24	410
	Valeurs liquides au sens ESMA	65		71	
	Valeurs illiquides au sens ESMA	294		315	
SEGMENTATION Indices	Valeurs CAC40	22	381	24	410
	Autres	312		330	
	Valeurs ALTERNEXT	47		56	
SEGMENTATION capitalisation	Valeurs > 15.000 M€	17	381	20	410
	5.000 M€ < Valeurs ≤ 15.000 M€	31		34	
	1.500 M€ < Valeurs ≤ 5.000 M€	40		49	
	750 M€ < Valeurs ≤ 1.500 M€	26		30	
	100 M€ < Valeurs ≤ 750 M€	128		131	
SEGMENTATION capitalisation	Valeurs ≤ 100 M€	139		146	

du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission » (CGI, art. 235 ter ZD, II, 4°).

### 3.1 Financial instruments in scope

12. *The AMPs on liquidity contracts should cover shares (or other financial instruments) admitted to trading on regulated markets (RMs) and multilateral trading facilities (MTFs), provided that the issuer that will benefit from the liquidity contract has requested the admission to trading of its shares on the RM or MTF, or has approved their trading on the MTF.*

7. Cette exigence ne pose aucune difficulté. Elle est depuis longtemps au cœur de la Charte AMAFI qui sert de fondement à la PMA AMF (*v. Principe d'action sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation*). Elle pose d'autant moins de difficulté que le contrat de liquidité étant mis en œuvre pour le compte d'un émetteur avec les moyens en titres ou en espèces qu'il y affecte, on imagine mal qu'il puisse conclure un tel contrat si le titre est coté sans qu'il n'ait donné son autorisation.

13. *The RM or MTF should be a trading venue in the Member State where the national competent authority has established the AMP on liquidity contracts.*

8. Cette exigence ne pose aucune difficulté. Elle est depuis longtemps au cœur de la Charte AMAFI qui sert de fondement à la PMA AMF. Elle n'est toutefois pas exprimée formellement dans la mesure où il ne peut faire de doute que, dans le cadre institué par la réglementation européenne sur les abus de marché, le champ territorial d'une PMA est limité aux marchés dont a la charge l'autorité nationale qui l'institue.

### 3.2 Written form of the contract

14. *The AMPs on liquidity contracts should provide for the liquidity contract to be entered into in a written form.*

9. Cette exigence ne pose aucune difficulté. Elle est implicite dans le cadre de la Charte AMAFI qui sert de fondement à la PMA AMF. Il est d'ailleurs de l'intérêt commun de l'émetteur et de l'intermédiaire de formaliser par écrit les conditions dans lesquelles le second intervient pour le compte du premier mais en toute indépendance par rapport aux objectifs du contrat de liquidité.

En France, et depuis l'origine de l'encadrement de cette pratique, l'AMAFI publie et actualise un Contrat type de liquidité en fonction des évolutions qui affectent la Charte de déontologie AMAFI concernant les contrats de liquidité, accompagné d'un document de commentaires en précisant le contexte ainsi que le contenu de chaque clause (*v. Contrat Type AMAFI de liquidité, AMAFI / 11-23-a et b*). Cette initiative a d'ailleurs grandement contribué à la normalisation de la pratique du contrat de liquidité.

### 3.3 The performance of the liquidity contracts

15. *The performance of the liquidity contract should only be carried out on national trading venues where the concerned instruments are traded, i.e. on RM and MTF in the Member State where the AMP is established by the national competent authority.*

10. Pour la raison déjà évoquée (*v. supra § 8*), cette exigence ne pose aucune difficulté.



16. *The person performing the liquidity contract should: i) be a supervised entity, i.e. firm providing investment services under MiFID and, when applicable under MiFID2/MiFIR and ii) execute the liquidity contract in its capacity as member of the trading venue(s) where the transactions relating to the liquidity contract are carried out.*

11. L'absence de base légale est ici particulièrement nette car l'AEMF fait œuvre réglementaire en posant l'obligation d'être membre de la plateforme sur laquelle agit l'intermédiaire alors que la réglementation européenne n'établit rien de tel. Celle-ci prévoit en effet seulement qu'il faille « tenir compte » de la qualité de l'intervenant : « *Pour déterminer si une pratique de marché qu'il est proposé d'instaurer en tant que PMA est conforme au critère énoncé à l'article 13, paragraphe 2, point b), du règlement (UE) n° 596/2014, les autorités compétentes examinent si cette pratique limite les possibilités qu'ont les autres participants au marché de réagir aux transactions. Les autorités compétentes tiennent également compte, au minimum, des critères exposés ci-après relatifs aux types de personnes qui auront recours à la pratique de marché une fois instaurée en tant que PMA :*

- a) *s'il s'agit de personnes surveillées;*
- b) *si ces personnes sont membres d'une plate-forme de négociation sur laquelle la PMA sera utilisée (...).* ».

Cette obligation a par ailleurs l'inconvénient majeur de ne pas considérer les autres éléments que doit prendre en compte l'autorité nationale avant l'instauration d'un PMA. En effet, le sens de l'exigence posée par la réglementation européenne n'est pas d'apprécier la conformité exacte de la PMA envisagée à chacun de ces éléments mais de les considérer globalement pour déterminer si des garanties suffisantes existent en termes de préservation du libre jeu des forces du marché et d'interaction adéquate entre l'offre et la demande.

12. Alors qu'il n'a pas été établi quel apport présenterait la qualité de membre de marché en termes de surveillance, il paraîtrait beaucoup plus approprié de passer par une identification des opérations réalisées au titre du contrat de liquidité dans les systèmes de surveillance de marché. A cet effet, [l'AMAFI propose que les systèmes d'information de l'entreprise de marché, comme c'est déjà le cas pour certains types d'ordres et de transactions \(code \*Liquidity provider\* par exemple\), véhiculent un identifiant spécifique à l'activité contrat de liquidité<sup>7</sup>, pouvant être reconnu et traité par les outils de surveillance mis en œuvre par l'AMF.](#)

L'Association estime qu'au regard de la qualité et de la sophistication de ses outils de surveillance, qui placent sans doute l'AMF en première ligne par rapport à ses homologues européens, les problématiques de détection et de répression des abus de marché seront ainsi prises en compte de façon particulièrement efficace.

13. [Compte tenu de cet élément, l'AMAFI ne voit pas à ce stade de raison de modifier la règle posée sa Charte au travers du Principe d'indépendance de l'Animateur, et selon lequel « \*Le Contrat de liquidité est mis en œuvre par un prestataire de services d'investissement \(l'Animateur\)\* ».](#)

### **3.4 The need to take into account the liquidity of instruments covered by the AMP**

17. *AMPs on liquidity contracts should graduate between liquid and less liquid instruments, with stricter requirements for the former, when they are included in the scope of the AMPs.*

18. *Generally, AMPs on liquidity contracts should use the concept of liquid/illiquid shares under Article 22 of Commission Regulation (EC) No 1287/2006 (implementing MiFID).*

<sup>7</sup> Cet identifiant pourrait d'ailleurs être également apposé par le membre du marché qui, au travers d'un DMA, permettrait à un intervenant non membre d'intervenir au titre d'un contrat de liquidité.

19. *In order to further differentiate among the liquid shares, AMPs on liquidity contracts may introduce a sub-category of highly liquid shares that are included in the main national equity index ("Main Index") referred to in Article 6(4) of Commission Implementing Regulation (EU) n° 827/2012 supplementing the Short Selling Regulation.*

20. *However, in those Member States where the Main Index encompasses all the liquid shares as determined under MiFID, the differentiation between liquid and less liquid instruments can follow a different approach: the AMP can determine the liquid share category on the basis of their inclusion in the Main Index whereas the sub-category of highly liquid shares would include those shares that are classified as liquid under MiFID.*

21. *During the execution of a liquidity contract, a share may change category, e.g. as a result of the update of the MiFID list of liquid and illiquid shares or due to a change in the composition of the Main Index. AMPs on liquidity contracts should ensure that such changes are properly taken into account and that the public is informed.*

14. Pour déterminer des exigences adaptées aux spécificités de chaque segment, l'AMAFI ne voit pas de difficulté à reprendre les trois grandes classes de liquidité envisagées par l'AMF selon que :

- La valeur appartient au CAC40 ;
- La valeur est une valeur liquide au sens de la réglementation européenne ;
- La valeur est une valeur illiquide au sens de la réglementation européenne.

Si une segmentation plus fine induirait certainement des difficultés, on ne peut toutefois ignorer la faible granularité d'une segmentation qui recouvrant des situations très disparates en termes de liquidité, rend indispensable une certaine souplesse.

#### DES SITUATIONS TRÈS DISPARATES EN TERMES DE LIQUIDITÉ

S'agissant des 146 valeurs dotées d'un contrat de liquidité ayant une capitalisation inférieure ou égale à 100 M€ au 31 décembre 2016 :

- 11 ont une capitalisation inférieure à 10 M€,
- 57 ont une capitalisation comprise entre 10 et 30 M€.

S'agissant des 24 valeurs du CAC 40 dotées d'un contrat de liquidité au 31 décembre 2016 :

- Leur capitalisation s'étage entre un peu plus de 9 Mds€ et près de 100 Mds€,
- 11 valeurs dotées d'un contrat de liquidité sont dans le même segment de capitalisation mais sans appartenir au CAC 40.

### 3.5 Trading conditions

22. *The trading conditions relating to price limits, volume limits and submission of orders further described below should be considered with regard to the market conditions on the trading venue where the liquidity contract is performed including when the financial instruments are traded on different trading venues.*

15. Poser des « *trading conditions* » très prescriptives non prévues par la réglementation européenne a d'autant moins de sens que celle-ci demande seulement à l'autorité compétente qui prévoit de mettre en place une PMA d'examiner un certain nombre de critères qui, appréciés ensemble et non individuellement, doivent assurer que la PMA favorise le bon fonctionnement du marché (RD 2016/908, art. 3 à 9).

**1) Transmitting both bid and ask orders**

23. *In normal conditions, the performer of liquidity contracts should be present with orders on both sides of the book, though with no requirement to submit the best bid and best ask or to submit symmetrical bid and ask orders.*

16. Cette exigence, qui traduit une incompréhension troublante du mode de fonctionnement du contrat de liquidité, soulève différentes difficultés.

a. Que veut dire « *In normal conditions* » ?

Le maintien de cet élément nécessiterait à tout le moins une clarification précise des situations caractérisant des « conditions anormales<sup>8</sup> ». Celle-ci est d'autant plus indispensable que dès lors que l'AMF ne retiendra pas cette qualification, cela aura pour conséquence la perte de la présomption de légitimité attachée à la PMA chaque fois que dans ces situations ne seront pas placés simultanément des ordres à l'achat et à la vente.

b. De surcroît, et bien que cela ne puisse constituer des « conditions anormales » au sens où l'entend ici l'AEMF, on doit rappeler que la mise en œuvre du contrat de liquidité connaît différentes limites pouvant empêcher de placer simultanément des ordres à l'achat et à la vente :

- L'AG de l'émetteur a toute latitude pour encadrer les prix d'intervention du contrat de liquidité (et c'est d'ailleurs une obligation s'agissant du prix maximal d'achat) ;
- Le compte de liquidité sur lequel sont placés les titres et les espèces nécessaires à la mise en œuvre du contrat de liquidité peut ne pas disposer des moyens nécessaires pour intervenir à l'achat (espèces) ou à la vente (titres), sachant que ce compte ne peut être en position débitrice ;
- Au-delà de son action en vue de favoriser la liquidité et la régularité des cotations, mais aussi pour éviter les décalages de cours, le contrat de liquidité a également pour objet d'inscrire son action dans la durée, ce qui suppose de gérer attentivement les moyens qui lui sont consacrés par l'émetteur. Connue depuis l'origine de sa mise en place sous les auspices de la COB en 2001, sous le terme de « *Principe de continuité des interventions* », la Charte AMAFI prévoit ainsi que l'intermédiaire qui met en œuvre le contrat de liquidité « *peut décider de ne pas intervenir lorsque cela lui semble de nature à compromettre cet objectif* ».

c. L'intérêt même de l'exigence consistant à placer des ordres simultanément à l'achat et à la vente demanderait à être établi. Quel peut en effet être le sens de cette obligation si comme cela est heureusement prévu, les prix affichés dans un sens ou l'autre peuvent être largement déconnectés des prix exécutable ?

Sur ce point, v. aussi infra § 18 et s.

d. En réalité, cette exigence conduit de manière inappropriée à assimiler le contrat de liquidité à un contrat de tenue de marché (sur ce point, v. aussi Annexe 7).

17. L'AMAFI estime en conséquence qu'alors que son intérêt en termes de régulation n'est aucunement établi, la mise en place d'une telle contrainte serait contreproductive car source de réduction de l'efficacité du contrat de liquidité.

<sup>8</sup> En la matière, et de façon totalement inappropriée pourtant, le risque serait de se référer à la notion de « *circonstances exceptionnelles* » en vertu desquelles un teneur de marché recourant au *trading* algorithmique peut ne pas respecter son obligation d'apporter de la liquidité de façon régulière et prévisible (*MiFID 2, art. 17-3 ; RD 2017/578, art. 3 et 4*).

## 2) Price limits

24. AMPs on liquidity contracts should specify price conditions to limit the price impact of the orders transmitted in the execution of the liquidity contract.

25. Orders relating to shares should be at a price that:

- a. for buy orders, is not higher than the higher between the last independent trade and the highest independent bid order in the book;
- b. for sell orders, is not lower than the lower between the last independent trade and the lowest ask order in the book.

18. En termes d'ordres placés dans le marché, les contrats de liquidité font principalement face à deux grands enjeux :

- L'un est de réduire les *spreads* de marché, c'est-à-dire l'écart de prix entre la première offre d'achat et la première offre de vente ;
- L'autre est de participer à l'achalandage du carnet d'ordres, en plaçant différents ordres d'achat et de vente à différentes limites de prix.

Dans les deux cas, l'objectif est de même nature : il s'agit de limiter le nombre d'anomalies de cotations<sup>9</sup> susceptibles de réduire l'intérêt des investisseurs, tout en accroissant la fréquence des transactions et la qualité de la liquidité disponible sur la valeur concernée. Sans ces deux facteurs, l'appétence des investisseurs à traiter la valeur sera faible car le prix auquel ils pourront réaliser la transaction apparaîtra d'autant moins attractif que la liquidité dont ils ont besoin pour la mener à terme s'épuisera rapidement.

19. Dans ce contexte, l'interdiction qui est faite au contrat de liquidité de placer des ordres d'achat ou de vente à une limite meilleure que celle déjà constatée dans le carnet d'ordres ou résultant de la dernière transaction va à l'encontre du rôle que joue le contrat de liquidité dans le maintien d'une fourchette de marché attractive. Réduire cette fourchette suppose en effet de pouvoir se positionner au-dessus de la meilleure demande ou en-dessous de la meilleure offre.

En réalité, les principes posés ne font qu'appliquer aux contrats de liquidité les mêmes règles que celles qui s'appliquent au rachat d'actions (*RD 2016/1052, art. 3-2*). Mais la légitimité de cette assimilation n'existe pas : le rachat d'actions doit être effectué dans des conditions qui ne perturbent pas le marché tandis que le contrat de liquidité cherche à corriger les anomalies du processus de formation des prix et ainsi, à réduire la volatilité excessive.

20. Ces difficultés sont accrues pour les *Small et Mid caps*. Du fait des règles envisagées, l'immense majorité des *Small caps* subiraient un écartement des *spread Bid / Ask*, actuellement généralement maintenus entre 0,2 et 0,5% par les contrats de liquidité, soit un *spread* 5 à 10 fois meilleur que les normes de *Liquidity Provider* agissant à leurs propres risques. La dégradation des *spreads* engendrerait à son tour de multiples anomalies de *trading* non justifiées par la tendance de marché.

Les limites seront particulièrement gênantes dans les phases de forts décalages du cours. Par exemple si un vendeur vide complètement le carnet d'ordres à l'achat et crée ainsi un écart important entre la 1<sup>ère</sup> limite à l'achat et la 1<sup>ère</sup> limite à la vente, le contrat ne pourrait plus intervenir pour combler ce déséquilibre en saisissant de nouveaux ordres d'achats pour resserrer la fourchette. Pourquoi une telle interdiction alors qu'il s'agit de restaurer l'équilibre entre l'offre et la demande à un niveau de cours en ligne avec la tendance du titre et du marché ?

Enfin le contrat de liquidité est souvent présent en profondeur dans le carnet d'ordres pour assurer la corrélation entre volumes de transaction et volatilité. Cette méthode vertueuse et efficace serait rendue

<sup>9</sup> Définie comme une forte variation de cours non corrélée avec des volumes de transactions significatifs.

impossible par la combinaison des contraintes de prix et de volumes qui imposerait une intervention discontinue.

21. Par ailleurs, la contrainte de prix est particulièrement inappropriée dans la mesure où elle peut bloquer la capacité du contrat de liquidité à rééquilibrer les moyens dont il bénéficie pour mener son action. Pourquoi ne lui serait-il pas possible de profiter d'un mouvement de hausse ou de baisse pour pouvoir rééquilibrer les moyens en titres et en espèces dont il dispose, quitte à devoir saisir des ordres actifs dans le carnet ? L'enjeu est réel : lorsqu'en effet le contrat de liquidité ne dispose plus suffisamment de titres ou d'espèces, c'est sa capacité à maintenir son action dans la durée qui est en cause (*sur cet aspect, v. aussi supra § 16.b*).

### LES EFFET DU CONTRAT DE LIQUIDITÉ DANS LE CARNET D'ORDRES

Certaines des remarques qui viennent d'être formulées peuvent être mises en évidence dans les 6 exemples de carnets d'ordres ici donnés, issus de situations réelles constatées fin mai sur des valeurs dites illiquides. Ces exemples ne prétendent pas donner une vision statistique du fonctionnement du contrat de liquidité, impossible à établir au regard de la diversité des situations rencontrées et de la masse de données à utiliser. En outre, il faut rester conscient du fait que ces carnets ne présentent qu'une vision partielle puisque ne prenant pas en compte les ordres « Iceberg ».

Valeur A					
ALTERNEXT / Capi. < 40 M€ / Catég. A					
20 premières limites					
Ordres Cdl	Bid.Qty	Bid.Px	Ask.Px	Ask.Qty	Ordres Cdl
	84	12,02	12,10	1 188	100
	250	12,01	12,12	25	
58	258	12,00	12,15	60	
100	100	11,90	12,20	100	100
100	250	11,80	12,24	409	409
425	425	11,77	12,29	80	
	42	11,75	12,30	109	100
	127	11,71	12,40	100	100
100	100	11,70	12,50	300	100
100	100	11,60	12,60	100	100
	43	11,56	12,70	100	100
	370	11,55	12,76	1 000	
100	153	11,50	12,78	600	
	131	11,43	12,79	100	
100	320	11,40	12,80	100	100
	44	11,36	12,85	90	
	195	11,35	12,90	100	100
	44	11,25	12,95	32	
	44	11,23	12,99	790	
	235	11,20	13,00	1 694	100
1083	3 315			7 077	1 409
32,67%					19,91%

Valeur B					
Capi. < 400 M€ / Catég. A					
20 premières limites					
Ordres Cdl	Bid.Qty	Bid.Px	Ask.Px	Ask.Qty	Ordres Cdl
	251	28,45	28,50	1 061	
	36	28,41	28,53	253	
	14	28,39	28,60	200	200
	148	28,38	28,70	200	200
	148	28,37	28,71	15	
200	200	28,20	28,73	133	
200	500	28,10	28,74	154	
200	200	28,00	28,75	400	
	17	27,91	28,80	200	200
200	337	27,90	28,89	150	
200	300	27,80	28,90	200	200
181	181	27,73	29,00	325	200
200	471	27,70	29,05	451	
200	200	27,60	29,10	200	200
	100	27,53	29,11	172	172
200	1 267	27,50	29,20	200	200
	50	27,32	29,30	250	
	15	27,25	29,41	17	
	178	27,10	29,58	300	
	250	27,02	29,80	350	
1781	4 863			5 231	1 572
36,62%					30,05%

Valeur C					
Capi. < 80 M€ / Catég. A					
20 premières limites					
Ordres Cdl	Bid.Qty	Bid.Px	Ask.Px	Ask.Qty	Ordres Cdl
50	50	20,75	20,91	334	
	14	20,69	21,00	96	
	239	20,66	21,02	225	
	54	20,65	21,05	50	50
50	50	20,60	21,15	170	
	100	20,58	21,20	570	50
	50	20,55	21,25	140	
	120	20,50	21,35	50	50
50	50	20,45	21,39	234	234
246	246	20,38	21,43	5	
	150	20,31	21,50	50	50
50	123	20,30	21,75	100	100
	95	20,16	22,00	1 320	100
50	50	20,15	22,10	50	
	131	20,10	22,25	100	100
	24	20,08	22,50	146	100
100	230	20,00	22,60	220	
	25	19,81	22,75	150	
100	100	19,75	22,88	48	
	76	19,66	22,90	226	
696	1 977			4 284	834
35,20%					19,47%

Valeur D					
Capi. < 1,2 Md€ / Catég. A					
20 premières limites					
Ordres Cdl	Bid.Qty	Bid.Px	Ask.Px	Ask.Qty	Ordres Cdl
	279	95,61	95,86	20	
	1	95,56	95,87	95	
	16	95,50	96,00	68	50
	7	95,46	96,01	7	
	18	95,38	96,08	16	
	22	95,37	96,09	24	
	21	95,36	96,13	7	
	19	95,33	96,24	7	
	7	95,28	96,25	50	50
50	50	95,25	96,40	100	
	37	95,22	96,50	270	50
	36	95,20	96,52	52	52
	53	95,10	96,75	50	50
	150	95,01	96,85	350	
50	90	95,00	97,00	50	50
50	50	94,75	97,25	50	50
53	53	94,63	97,45	162	
50	350	94,50	97,50	60	50
50	50	94,25	97,75	50	50
	108	94,02	98,00	95	50
303	1 417			1 583	502
21,38%					31,71%

Valeur E					
ALTERNEXT / Capi. < 5 M€ / Catég. A					
20 premières limites					
Ordres CdL	Bid.Qty	Bid.Px	Ask.Px	Ask.Qty	Ordres CdL
	317	0,76	0,82	500	500
	254	0,75	0,85	755	400
500	2 500	0,75	0,90	173	173
500	500	0,73	0,92	400	400
500	6 800	0,70	0,95	3 087	
687	687	0,66	0,96	300	300
200	2 200	0,65	0,99	1 974	300
500	500	0,62	1,02	500	500
	640	0,61	1,04	200	200
	650	0,60	1,14	300	300
200	200	0,56	1,17	300	300
300	300	0,54	1,23	300	300
320	320	0,50	1,25	12	12
200	200	0,46	1,27	190	190
300	300	0,43	1,30	270	270
1000	1 000	0,40	1,32	200	200
350	350	0,36	1,36	139	139
400	400	0,33	1,40	313	313
300	300	0,31	1,45	169	169
300	300	0,30	1,48	280	280
6557	18 718			10 362	5 246
35,03%					50,63%

Valeur F					
Pas de Contrat de liquidité / Capi. < 1,2 Md€ / Catég. A					
Ordres CdL	Bid.Qty	Bid.Px	Ask.Px	Ask.Qty	Ordres CdL
	1 200	5,10	5,59	3 800	
	1 180	5,00	5,60	500	
	2 000	4,80	5,99	80	
			5,99	1 000	
			5,99	700	
			6,50	200	
			6,99	70	
			7,96	60	
			10,10	105	
0	4 380			6 515	0
0,00%					0,00%

### Que déduire alors de ces exemples ?

- En premier lieu, et sans que cela ne constitue une règle absolue, si l'on étudie les 5 premières limites (qui sont celles que considèrent prioritairement les algorithmes de *trading* pour se positionner), les interventions des CL tendent à diminuer les déséquilibres du carnet, sans toutefois les effacer.

Ainsi, si l'on examine le rapport entre les volumes présents à l'achat et à la vente sur les 5 premières limites, en incluant ou en retirant l'intervention du CL, on constate que :

- ✓ Pour **Valeur C**, le rapport est de 2,69 sans le CL contre 2,15 avec le CL,
- ✓ Pour **Valeur D**, le rapport est de 0,49 sans le CL contre 0,64 avec le CL,
- ✓ Pour **Valeur E**, le rapport est de 0,39 sans le CL contre 0,47 avec le CL.

Or, un rapport qui se rapproche de 1 signale un déséquilibre moins marqué.

- Il est par ailleurs notable que l'essentiel des interventions se situent au-delà de la 5<sup>ème</sup> limite, c'est-à-dire au-delà de plages de *spreads* importantes (les 5<sup>èmes</sup> limites sont écartées de 3,7% pour **Valeur A**, 1,2% pour **Valeur B**, 2,6% pour **Valeur C**, 0,7% pour **Valeur D**, et 30% pour **Valeur E**).

La part des interventions au-delà de la 5<sup>ème</sup> limite est de 65% pour **Valeur A**, 88% pour **Valeur B**, 90% pour **Valeur C**, 94% pour la **Valeur D** et 75% pour la **Valeur E**.

Cela illustre que la gestion des CL correspond à la volonté de freiner des crises de volatilité, sans influencer indûment sur la tendance.

- Enfin, on observe que les interventions à la première limite, lorsque le CL y est seul présent, se font pour des quantités limitées, et pour ramener le *spread* à des niveaux raisonnables, l'ordre émis par le CL ayant surtout vocation à servir de « bourgeon » pour inciter d'autres acteurs, notamment agissant via des automates, à se positionner. C'est ainsi le cas :

- ✓ Pour **Valeur C**, le *spread* serait de 1,1% sans le CL, il est ramené à 0,8% par le CL.
- ✓ Pour **Valeur E**, le *spread* serait de 11,2% sans le CL, il est ramené à 7,6% par le CL,

On note en revanche que pour **Valeur F**, où il n'y a pas de contrat de liquidité, le *spread* est de 4,15%, ce qui ne peut être considéré comme satisfaisant du point de vue des investisseurs. Cela se traduit d'ailleurs dans le faible achalandage du carnet d'ordres.

On note également que lorsque le *spread* « naturel » est relativement faible, le CL n'intervient pas en première limite. C'est le cas pour **Valeur A** (0,7%), **Valeur B** (0,2%) et **Valeur D** (0,3%). Ces niveaux doivent en outre être comparés à ceux observés sur les valeurs de l'indice, de l'ordre de 0,05% : il est ici clair que les CL ne visent pas à réduire les *spreads* à des niveaux qui seraient trop faibles au regard de la liquidité naturelle des titres.

**22.** Pour l'AMAFI, il ne peut alors qu'être contreproductif d'encadrer par des règles de prix les conditions d'intervention du contrat de liquidité.

### 3) Volume limits

26. In relation to illiquid shares, trades should not exceed 25% of the average daily volume on the market in the previous [20 to 30] trading sessions.

27. In relation to liquid shares, trades should not exceed 15% of the average daily volume on the market in the previous [20 to 30] trading sessions.

28. Where a sub-category of highly liquid shares is introduced, trades should not exceed 5% of the average daily volume on the market in the previous [20 to 30] trading sessions.

29. A single hard threshold (i.e. an amount of 20.000 Euro) may be allowed, especially for very illiquid shares, where even a percentage of 25% of the average daily volume on the market in a number of previous trading sessions may not allow the performer of the liquidity contract to effectively provide liquidity.

30. Each of the above limits and thresholds should take into account all the transactions carried out under the liquidity contract, cumulating buys and sales, without netting them.

23. Comme le montre l'analyse réalisée par l'AMAFI, ces limites de volume, calculées en cumulant achats et ventes, seraient particulièrement irréalistes.

#### DES LIMITES EN VOLUME QUI CRÉENT UN NOMBRE D'ANOMALIES TOUT À FAIT SIGNIFICATIF

Le tableau ci-dessous retrace au travers des trois segments qu'il est proposé d'identifier (*v. supra § 14*), les difficultés créées par les seuils envisagés.

SEGMENTATION VALEURS AMF	NOMBRE	Jours de dépassement moyen	Nb moy de jours d'interv.	SEUILS EN VOLUME	NOMBRE DE CL PAR JOUR DE DEPASSEMENT							
					> 0	> 10	> 25	> 50	> 65	> 80	> 100	> 120
Valeurs très liquides au sens ESMA	24	23,13	150	>5,00%	20	15	7	4	3	1	0	0
				>10,00%	15	6	4	1	0	0	0	0
				>15,00%	12	4	1	0	0	0	0	0
				>20,00%	9	3	0	0	0	0	0	0
				>25,00%	8	1	0	0	0	0	0	0
Valeurs liquides au sens ESMA	71	23,00	221	>15,00%	60	30	20	11	10	7	3	2
				>20,00%	51	23	13	11	5	3	1	0
				>25,00%	38	18	12	7	4	0	0	0
				>30,00%	32	15	9	3	0	0	0	0
				>50,00%	21	9	4	0	0	0	0	0
Valeurs illiquides au sens ESMA	315	10,69	238	>25,00%	235	98	43	14	8	3	2	0
				>30,00%	229	82	29	10	3	1	0	0
				>40,00%	218	58	20	2	0	0	0	0
				>50,00%	201	40	14	0	0	0	0	0
				>70,00%	176	28	2	0	0	0	0	0

On constate notamment que si les taux d'anomalies décroissent assez naturellement de façon similaire sur les trois segments, ils restent toutefois globalement plus élevés en ce qui concerne le segment des valeurs illiquides. Et cela malgré l'application de la franchise de 20 K€ qui, sur ce segment, a pourtant un effet particulièrement sensible. L'analyse détaillée montre en effet qu'elle entraîne une réduction importante, et parfois très importante des anomalies constatées sur les valeurs illiquides.

24. Appliquées telles quelles, les limites de volume conduiraient dans de nombreux cas à faire perdre la présomption de légitimité que crée la PMA, avec les effets qui ont été rappelés précédemment (*v. supra § 2.d*), et qui sont développés en annexe (*v. Annexe 6*). En effet, ne pas respecter la PMA :

- Est passible de sanction de la part de l'AMF (*RG AMF, art. 241-6 et 315-69*) ;
- Entraîne l'assujettissement à la TTF pour les 117 valeurs dont la capitalisation est supérieure à 1 Md€, et donc un coût supplémentaire pour l'émetteur qui cherche à assurer le bon fonctionnement du marché de son titre dans l'intérêt des investisseurs ;
- Soulève des questions importantes au regard des impératifs de conformité qui s'appliquent aux intermédiaires financiers et aux émetteurs, dont il leur sera d'autant plus impossible de s'abstraire que le risque de sanction est avéré.

25. Les principes posés appellent quatre observations complémentaires :

- a. Sur quelle base les seuils fixés par l'AEMF ont-ils été déterminés ? Aucune étude d'impact n'a manifestement été réalisée, ou à tout le moins rendue publique. Alors qu'il semble raisonnable de considérer que la France détient plus de 90 % des contrats de liquidité mis en œuvre en Europe, on peut que s'étonner de l'effet disruptif qui serait provoqué par ces seuils dans un contexte où aucun incident significatif n'a été relevé qui justifierait le bouleversement d'une pratique ayant fait ses preuves dans notre pays depuis près de 20 ans (*v. Annexe 5*).

En réalité, on ne peut s'empêcher de penser que, comme en matière de prix, le seuil de 25% applicable aux valeurs illiquides a été déterminé par rapport au seuil applicable en matière de rachat d'actions : « *Pour bénéficiaire de la dérogation prévue [par MAR], l'émetteur ne peut, lorsqu'il exécute des opérations dans le cadre d'un programme de rachat, acheter sur une journée de négociation plus de 25 % du volume quotidien moyen des actions échangées sur la plateforme de négociation où l'achat est effectué* » (*RD 2016/1052, art 3-3*).

Il se serait agi ensuite par rapport à cette référence de calibrer les deux limites suivantes en faisant deux paliers successifs. Si la progression mathématique (25 %, 10 % et 5 %) est sans doute animée d'une logique irréfutable, elle fait en revanche peu de cas de ce que révèle l'analyse statistique de la pratique des contrats de liquidité, et alors que le seuil de 25 % en matière de rachat s'applique quelle que soit la liquidité de la valeur en cause ...

- b. D'ailleurs, le parallèle qui est établi avec le rachat d'actions est d'autant moins approprié qu'il est fondé sur une idée fautive.

Une transaction est composée d'un achat et d'une vente : un volume de transactions de 100 titres signifie ainsi que 100 titres ont été achetés pendant que 100 titres ont été vendus. Par essence, le volume issu du rachat d'actions n'est constitué que par des acquisitions : limiter ce volume à 25 % du volume de transactions signifie ainsi que, par exemple seuls 25 titres peuvent être rachetés par rapport à un volume de référence de 100 titres.

Le contrat de liquidité quant à lui agit à l'achat et à la vente. Appliquer le principe d'une addition du volume réalisé à l'achat et à la vente pour le comparer à un volume de référence conduit en réalité à appliquer une limitation d'une toute autre ampleur : limiter à 25 % du volume de transactions signifie en effet, par exemple, que seuls 12 titres peuvent être achetés et 13 vendus par rapport à un volume de référence de 100 titres (*sur cet aspect, v. aussi infra § 26*).

- c. La fixation d'une limite calculée par rapport à la moyenne du volume des 20 à 30 derniers jours de bourse précédents, n'est pas adaptée du fait de l'étendue des capitalisations présentes dans les différents segments, mais aussi et surtout de la volatilité des marchés. En effet, parce que les volumes auront été particulièrement faibles pendant la période de référence, il sera ainsi impossible au contrat de liquidité d'intervenir efficacement pendant une séance particulièrement



active, qui sera souvent liée la publication de nouvelles sur l'émetteur ou son secteur d'activité (*sur cet aspect, v. aussi infra § 27.a.*).

- d. La franchise de 20 K€ prévue, qui a effectivement un effet significatif pour les petites capitalisations, semble néanmoins étrange. Pourquoi calculer cette limite en capitaux alors que les limites de 25, 10 et 5 % se calculent en nombre de titres ? Quel est l'enjeu d'un raisonnement qui, dans un premier temps, conduit à calculer la somme en valeur des transactions réalisées par le contrat de liquidité pour déterminer le moment à partir duquel il faut commencer à apprécier la limite en volume ? Et cet enjeu demanderait à être d'autant plus précisé que l'augmentation du cours (qui peuvent varier de 50 à plus de 100% en 1 an) ne signifie pas nécessairement des modifications importantes en termes de liquidité, surtout au regard de la granularité de la segmentation proposée.

### DES LIMITES EN VOLUME MAL FONDÉES

Quelques exemples sur la base des éléments déjà mis en évidence.

Indiquer que 8 CL sur 25 ont dépassé pendant au moins 1 jour le seuil de 25 % doit être apprécié en tenant compte du fait que ce pourcentage est constitué par une somme d'achats et de ventes rapporté à un volume constitué uniquement de vente ou d'achats.

Au cas particulier en outre, l'importance du volume se conjugue à d'autres facteurs : d'une part, une moyenne 20 jours particulièrement basse au regard de séances particulièrement actives ; d'autre part, le débouclage de positions réalisé en dehors du marché où est mis en œuvre le CL afin de ne pas peser sur le cours, cette manière de faire n'ayant jamais soulevé d'objection de la part de l'AMF lors de ses contrôles.

De même, indiquer que 28 CL sur 317 ont dépassé pendant au moins 10 jours le seuil de 70% doit être apprécié en tenant compte du fait que ce pourcentage est constitué par une somme d'achats et d'eventes rapportée à un volume constitué uniquement par des ventes ou des achats

SEGMENTATION VALEURS AMF	NOMBRE	Jours de dépassement moyen	Nb moy de jours d'interv.	SEUILS EN VOLUME	NOMBRE DE CL PAR JOUR DE DEPASSEMENT							
					> 0	> 10	> 25	> 50	> 65	> 80	> 100	> 120
Valeurs très liquides au sens ESMA	24	23,13	150	>5,00%	20	15	7	4	3	1	0	0
				>25,00%	8	1	0	0	0	0	0	0
Valeurs liquides au sens ESMA	71	23,00	221	>15,00%	61	31	20	11	10	7	3	2
				>50,00%	22	9	4	0	0	0	0	0
Valeurs illiquides au sens ESMA	315	10,69	238	>25,00%	235	98	43	14	8	3	2	0
				>70,00%	176	28	2	0	0	0	0	0

SEGMENTATION VALEURS		31/12/2015		31/12/2016	
		NOMBRE	TOTAL	NOMBRE	TOTAL
SEGMENTATION AMF	Valeurs très liquides au sens ESMA	22	381	24	410
	Valeurs liquides au sens ESMA	65		71	
	Valeurs illiquides au sens ESMA	294		315	
SEGMENTATION capitalisation	Valeurs ≤ 100 M€	139	381	146	410
	100 M€ < Valeurs ≤ 750 M€	128		131	
	750 M€ < Valeurs ≤ 1.500 M€	26		30	
	1.500 M€ < Valeurs ≤ 5.000 M€	40		49	
	5.000 M€ < Valeurs ≤ 15.000 M€	31		34	
	Valeurs > 15.000 M€	17		20	

On rappelle également la diversité en termes de capitalisation (et donc aussi de liquidité) des valeurs constituant les trois segments envisagés (*v. aussi encadré en p. 7*).

L'examen de l'évolution des cours des valeurs ayant un contrat de liquidité met par ailleurs en évidence l'ampleur des évolutions pouvant affecter une même valeur

durant l'année. Ainsi pour 2016 :

- ✓ 8 valeurs ont atteint un plus haut compris entre +100 et +200% par rapport à leur cours moyen de l'année ;
- ✓ 43 valeurs entre +50 et +100% ;
- ✓ 119 valeurs entre +25 et +50%.

Dans le même temps 133 valeurs ont atteint un plus bas compris entre -25 et -65% par rapport à leur cours moyen de l'année. Et assez naturellement certaines de ces valeurs sont parmi celles qui ont aussi atteint les cours les plus hauts.

26. C'est d'ailleurs semble-t-il en considération de la nécessité d'adapter les limites en volume que l'AMF a très récemment envisagé d'appliquer chaque limite séparément sur la partie achat d'une part, la partie vente d'autre part. Ainsi, pour les valeurs illiquides par exemple, le contrat de liquidité pourrait réaliser des transactions à l'achat jusqu'à 25% du volume de référence et, simultanément, des transactions à la vente jusqu'à 25% de ce même volume de référence.

Pour l'AMAFI, cette solution est bien évidemment bienvenue car de nature à réduire sensiblement le nombre de difficultés.

27. Pour autant, elle ne supprime pas toutes ces difficultés, car sur certaines journées de négociation, le contrat de liquidité peut être positionné plus fréquemment dans un sens que l'autre. Son objectif étant d'apporter de la liquidité et non de réaliser comme la tenue de marché un profit, il ne cherche pas en effet à saisir prioritairement l'opportunité d'un débouclage de position gagnant.

C'est pourquoi, l'AMAFI estime indispensable que trois compléments soient prévus :

- a. Le premier est que le volume de référence se calcule sur la moyenne des 30 derniers jours de bourse, et non seulement des 20 derniers, afin de réduire les à-coups qu'une période plus courte pourrait produire.
- b. Le deuxième est que le volume de référence ne soit pas seulement celui que révèle la moyenne des 30 derniers jours de bourse mais qu'il puisse être également constitué, s'il est plus élevé, par le volume du jour afin de permettre au contrat de liquidité de faire face à un pic de volume donné.

Dans cette hypothèse bien évidemment, le volume du jour s'entend de façon glissante tout au long de la journée. Tant que la limite résultant du volume calculé sur la base des 30 derniers jours de bourse est supérieure, c'est cette limite qui prévaut. Si toutefois, le volume jour vient à excéder ce volume moyen, c'est alors sur la base du premier que la limite s'apprécie.

- c. Le troisième complément, et de façon d'autant plus importante que des situations de dépassement subsisteront, consiste à considérer que ces limites ne constituent pas des seuils impératifs au-delà desquels la présomption de légitimité résultant de la PMA serait automatiquement perdue.

Il faut seulement que s'impose une obligation d'information de l'AMF, en documentant les raisons pour lesquelles il a été estimé approprié de dépasser les seuils fixés. A charge alors pour l'AMF d'apprécier la légitimité du dépassement. Cette méthodologie renforce la nécessité de seuils fixés au regard de l'examen analytique. A défaut en effet, les situations devant être documentées seront trop nombreuses pour être gérées opérationnellement, tant par l'intermédiaire qui met en œuvre le contrat de liquidité, que par l'AMF.

#### **4) Performance of the liquidity contract during auction phases**

31. *Orders submitted during any auction phase should be placed at a price that would not impact the final price of the auction, taking into account the rules and trading mechanisms of the trading venue (e.g. not impacting the theoretical price where calculated by the trading venue).*

28. Les phases de fixing concernent les valeurs cotées en continu, pour lesquelles existent un fixing d'ouverture et un fixing de clôture. Elles concernent par ailleurs les valeurs cotées au fixing pour lesquelles un fixing a lieu plusieurs fois dans la journée. Par essence, il est particulièrement important de limiter la volatilité du prix de fixing : le prix de clôture est en effet le prix de référence de valorisation des portefeuilles tandis que le cours d'ouverture est usuellement celui des opérations sur titre.

Dans ce cadre, on se demande comment il serait possible que les ordres du contrat de liquidité puissent ne pas impacter le prix final résultant de l'enchère alors que tous les ordres en carnet sont pris en compte par le modèle de marché pour fixer le prix d'équilibre ? En fait, cette exigence ne prend pas en compte le fonctionnement d'un fixing et notamment la double problématique résultant, d'une part, des ordres iceberg qui, par essence restent non visibles dans le carnet et, d'autre part, de la possibilité qu'ont les intervenants (et notamment les algorithmes de *trading*) de modifier leurs ordres à tout moment, y compris dans les dernières millisecondes du fixing.

29. En réalité, cette exigence conduirait le contrat de liquidité à n'intervenir qu'à des prix inexécutables, au détriment de son efficacité. Pour cette raison, l'AMAFI juge cette contrainte inappropriée.

#### **5) Block trades**

32. *The liquidity contracts should not generally cover block trades. However, under exceptional circumstances and subject to strict conditions identified in the AMP on liquidity contracts, block trades carried out "on exchange" under the rules of the trading venue may be covered.*

**30.** Les transactions de blocs peuvent être un outil important pour, d'une part, reconstituer l'équilibre des moyens dont dispose le contrat de liquidité et d'autre part, offrir une alternative à l'investisseur acheteur ou vendeur dont sinon l'ordre pourra peser durablement sur le cours de la valeur, et ainsi améliorer la liquidité sur la valeur.

Dans ce cadre, on ne voit pas pourquoi des transactions effectuées selon les règles du marché, qui répondent donc à toutes les conditions de transparence pré et post-négociation édictées par la réglementation, ne seraient possible que dans des « circonstances exceptionnelles<sup>10</sup> » et soumises à des « conditions strictes », toutes notions qui demanderaient par ailleurs à être explicitées.

31. Pour ces raisons, l'AMAFI juge cette règle inappropriée.

#### **3.6 Limits to the resources to be allocated to the performance of the liquidity contract**

33. *AMPs on liquidity contracts should ensure that the resources allocated to the performance of the liquidity contracts are proportionate and commensurate to its objectives, taking into account the liquidity of the instruments covered.*

**32.** Cette exigence ne soulève pas de difficulté. Au travers du Principe de proportionnalité posé par la Charte AMAFI, elle est depuis l'origine l'un des éléments de l'encadrement applicable au contrat de liquidité.

<sup>10</sup> Sur l'inadéquation de la notion de « circonstances exceptionnelles », v. aussi la note de bas de page n° 9.

34. *AMPs on liquidity contracts should specify the maximum amount of cash and the maximum number of shares (or other financial instruments) to be allocated to the performance of the liquidity contracts, ensuring that they overall do not exceed:*

*a. for illiquid shares:*

*500% of the average daily trading volume or 1% of the outstanding issued shares of the issuer at the time of entering into the liquidity contract associated to a resources cap of maximum 1 Million Euro.*

*b. for liquid shares:*

*200% of the average daily trading volume associated to a resources cap of maximum 20 Million Euro.*

*c. where AMPs on liquidity contracts identify a sub-category of highly liquid shares, either (i) 75% of the average daily trading volume, or (ii) 100% of the average daily trading volume associated to a resources cap of maximum 50 Million Euro.*

35. *The average daily trading volumes (turnover) referred to above should be determined in relation to a defined period before the liquidity contract is entered into.*

36. *Limits to the resources to be allocated to the performance of the liquidity contract should:*

*be determined with regard to the average daily trading volume on the trading venue where the liquidity contract is to be performed, including when the shares are traded on different trading venues (where the liquidity contract is to be performed on more than one trading venue, the highest average daily trading volume should be used), and*

*apply to all transactions (buys and sales) carried out under the liquidity contract, and should not be considered in relation to each trading venue when the liquidity contract is to be performed on more than one trading venue.*

33. Ces contraintes soulèvent deux types de difficultés.

- a. Tout d'abord, la référence à un volume de transaction quotidien moyen n'est pas adaptée. On n'imagine pas en effet que les moyens alloués à la mise en œuvre du contrat de liquidité puissent être revus fréquemment.
- D'un côté, parce que l'ajustement à la baisse de ces moyens est toujours une opération délicate qui souvent, induit des ventes de titres pouvant avoir un effet déstabilisateur pour la valeur.
  - De l'autre parce que l'ajustement à la hausse nécessite un effort financier de l'émetteur qui n'est pas toujours possible sans autorisation de son assemblée générale ou au regard de ses contraintes financières.

Prévoir que la période de référence soit déterminée dans le contrat qui lie l'émetteur et l'intermédiaire qui met en œuvre le contrat de liquidité ne constitue pas une solution adaptée. La période déterminée peut s'avérer trop longue ou trop courte pour allouer des moyens en rapport avec les besoins réels du contrat à un instant donné.

Il est indispensable que le contrat de liquidité dispose de moyens suffisants lui permettant de faire face aux situations de fortes volatilité auxquelles il peut être confronté, et donc d'une certaine souplesse.

- b. La fixation d'un plafond en termes de montant n'est pas approprié dans un certain nombre de cas au regard de la forte diversité des valeurs composant chaque segment.

### L'IMPORTANCE D'UNE CERTAINE SOUPLESSE EN TERMES DE MOYENS

SEGMENTATION VALEURS		NOMBRE	TOTAL	Lim. en moyens	
SEGMENTATION	Valeurs très liquides au sens ESMA	24		>50M€	6
AMF	Valeurs liquides au sens ESMA	71	410	>20M€	12
	Valeurs illiquides au sens ESMA	315		>1M€	45

Par rapport aux limites envisagées, les dépassements sont assez peu nombreux sans être toutefois non significatifs, notamment s'agissant des valeurs illiquides

Cet effet n'est pas étonnant alors que :

- ✓ les valeurs illiquides ont une capitalisation qui s'étage de 2,6 M€ à plus de 6,5 Mds€,
- ✓ Les valeurs liquides de 570 M€ à plus de 41 Mds€,
- ✓ Les valeurs très liquides de 9 Mds€ à près de 100 Mds€.

Moyens alloués au CL rapportés à la capitalisation												
SEGMENTATION VALEURS		NOMBRE	TOTAL	Moyenne	>0,05%	>0,20%	>0,50%	>0,60%	>1%	>1,20%	>1,50%	
SEGMENTATION	Valeurs très liquides au sens ESMA	22	381	0,16%	16	7	0	0	0	0	0	Au
AMF	Valeurs liquides au sens ESMA	65		0,31%	58	22	7	6	3	3	3	31/12/2015
	Valeurs illiquides au sens ESMA	294		0,35%	274	158	67	49	17	10	6	
SEGMENTATION	Valeurs très liquides au sens ESMA	24	410	0,15%	19	7	1	0	0	0	0	Au
AMF	Valeurs liquides au sens ESMA	71		0,27%	67	24	8	4	2	2	2	31/12/2016
	Valeurs illiquides au sens ESMA	315		0,36%	298	170	71	56	23	14	6	
SEGMENTATION	Valeurs CAC40	22	381	0,16%	16	7	0	0	0	0	0	Au
Indices	Autres	312		0,32%	288	145	57	41	14	0	7	31/12/2015
	Valeurs ALTERNEXT	47		0,49%	44	35	17	14	6	0	2	
SEGMENTATION	Valeurs CAC40	24	410	0,15%	19	7	1	0	0	0	0	Au
Indices	Autres	330		0,31%	312	151	58	42	17	0	6	31/12/2016
	Valeurs ALTERNEXT	56		0,54%	53	43	21	18	8	0	2	
SEGMENTATION	Valeurs ≤ 100 M€	139	381	0,52%	138	112	59	45	15	0	5	Au
capitalisation	100 M€ < Valeurs ≤ 750 M€	128		0,25%	119	47	10	6	3	0	2	31/12/2015
31/12/2015	750 M€ < Valeurs ≤ 1.500 M€	26		0,24%	22	7	4	3	1	0	1	
	1.500 M€ < Valeurs ≤ 5.000 M€	40		0,24%	33	9	2	2	1	0	1	
	5.000 M€ < Valeurs ≤ 15.000 M€	31		0,15%	30	11	0	0	0	0	0	
	Valeurs > 15.000 M€	17		0,13%	10	4	0	0	0	0	0	
SEGMENTATION	Valeurs ≤ 100 M€	146	410	0,54%	145	120	60	47	20	0	5	Au
capitalisation	100 M€ < Valeurs ≤ 750 M€	131		0,23%	124	46	11	9	3	0	1	31/12/2016
31/12/2016	750 M€ < Valeurs ≤ 1.500 M€	30		0,27%	27	7	3	1	1	0	1	
	1.500 M€ < Valeurs ≤ 5.000 M€	49		0,18%	42	12	3	2	0	0	0	
	5.000 M€ < Valeurs ≤ 15.000 M€	34		0,23%	32	10	2	1	1	0	1	
	Valeurs > 15.000 M€	20		0,14%	14	6	1	0	0	0	0	

34. Il est nécessaire qu'une certaine souplesse soit prévue, et que comme en matière de volumes (v. supra § 27.c.), les limites instaurées ne constituent pas un seuil au-delà duquel la présomption de légitimité qui résulte de la PMA serait automatiquement perdue. Il faut seulement que s'impose alors une obligation d'information de l'AMF en documentant les raisons pour lesquelles il a été estimé approprié de dépasser les seuils fixés. A charge en ce cas pour l'AMF d'apprécier la légitimité du dépassement.

37. AMPs on liquidity contracts should explicitly mention that the resources allocated to the performance of liquidity contracts should exclusively be used for that purpose.

35. Cette exigence ne soulève pas de difficulté. C'est bien le sens du cadre déterminé par la Charte AMAFI au travers, d'une part, du Principe de spécialisation qui détermine l'objet du contrat de liquidité et, d'autre part, du Principe d'identification qui oblige à ce que les opérations effectuées au titre du contrat de liquidité soient comptabilisées sur un compte uniquement dédié à cet effet

## ANNEXE 1 PROJET DE MODIFICATION DE LA CHARTE AMAFI

### CHARTE DE DEONTOLOGIE AMAFI CONCERNANT LES CONTRATS DE LIQUIDITE

#### Commentaires :

*Le projet de Charte ci-dessous propose un certain nombre d'évolutions permettant d'accommoder le nouveau cadre issu de MAR, tout en prenant en compte les observations précédemment formulées.*

*La colonne de gauche identifie les modifications apportées en bordeaux souligné et le cas échéant, en barré.*

#### Préambule

La 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), entrée en vigueur le 12 octobre 2004, a introduit dans le cadre juridique français diverses modifications. Parmi ces modifications, certaines ont trait aux conditions dans lesquelles des émetteurs peuvent procéder au rachat de leurs actions.

Dans ce contexte, la directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 prise pour l'application de la directive Abus de marché ayant notamment précisé les conditions dans lesquelles les autorités nationales pouvaient reconnaître des pratiques de marché admises, l'Autorité des marchés financiers a décidé de reconnaître en tant que telle la pratique des contrats de liquidité.

Ainsi, par décision en date du 22 mars 2005, l'AMF a-t-elle posé le principe selon lequel toute société émettrice dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé peut procéder à l'animation de marché de son titre dès lors que cette animation est réalisée dans le cadre d'un contrat de liquidité conforme à une charte de déontologie qu'elle aura approuvée conformément aux articles 612-1 et suivants de son règlement général.

La directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (MAD 1), entrée en application le 12 octobre 2004, a introduit dans le cadre juridique français diverses modifications. Parmi ces modifications, certaines ont trait aux conditions dans lesquelles des émetteurs peuvent procéder au rachat de leurs actions.

Pour l'application de MAD 1, la directive déléguée 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 a notamment précisé les conditions dans lesquelles une autorité nationale pouvait reconnaître des Pratiques de marché admises (PMA).

Dans le cadre de la réglementation antérieure de la Commission des opérations de bourse, l'AMAFI (à l'époque l'AFEI) avait fait approuver par la Commission, une Charte de déontologie (la Charte Contrat de liquidité) permettant de bénéficier de certaines dispositions du règlement COB n° 90-04 lors des interventions réalisées pour le compte d'une société émettrice par un prestataire de services d'investissement agissant en vertu d'un contrat de liquidité (Instruction COB du 10 avril 2001 prise en application du règlement n° 90-04 relatif à l'établissement des cours).

<p>L'Association française des entreprises d'investissement (AFEI) qui, dans le cadre de la réglementation antérieure de la Commission des opérations de bourse avait fait approuver par la Commission une Charte de déontologie permettant de bénéficier de certaines dispositions du règlement COB n° 90-04 (Instruction COB du 10 avril 2001 prise en application du règlement n° 90-04 relatif à l'établissement des cours), a fait approuver le 14 mars 2005 une nouvelle Charte de déontologie, établie en étroite concertation avec les services de l'AMF sur la base de la précédente charte, permettant aux contrats de liquidité d'entrer dans le cadre de la pratique de marché acceptée par l'AMF.</p> <p>A la suite de l'extension aux systèmes multilatéraux de négociation organisés, au sens de l'article 524-1 du règlement général de l'AMF, du bénéfice des contrats de liquidité, extension résultant de la loi n° 2008-776 du 4 août 2008, l'Association française des marchés financiers (AMAFI) (ex AFEI) a modifié le 23 septembre 2008 sa Charte de déontologie précitée qui a fait l'objet d'une nouvelle décision de l'AMF en date du 1er octobre 2008 d'acceptation des contrats de liquidité en tant que pratique de marché admise.</p> <p>Dans le cadre de la revue périodique qu'elle peut effectuer des pratiques de marché admises, l'AMF a dressé en 2010 un bilan, au bout de cinq ans, de la mise en œuvre des contrats de liquidité au terme duquel elle a proposé quelques aménagements qui ont été discutés notamment avec l'AMAFI. C'est ainsi que l'Association a été amenée à modifier ce jour sa Charte de déontologie du 23 septembre 2008.</p> <p>La nouvelle Charte de déontologie AMAFI énonce ainsi les principes que doivent respecter les contrats de liquidité qui veulent s'en prévaloir.</p> <p>Ces principes sont les suivants :</p>	<p><u>L'AMF, qui avait maintenu ce dispositif, a lors de l'entrée en application de MAD 1, décidé de le placer désormais sous le régime d'une PMA. L'Association a donc établi une nouvelle Charte Contrat de liquidité, support de cette PMA Contrat de liquidité approuvée le 14 mars 2005 (décision AMF du 22 mars 2005).</u></p> <p><u>Pour tenir compte de diverses évolutions et renforcer le cadre mis en place, la Charte Contrat de liquidité et la PMA Contrat de liquidité à laquelle elle se rattache ont été modifiées en octobre 2008 (décision de l'AMF en date du 1<sup>er</sup> octobre 2008 d'acceptation des contrats de liquidité en tant que pratique de marché admise) puis en mars 2011 (Pratique de marché admise AMF n° 2011-07).</u></p> <p><u>MAD 1 a été abrogée par le règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché, entré en application le 3 juillet 2016 (MAR). Ce règlement maintient, au travers de son article 13, la capacité d'une autorité compétente à reconnaître une PMA. Les conditions de cette reconnaissance sont par ailleurs précisées par le règlement délégué (UE) 2016/908 de la Commission complétant MAR par des normes techniques de réglementation sur les critères, la procédure et les exigences concernant l'instauration d'une pratique de marché admise et les exigences liées à son maintien, à sa suppression ou à la modification de ses conditions d'admission.</u></p> <p><u>Les modifications introduites par ce nouveau cadre réglementaire ont conduit à réexaminer la PMA Contrat de liquidité. Les travaux entamés à la fin 2015 entre l'Association et l'AMF ont conduit à faire évoluer la Charte Contrat de liquidité sur différents points.</u></p> <p>La <u>Charte Contrat de liquidité établie par l'AMAFI au travers du présent document</u>, énonce ainsi les principes que doivent respecter les contrats de liquidité qui veulent s'en prévaloir.</p> <p><i>Non modifié</i></p>
--	--

**Commentaires :**

*Adaptation du Préambule pour tenir compte du nouveau contexte tout en restant dans un format approprié par rapport à l'ensemble de la Charte.*

## 1. - Principe de spécialisation

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.

Le Contrat de liquidité a pour seuls objets de favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations des titres d'une société émettrice (l'Émetteur) tout en évitant 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.

Les conditions dans lesquelles est mis en œuvre le Contrat de liquidité sont établies par convention écrite entre les parties respectant les Principes définis par la Charte.

### **Commentaires :**

*Modifications de nature essentiellement rédactionnelle.*

*Le Principe de spécialisation constitue le cœur de la Charte. C'est par rapport à lui que les interventions de l'Animateur sont à apprécier. Celles qui n'auraient pas « 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 ne peuvent être considérées comme conformes à la Charte.*

*Introduction de la nécessité d'une convention écrite, jusqu'alors seulement prévue implicitement.*

## 2. - Principe d'indépendance de l'Animateur

Le Contrat de liquidité est mis en œuvre par un prestataire de services d'investissement (l'Animateur). 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. La société émettrice ne doit donner aucune instruction à l'Animateur en vue d'orienter ses interventions.

Le Contrat de liquidité est mis en œuvre par un prestataire de services d'investissement (l'Animateur). L'Animateur est seul juge de l'opportunité des interventions effectuées au regard, tant de l'objet du Contrat de liquidité tel que défini par le Principe de spécialisation (v. Principe 1), que du souci d'assurer sa continuité conformément au Principe de continuité des interventions (v. Principe 4). L'Émetteur, ou toute autre personne pour le compte de laquelle est également mis en œuvre le contrat de liquidité, ne donne aucune instruction à l'Animateur en vue d'orienter ses interventions.



<p>L'Animateur doit disposer d'une organisation interne adaptée garantissant l'indépendance du collaborateur chargé de réaliser les interventions sur le marché.</p> <p>Le Contrat de liquidité fixe les modalités de rémunération de l'Animateur dont les caractéristiques ne doivent pas porter atteintes au principe d'indépendance de l'Animateur ni l'inciter à engendrer par ses interventions des cours ou des volumes artificiels dans le marché. Ce principe interdit en tout état de cause que :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La rémunération puisse, en tout ou partie, être fixée : <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 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</li> <li>○ 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.</li> </ul> </li> <li>▪ 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.</li> </ul>	<p>L'Animateur <u>dispose</u> d'une organisation interne adaptée garantissant l'indépendance du <u>ou des collaborateurs chargés</u> de réaliser les interventions <u>au titre du Contrat de liquidité</u>.</p> <p>Le Contrat de liquidité fixe les modalités de rémunération de l'Animateur. <u>Ces modalités sont établies de telle sorte qu'elles ne portent pas atteintes à l'indépendance</u> de l'Animateur, <u>ni ne l'incitent</u> à engendrer par ses interventions des cours ou des volumes artificiels dans le marché. <u>Elles interdisent</u> en tout état de cause que :</p> <p><i>Non modifié</i></p> <p><i>Non modifié</i></p> <p><i>Non modifié</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La partie variable de la rémunération dépasse <u>vingt pour cent (20%)</u> du montant total de la rémunération <u>fixe</u> 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.</li> </ul>
--	--

### Commentaires :

*Modifications essentiellement rédactionnelles.*

*Le Principe d'indépendance est toutefois étendu pour inclure également le cas où le contrat est conclu avec un actionnaire de l'Émetteur (v. en ce sens Principe 5).*

*Par simplicité, il est également prévu que la limitation du variable soit désormais établi, non par rapport au montant de la rémunération totale (plus difficilement appréciable a priori puisque incluant la part variable), mais par rapport au montant de la rémunération fixe :*

*15% de 85% = 12,75% de 100% qu'il est proposé d'arrondir à 13%.*

*Le fait qu'une part significative de la rémunération variable doive être fixée par rapport à des objectifs prédéterminés, et donc auditables par l'AMF, exclut suffisamment les éventuelles possibilités de dérives.*

<p><u>3. - Principe d'action sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1 du règlement général de l'AMF</u></p>	<p><u>3. - Principe d'action sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1 du règlement général de l'AMF</u></p>
<p>Le Contrat de liquidité ne peut être mis en œuvre que sur des marchés réglementés ou des systèmes multilatéraux de négociation organisés au sens de l'article 524-1 du règlement général de l'AMF sur lesquels sont négociés les titres de la société émettrice conformément aux règles de ces marchés. Les interventions de l'Animateur doivent être réalisées pendant les heures d'ouverture des marchés concernés.</p>	<p>Le Contrat de liquidité <u>est uniquement</u> mis en œuvre <del>que</del> sur des marchés réglementés ou des systèmes multilatéraux de négociation <u>relevant</u> du règlement général de l'AMF sur lesquels sont négociés les titres de <u>l'Émetteur</u> conformément aux règles de ces marchés. Les interventions de l'Animateur <u>sont</u> réalisées pendant les heures d'ouverture des marchés concernés.</p>

**Commentaires :**

*Compte tenu du champ de MAR qui désormais vise également les titres traités sur un SMN, et conformément à ce que prévoit l'AMF dans le cadre de la consultation close le 30 mai 2016 en vue de l'entrée en vigueur de MAR, la notion de SMN doit être substituée à celle de SMNO.*

*Par ailleurs, modifications de nature purement rédactionnelle.*

4. - Principe de continuité des interventions

<p>Le Contrat de liquidité doit être mis en œuvre dans le souci d'assurer la continuité des interventions. En conséquence, l'Animateur peut décider de ne pas intervenir lorsque cela lui semble de nature à compromettre cet objectif.</p>	<p>Le Contrat de liquidité <u>est</u> mis en œuvre dans le souci d'assurer la continuité des interventions. En conséquence, l'Animateur peut décider de ne pas intervenir lorsque cela lui semble de nature à compromettre cet objectif.</p>
---	--

**Commentaires :**

*Modification de nature purement rédactionnelle.*

	<p><b><u>4bis. - Principe de gestion des interventions</u></b></p>
	<p><u>L'Animateur précise les modalités selon lesquelles sont réalisées habituellement les interventions au titre du Contrat de liquidité. Ces modalités sont décrites dans un document (la Fiche d'intervention) à disposition du ou des collaborateurs chargés de réaliser ces interventions.</u></p> <p><u>La Fiche d'intervention est revue régulièrement, et au moins à l'occasion du renouvellement du Contrat de liquidité.</u></p> <p><u>Elle indique notamment les éléments suivants :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b><u>(i.)</u></b> <u>La date de son établissement et, le cas échéant, de sa modification ;</u></li> <li><b><u>(ii.)</u></b> <u>L'identification du programme de rachat d'actions dans lequel s'inscrit le Contrat de liquidité, en indiquant sa date d'approbation par l'Assemblée générale de la société émettrice ainsi que sa date limite de validité ;</u></li> <li><b><u>(iii.)</u></b> <u>Les limites de cours au delà et, le cas échéant, en deçà desquelles le Contrat de liquidité ne peut en aucun cas intervenir ;</u></li> <li><b><u>(iv.)</u></b> <u>lorsque le Contrat de liquidité le prévoit, les situations ou conditions conduisant à son interruption temporaire, sa suspension ou sa suppression ;</u></li> <li><b><u>(v.)</u></b> <u>Les principes d'intervention :</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>o <u>en ouverture et clôture de marché ou pendant un fixing,</u></li> <li>o <u>pendant la séance,</u></li> <li>o <u>en rééquilibrage du Compte de liquidité,</u></li> </ul> </li> <li><b><u>(vi.)</u></b> <u>Les conditions dans lesquelles le ou les collaborateurs chargés des interventions au titre du Contrat de liquidité documentent, au regard de l'objet du Contrat de liquidité tel que défini par le Principe de spécialisation (v. Principe 1), les interventions ne respectant pas les principes fixés au (v.) ou les seuils résultant du Principe de limitation des interventions en volume (v. Principe 4ter).</u></li> </ul>

**Commentaires :**

*Le Principe 4bis nouveau renforce la piste d'audit à disposition de l'AMF (sur cet aspect, v. aussi infra Principe de piste d'audit) au travers d'une liste de points qui n'est pas exhaustive : « notamment ». De nombreux éléments ici prévus relevaient auparavant de la « Fiche d'intervention » associée au Contrat de liquidité (AMAFI / 11-17).*

*Au paragraphe (iii), il est rappelé que, si le prix maximum d'achat est nécessairement fixé par l'AG qui statue sur le rachat, celui du prix de vente n'est qu'optionnel. D'où les termes « le cas échéant ».*

*Il est à noter que le paragraphe (iv.) reprend des éléments inclus par ailleurs dans le Principe d'information du marché (Principe 10).*

*Le paragraphe (v.) quant à lui fixe des principes d'intervention. S'agissant de principes, ils sont établis par rapport à ce qui semble nécessaire en situation « normale » de marché, ce que reflète aussi le terme « habituellement » utilisé au premier paragraphe. Cela n'interdit pas pour autant que ces principes puissent ne pas être respectés, même en dehors de toute situation « exceptionnelle » de marché. En effet, pour remplir les objectifs qui lui sont assignés, le Contrat de liquidité a besoin de souplesse pour faire face aux situations particulières comportant de forts enjeux en termes de liquidité, de régularité des cotations et de prévention des décalages de cours. L'utilisation de cette souplesse a toutefois pour contrepartie une exigence de documentation (sur cet aspect, v. aussi infra Principe de limitation en volume des interventions). C'est à partir de cette documentation que l'AMF disposera d'une piste d'audit lui permettant d'investiguer plus précisément les situations qu'elle considère le nécessiter.*

*La Fiche d'intervention peut différer valeur par valeur à raison des spécificités que présente le marché de chacune. Il est toutefois probable qu'elle sera déclinée en tant que de besoin sur la base d'un cadre général, établi par exemple en fonction du segment de capitalisation auquel appartient chaque valeur.*

	<p><b><u>4ter. - Principe de limitation en volume des interventions</u></b></p>
	<p><u>Lorsqu'il intervient, l'Animateur veille à respecter les principes d'intervention définis en application du v. du Principe de gestion des interventions (v. Principe 4bis).</u></p>

Il veille également à respecter des limites quotidiennes de volume en ce qui concerne ses interventions lorsque, cumulés au cours d'une même journée de négociation, les achats et les ventes réalisés au titre du Contrat de liquidité représentent un montant supérieur à 20 000 €. En fonction de la catégorie de liquidité à laquelle appartient la valeur concernée, ces limites sont les suivantes :

- Pour les titres non liquides ne respectant pas les exigences de liquidité définies à l'article 22 du règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006 (le Règlement), la limite est de 25% du volume de référence ;
- Pour les titres liquides respectant les exigences de liquidité définies à l'article 22 du Règlement et n'entrant pas dans la composition du principal indice boursier national déterminé par l'AMF la limite est de 15% du volume de référence ;
- Pour les titres très liquides respectant les exigences de liquidité définies à l'article 22 du Règlement et entrant dans la composition du principal indice boursier national déterminé par l'AMF, la limite est de 5% du volume de référence.

Pour l'application du présent Principe :

- La limite applicable est calculée distinctement en cumulant les transactions réalisées à l'achat par le Contrat de liquidité d'une part, celles réalisées à la vente d'autre part.
- Le volume de référence, s'agissant des titres échangés sur le ou les marchés sur lesquels le Contrat de liquidité intervient, est constitué par le volume quotidien moyen constaté sur la valeur concernée au cours des 30 précédentes journées de négociation ou, s'il est plus élevé, par le volume constaté le jour même.
- L'Animateur peut choisir de substituer à la limite de 20.000 €, une limite exprimée en nombre de titres. En ce cas, le nombre de titres est déterminé de façon à ne pas excéder 20.000 € sur la base du cours moyen de la valeur au cours des 30 précédentes journées de négociation sur le ou les marchés sur lesquels le Contrat de liquidité intervient.

	<p><u>Lorsqu'une limite en volume applicable n'est pas respectée, cette situation et ses motifs sont documentés conformément au (vi.) du Principe de gestion des interventions (v. Principe 4bis).</u></p>
--	--

**Commentaires :**

*Le Principe 4ter nouveau introduit des limites de volume. Le cadre général de ces limites de volume s'articule autour des principes envisagés par l'AMF. Si la segmentation en trois catégories de liquidité et les seuils applicable à chaque catégorie ainsi que la franchise de 20 K€ sont repris sans modification, la période de calcul du volume de référence est en revanche fixées à 30 jours de négociation pour réduire les à-coups qu'une période plus courte pourrait produire. Une alternative à la franchise de 20 K€ est par ailleurs prévue pour la transformer en nombre de titres, ce nombre s'appréciant alors de façon glissante par rapport au cours moyen résultant des 30 précédents jours de négociation.*

*L'opportunité de définir des segments de liquidité par rapport à des textes qui vont être très prochainement abrogés devra toutefois être examinée.*

*Comme cela a été également déjà souligné au travers du Principe de gestion des interventions (Principe 4bis), ces limites ne constituent pas pour autant des seuils indépassables. Elles obligent seulement à documenter les dépassements dans des conditions qui les rendent auditables par l'AMF.*

**5. - Principe d'identification**

<p>Les opérations réalisées au titre du Contrat de liquidité sont comptabilisées sur un compte uniquement dédié à ces opérations (le Compte de liquidité).</p> <p>Lorsque la société émettrice n'est pas seule à confier à l'Animateur des titres ou des espèces en vue d'assurer l'exécution de sa mission, il doit être prévu un mécanisme permettant d'identifier à tout moment la quote-part du Compte de liquidité qui revient à chaque participant.</p>	<p><i>Non modifié</i></p> <p>Lorsque <u>l'Émetteur</u> n'est pas seul à confier à l'Animateur des titres ou des espèces en vue d'assurer l'exécution de sa mission, <u>un mécanisme permet</u> d'identifier à tout moment la quote-part du Compte de liquidité qui revient à chaque participant.</p> <p><u>L'Animateur assure que les ordres émis et les transactions effectuées au titre du Contrat de liquidité sont identifiés dans les conditions prévues par l'AMF, y compris lorsqu'il n'est pas membre du marché sur lequel est mis en œuvre le Contrat de liquidité.</u></p>
---	--

**Commentaires :**

*Modifications de nature purement rédactionnelle.*

*Par ailleurs, il est prévu que, sous la responsabilité de l'Animateur, les ordres émis et les transactions effectuées sont identifiés spécifiquement dans les systèmes d'information de l'entreprise de marché, de manière à pouvoir être reconnus et traités par les outils de surveillance mis en œuvre par l'AMF.*

**6. - Principe d'indisponibilité des titres**

Sous réserve de ce que prévoit le Principe 7, les titres affectés par la société émettrice pour la mise en œuvre du Contrat de liquidité ou acquis par elle en exécution des opérations réalisées à ce titre ne peuvent être débités du Compte de liquidité qu'en suite d'une opération correspondant aux objectifs assignés au Contrat de liquidité.

Sous réserve de ce que prévoit le Principe de proportionnalité (v. Principe 7), les titres affectés par l'Émetteur pour la mise en œuvre du Contrat de liquidité ou acquis par lui en exécution des opérations réalisées à ce titre ne sont débités du Compte de liquidité qu'en suite d'une opération correspondant à l'objet du Contrat de liquidité tel que défini par le Principe de spécialisation (v. Principe 1).

**Commentaires :**

*Modifications de nature purement rédactionnelle.*

**7. - Principe de proportionnalité**

Les moyens détenus sur le Compte de liquidité doivent être proportionnés aux objectifs assignés au Contrat de liquidité. En aucun cas, le Compte de liquidité ne peut être utilisé à des fins de stockage de titres. Le Compte de liquidité ne peut en aucune circonstance présenter un solde débiteur sur sa partie espèces comme sur sa partie titres.

Les moyens détenus sur le Compte de liquidité sont proportionnés aux objectifs assignés au Contrat de liquidité. En aucun cas, le Compte de liquidité ne peut être utilisé à des fins de stockage de titres. Le Compte de liquidité ne présente en aucune circonstance un solde débiteur sur sa partie espèces comme sur sa partie titres.

	<p><u>Le principe de proportionnalité est présumé respecté si les moyens détenus ne dépassent pas les limites suivantes définies en fonction de la catégorie de liquidité à laquelle appartient la valeur :</u></p> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ <u>Pour les titres non liquides ne respectant pas les exigences de liquidité définies à l'article 22 du Règlement, la limite est de 500% du volume de référence ou de 1% de la capitalisation boursière de l'Émetteur ;</u></li><li>▪ <u>Pour les titres liquides respectant les exigences de liquidité définies à l'article 22 du Règlement et n'entrant pas dans la composition du principal indice boursier national déterminé par l'AMF, la limite est de 200% du volume de référence sans dépasser un plafond de 20 millions d'euros ;</u></li><li>▪ <u>Pour les titres très liquides respectant les exigences de liquidité définies à l'article 22 du Règlement et entrant dans la composition du principal indice boursier national déterminé par l'AMF, la limite est de 100% du volume de référence sans dépasser un plafond de 50 millions d'euros.</u></li></ul> <p><u>Le volume de référence est constitué par le volume moyen des titres échangés sur la valeur concernée au cours des 30 précédentes journées de négociation sur le ou les marchés sur lesquels le Contrat de liquidité intervient.</u></p> <p><u>Lorsqu'une limite de moyens applicable n'est pas respectée, cette situation et ses motifs sont documentés conformément au (vi.) du Principe de gestion des interventions (v. <i>Principe 4bis</i>).</u></p> <p><u>L'Émetteur peut toutefois intégrer dans son dispositif de centralisation de trésorerie les espèces figurant sur le Compte de liquidité sous réserve que :</u></p> <ul style="list-style-type: none"><li><b>(i.)</b> <u>Il s'engage 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 ;</u></li><li><b>(ii.)</b> <u>Soit maintenu dans le Compte de liquidité un volant d'espèces minimal permettant de faire face aux interventions qui sont habituellement nécessaires ;</u></li></ul>
--	--



<p>Le Contrat de liquidité détermine, par dérogation au Principe 1, les conditions dans lesquelles pour assurer le respect de ce principe de proportionnalité, l'Animateur peut procéder, de façon alternative ou cumulative :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ à des ventes ou achats de titres afin d'assurer, compte tenu des perspectives d'évolution du Contrat de liquidité, l'équilibre relatif des soldes espèces et titres à sa disposition ;</li> <li>▪ au virement d'un montant espèces en dehors du Compte de liquidité.</li> </ul>	<p>Le Contrat de liquidité détermine, par dérogation au Principe <u>de spécialisation (v. Principe 1)</u>, les conditions dans lesquelles pour assurer le respect <u>du Principe</u> de proportionnalité, l'Animateur peut procéder, de façon alternative ou cumulative :</p> <p><i>Non modifié</i></p> <p><i>Non modifié</i></p>
---	---

**Commentaires :**

*Un certain nombre de modifications sont de nature purement rédactionnelle.*

*Les pistes envisagées par l'AMF concernant la limitation des moyens sont reprises en fonction du segment de liquidité auquel appartient la valeur. Toutefois concernant les valeurs illiquides, le plafond de 1 Million d'euros n'est pas repris compte tenu des enseignements tirés de l'étude statistique.*

*Sont par ailleurs intégrées les éléments relatifs au cash pooling résultant de la lettre du Secrétaire général de l'AMF du 14 avril 2009, actuellement repris dans le document de commentaires de l'Association accompagnant le Contrat type.*

**8. - Principe de sortie en espèces**

<p>Toute clôture du Compte de liquidité, quelle qu'en soit la raison, conduit à la vente des titres figurant à son crédit et appartenant à la société émettrice.</p> <p>Deux dérogations sont toutefois applicables :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 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 ;</li> <li>▪ Lorsque la société émettrice souhaite retrouver la disponibilité d'un nombre de titres au plus équivalent à ceux qu'elle a affectés pour la mise en œuvre du Contrat de liquidité.</li> </ul>	<p>Toute clôture du Compte de liquidité, quelle qu'en soit la raison, conduit à la vente des titres figurant à son crédit et appartenant à <u>l'Émetteur</u>.</p> <p><i>Non modifié</i></p> <p><i>Non modifié</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Lorsque <u>l'Émetteur</u> 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.</li> </ul>
--	---

**Commentaires :**

*Modifications de nature purement rédactionnelle.*

**9. - Principe relatif aux modalités des échanges d'information**

La société émettrice s'abstient de transmettre à l'Animateur toute information à caractère privilégié portant sur sa situation ou ses perspectives.

L'Animateur transmet à la société émettrice les informations nécessaires pour remplir les obligations qui lui incombent en matière de déclarations de franchissement de seuil et de tenue du registre des achats et des ventes prévu par l'article R. 225-160 du Code de commerce.

L'Émetteur s'abstient de transmettre à l'Animateur toute information à caractère privilégié portant sur sa situation ou ses perspectives.

L'Animateur transmet à l'Émetteur les informations nécessaires pour remplir les obligations qui lui incombent en matière de déclarations de franchissement de seuil et de tenue du registre des achats et des ventes prévu par l'article R. 225-160 du Code de commerce.

**Commentaire :**

*Modification de nature purement rédactionnelle.*

**10. - Principe d'information du marché**

Toute société émettrice qui conclut un Contrat de liquidité, informe le marché par voie de communiqué :

- Préalablement à sa mise en œuvre, de la signature du Contrat de liquidité, en indiquant l'identité de l'Animateur, le titre concerné, le ou les marchés sur lesquels l'animation sera opérée ainsi que les moyens qui sont affectés à la mise en œuvre du Contrat de liquidité ;

Tout Émetteur qui conclut un Contrat de liquidité, informe le marché par voie de communiqué :

- (i.) Préalablement à sa mise en œuvre, de la signature du Contrat de liquidité, en indiquant l'identité de l'Animateur, le titre concerné, le ou les marchés sur lesquels l'animation sera opérée, les moyens en titres et espèces affectés à la mise en œuvre du Contrat de liquidité ainsi que, lorsque le Contrat de liquidité le prévoit, les situations ou conditions conduisant à son interruption temporaire, sa suspension ou sa suppression ;

<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Chaque semestre et lorsqu'il est mis fin au Contrat de liquidité, du bilan du Contrat de liquidité en précisant les moyens titres et espèces figurant au crédit du Compte de liquidité par rapport à ceux mis à disposition à l'origine ;</li> <li>▪ Dans les quinze jours de bourse, de toute modification des informations visées au premier tiret.</li> </ul>	<p><b>(ii.)</b> Chaque semestre et lorsqu'il est mis fin au Contrat de liquidité, du bilan du Contrat de liquidité en précisant les moyens titres et espèces figurant au crédit du Compte de liquidité par rapport <u>à ceux indiqués par le bilan semestriel précédente ou, à défaut, ceux mis à disposition à l'origine ainsi que, pour la période considérée, les capitaux moyens quotidiennement échangés à l'achat d'une part, à la vente d'autre part ;</u></p> <p><b>(iii.)</b> Dans les quinze jours de bourse, de toute modification des informations visées au <u>(i.)</u>.</p>
---	---

<p><b>Commentaire :</b></p> <p><i>Le Principe d'information du marché remplit en l'état la plupart des exigences prévues par l'article 3-1 du Règlement délégué (UE) 2016/908 du 26 février 2016 concernant les informations destinées à être rendues publiques que l'autorité doit examiner avant d'instaurer une PMA.</i></p> <p><i>Au (i), est toutefois ajoutée l'information sur les interruptions, suspensions ou suppressions conformément à l'article 3-1-a-iii du Règlement délégué. Cette information ne concerne que les situations particulières prévues au contrat, excluant donc tous les cas résultant de la réglementation ou des règles de marché.</i></p> <p><i>Au (ii), est également ajoutée une information concernant les capitaux moyens traités quotidiennement à l'achat et à la vente. L'information n'est pas fournie en nombre de titres pour éviter toute ambiguïté en cas d'ajustement sur le capital (scission ou regroupement).</i></p> <p><i>Cette information reprend partiellement celle résultant de l'article 3-1-b-i du Règlement délégué qui établit que soient données « sur une base périodique, les détails de l'activité liée à l'utilisation de la PMA, comme le nombre de transactions exécutées, le volume échangé, la taille moyenne des transactions et les «spreads» cotés moyens ainsi que les prix des transactions exécutées ». Outre que le terme « comme » laisse place à une certaine latitude au profit de l'autorité compétente, on ne voit pas quel intérêt présenteraient pour le marché de telles précisions, qui exposeraient en revanche le Contrat de liquidité à ce que certains acteurs les exploitent à son détriment.</i></p>
--

<p><b><u>11. - Principe de communication</u></b></p>	<p><b><u>11. - Principe de communication à l'Autorité des marchés financiers</u></b></p>
<p>Tout Contrat de liquidité qui souhaite se prévaloir de la présente Charte de déontologie est déclaré à l'Autorité des marchés financiers en précisant l'identité de l'Animateur chargé de sa mise en œuvre et celle de la société émettrice concernée.</p>	<p><u>L'Animateur transmet à l'Autorité des marchés financiers, au plus tard dans les dix jours de bourse qui suivent selon le cas leur signature, leur publication ou leur établissement, les communiqués publiés en application du Principe d'information du marché (Principe 10).</u></p>

<p>Sur sa demande, le Contrat de liquidité définissant les relations entre la société émettrice et l'Animateur est communiqué à l'Autorité.</p>	<p><u>Par ailleurs, l'Animateur transmet à l'Autorité avant le 10 du mois suivant :</u></p> <p><u>(i.) Le volume de transactions réalisées à l'achat et à la vente pendant le mois précédent ;</u></p> <p><u>(ii.) Lorsqu'une limite prévue en application du Principe de limitation en volume des interventions (v. Principe 4ter) a été dépassé :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <u>Le nombre de jours de dépassement ;</u></li> <li>▪ <u>La position titres du Compte de liquidité en fin de mois, exprimée en nombre de titres et en valorisation au cours de clôture ;</u></li> <li>▪ <u>La position espèces du Compte de liquidité en fin de mois, étant précisé que si un support monétaire est utilisé, c'est la dernière valeur liquidative de celui-ci qui est retenue.</u></li> </ul>
---	--

**Commentaires :**

*Le Principe de communication est renforcé afin d'assurer la communication directe par l'Animateur d'un certain nombre d'éléments à l'AMF sur la base desquels celle-ci pourra le cas échéant décider de mener des investigations plus approfondies.*

*En prévoyant que l'Animateur transmette à l'AMF, le volume de transactions réalisées à l'achat et à la vente, il est donné une information déconnectée de l'information plus globale donnée par l'Émetteur, dès lors que cette dernière inclut l'ensemble des rachats auxquels il procède. Cette information pourrait toutefois aussi être donnée directement par l'Émetteur sous forme d'un onglet spécifique Contrat de liquidité au sein du reporting général Rachat d'actions qu'il produit.*

*Par ailleurs, afin de permettre à l'AMF d'apprécier si des investigations complémentaires sont nécessaires, le dépassement d'une limite de volume conduit à lui transmettre alors d'autres informations.*

	<p><b><u>11bis. - Principe de piste d'audit</u></b></p>
	<p><u>L'Animateur conserve :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b><u>(i.)</u></b> <u>Le Contrat de liquidité et ses éventuels avenants ;</u></li> <li><b><u>(ii.)</u></b> <u>Les versions successives de la Fiche d'intervention ;</u></li> <li><b><u>(iii.)</u></b> <u>La documentation précisant les raisons pour lesquelles une limite prévue en application du Principe de limitation en volume des interventions (v. Principe 4ter) n'a pas été respectée.</u></li> </ul> <p><u>Les situations suivantes sont documentées :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b><u>(i.)</u></b> <u>Décision de modifier la Fiche d'intervention ;</u></li> <li><b><u>(ii.)</u></b> <u>Décision de ne pas modifier la Fiche d'intervention alors qu'il a été constaté, de manière répétée et fréquente, le non respect des modalités d'intervention qu'elle définit ;</u></li> <li><b><u>(iii.)</u></b> <u>Décision de ne pas réduire un déséquilibre significatif et récurrent entre la partie titres et la partie espèces du Compte de liquidité ;</u></li> </ul> <p><u>La conservation des éléments précités est assurée pendant une période d'au moins cinq ans. Ils sont remis à leur demande aux services de l'AMF dans le cadre des contrôles qu'ils peuvent mener.</u></p>

**Commentaires :**

*Pour renforcer la piste d'audit à disposition de l'AMF, il est prévu que diverses situations soient documentées. En cas de contrôle, ses services (comme l'Animateur d'ailleurs) pourront s'appuyer sur cette documentation pour évaluer les décisions prises ainsi que sur le contenu de la Fiche d'intervention et de ses éventuelles modifications.*

*Il appartient à la conformité de l'Animateur de préciser le cas échéant cet aspect.*

	<p><b><u>11ter. - Principe de contrôle</u></b></p>
	<p><u>Le respect de la Charte Contrat de liquidité fait l'objet de vérifications appropriées par le dispositif de contrôle interne de l'Animateur. Celui-ci veille notamment à l'absence de conflits d'intérêts entre les activités menées au titre du Contrat de liquidité et celles menées par ailleurs par l'Animateur, particulièrement s'il est mandaté par l'émetteur pour racheter ses propres actions.</u></p> <p><u>En tout état de cause, les situations conduisant le ou les collaborateurs en charge du Contrat de liquidité à s'abstraire des limites prévues en application du Principe de limitation en volume des interventions (v. Principe 4ter) ou du Principe de proportionnalité (v. Principe 7) font l'objet d'un contrôle périodique et statistique :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li><u>(i.) De leur caractère suffisamment documenté ;</u></li> <li><u>(ii.) De leur bien-fondé.</u></li> </ul> <p><u>L'Animateur dispose par ailleurs d'un mécanisme d'alerte permettant de détecter :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li><u>(iii.) Pour une même valeur ainsi que pour l'ensemble des valeurs suivies par un même collaborateur, les situations conduisant ce dernier à ne pas respecter, de manière répétée et fréquente, les modalités d'intervention définies par la Fiche d'intervention (v. Principe 4bis, (vi.)) ;</u></li> <li><u>(iv.) L'existence d'un déséquilibre significatif et récurrent entre la partie titres et la partie espèces du Compte de liquidité.</u></li> </ul>

**Commentaires :**

*Le Principe 11ter nouveau soumet sans ambiguïté au dispositif de contrôle interne de l'Animateur, la vérification des différents principes posés par la Charte.*

## ANNEXE 2

### COURRIER AUX INSTITUTIONS EUROPÉENNES À PROPOS DE L'ILLÉGITIMITÉ DE L'AVIS DE L'AEMF CONCERNANT LES CONTRATS DE LIQUIDITÉ



Mr. Valdis Dombrovskis  
Vice-President  
European Commission  
Financial Stability, Financial Services and CMU  
Rue de La Loi / Wetstraat 200  
Brussels 1049  
Belgium

Paris, 16 June 2017

By Email: [cab-dombrovskis-contact@ec.europa.eu](mailto:cab-dombrovskis-contact@ec.europa.eu)

Re: Accepted market practices (AMP) on liquidity contracts  
Opinion ESMA70-145-76

Dear Vice-President,

On 25 April, the European Securities and Markets Authority (ESMA) published an Opinion entitled "*Points for convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity contracts*". The signatories to this letter wish to challenge that Opinion for several reasons.

With this Opinion, ESMA is severely curtailing the ability of national authorities to recognise AMPs: indeed the more specific the criteria that must be observed, the narrower the latitude afforded to authorities.

These restrictions are devoid of any legal basis because they go directly against the expressly stated wishes of the European co-legislators. We wish to recall that the European Commission's initial proposal on revising the Market Abuse Directive suggested doing away with the possibility of introducing AMPs. But the possibility was maintained because the co-legislators felt it was necessary, within the framework that they had created, for each national authority to be able to accommodate the needs and peculiarities of the market ecosystem under its responsibility.

Accordingly, ESMA's Opinion is contestable from a legal perspective as it is based on powers that have in no way been granted to ESMA. Indeed, making the opinion that ESMA must give on national authorities' AMPs subject to the criteria set out in the Opinion would amount to standard setting under the guise of promoting supervisory convergence in an area that is not intended to give rise to such convergence. For example, the requirement that "*The person performing the liquidity contract should (...) execute the liquidity contract in its capacity as member of the trading venue(s) where the transactions relating to the liquidity contract are carried out*" (§16) is unacceptable, since the European legislation merely requires ESMA to examine several criteria, without including the obligation to be a market member (*DR (EU) 2016/908, Art. 4*).

.../...



.../...

The issue arises even more prominently in the case of trading conditions, for which the Opinion establishes detailed thresholds and conditions that are similarly not provided for in European regulations.

But while the Opinion's lack of a legal basis is of course critical, it is not the sole concern shared by the signatories to this letter.

The first concern involves the question of market financing for businesses, particularly mid caps, for which the secondary market liquidity of their securities is a major issue: without sufficient secondary liquidity, investors in the primary market will require an additional premium that pushes up the cost of capital for companies, in turn reducing their investment capacity. Accordingly, the technique of liquidity contracts contributes directly to orderly market operation, to the benefit of issuers and investors alike.

It is a pity that ESMA's Opinion does not adequately consider this question, plainly concentrating instead on setting summary criteria which may be easy for the authorities to use but which introduce rigidities for which there is no evidence that they will support orderly market functioning.

As representatives of different sections of the French market (issuers, investors, market operator, financial analysts, regional financial centers and market intermediaries), we consider that ESMA's approach will be detrimental in the short term to business financing and market development and, more broadly, runs counter to the objectives of the CMU. ESMA totally disregards the fact that over 400 companies listed in Paris use liquidity contracts to encourage and maintain trading in their shares, that a great many retail and professional investors factor these contracts into their investment choices, and that this technique has been regulated for 20 years by the industry in close cooperation with the market authority, in a setting where market making has never looked like a viable alternative.

Moreover, there are questions over the very point of the supervisory convergence that ESMA is supposedly seeking to achieve. Besides France, just four Member States have established AMPs on liquidity contracts. What is more, only a handful of issuers use these AMPs in each of these countries.

At a time when ESMA is facing many major urgent projects, it is hard to see this as the best use of its resources. To give an example, even setting aside Brexit-related questions, the entry into force of MiFID 2 and PRIIPs is a matter of months away, yet participants are still awaiting many key responses so that they can properly implement these major regulatory projects.

.../...





.../...

We are also conveying our serious concerns, which some of us recently highlighted in feedback to your staff's consultation on the functioning of the European Supervisory Authorities, to the Chairman of the European Parliament's ECON Committee and to the President of the ECOFIN Council.

Thank you for your attention.

Yours sincerely,



François Soulmagnon  
Director General  
AfeP



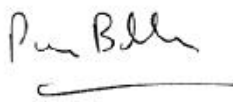
Michel Guilbaud  
Managing Director  
MEDEF



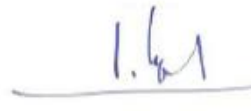
Caroline Weber  
General Manager  
Middelnext



Anthony Attia  
Chief Executive Officer  
Euronext Paris



Pierre Bollon  
Director General  
AFG



Jean Eyraud  
Chairman  
Af2i



Jean-Baptiste Bellon  
Chairman  
SFAF



Pierre de Lauzun  
Chief Executive  
AMAFI



Philippe de Portzamparc  
Coordinator and Spokesman  
for Regional Financial Markets

## ANNEXE 3

### RECHERCHER L'ALIGNEMENT DES PMA NATIONALES N'A PAS DE LÉGITIMITÉ

A diverses reprises au cours des échanges menés avec les services de l'AMF, ceux-ci ont particulièrement insisté sur la nécessité, compte tenu des travaux conduits au sein de l'AEMF, qu'il y aurait à [faire converger les PMA Contrat de liquidité en vigueur dans les différents États membres](#). Le projet de décision d'acceptabilité adressé à l'Association en début d'année, et étroitement calé par rapport à l'avis rendu peu avant par l'AEMF sur la PMA CNMV, ne peut d'ailleurs s'interpréter que par la recherche d'un alignement étroit de la PMA AMF par rapport à une « norme » de l'Autorité européenne que matérialiserait cet avis, désormais repris quasi intégralement dans l'Opinion publiée par l'Autorité européenne le 25 avril dernier.

[La légitimité d'un tel alignement n'est toutefois aucunement établie.](#)

#### L'alignement des PMA est contraire à la volonté du législateur européen

Aucune disposition de MAR (ni considérant d'ailleurs) ne prévoit que les PMA nationales doivent être alignées les unes par rapport aux autres. La volonté contraire des colégislateurs européens est même attestée par la lettre de la définition donnée aux PMA : « *«pratique de marché admise» : une pratique de marché spécifique qui est admise par une autorité compétente conformément à l'article 13* » ([MAR, art. 3-1-9](#)). [L'existence d'une pratique « spécifique » à une autorité compétente ne peut donc par essence, être conditionnée à son alignement étroit avec celles d'autres autorités compétentes.](#)

Cette intention est d'autant plus manifeste qu'il convient de rappeler que le maintien dans MAR de la possibilité de prévoir des PMA était loin d'être acquis à l'origine. En vue d'approfondir l'harmonisation du cadre des abus de marché, la proposition initiale de la Commission européenne prévoyait en effet de supprimer la capacité des autorités nationales à reconnaître des PMA. Alors que les voix étaient nombreuses à soutenir que la tenue de marché était la seule manière acceptable d'apporter une liquidité complémentaire au marché ([v. aussi Annexe 7](#)), [c'est le travail de conviction mené par l'AMAFI avec le soutien étroit de l'AMF, des pouvoirs publics et de nombreux émetteurs qui, par rapport à l'enjeu que constituent les contrats de liquidité pour le bon fonctionnement du marché parisien, a permis de maintenir cette capacité.](#)

Le règlement délégué pris en application de MAR ne peut infirmer cette volonté manifeste. Il reconnaît d'ailleurs que « *Les pratiques de marché que les autorités compétentes peuvent instaurer en tant que PMA peuvent être de différents types et de différentes natures* » ([RD MAR, cons. 4](#)). Certes, il établit également que « *La spécification de critères, procédures et exigences communs devrait contribuer à l'élaboration de dispositions uniformes dans le domaine des pratiques de marché admises (PMA), améliorer la clarté du régime juridique régissant leur autorisation et promouvoir un comportement loyal et efficient chez les participants au marché [et] en outre contribuer à renforcer le bon fonctionnement et l'intégrité du marché* » ([RD MAR, cons. 1](#)).

Cette dernière déclaration a toutefois [pour seul objet de préciser les objectifs assignés au règlement délégué et non pour conséquence de charger implicitement l'AEMF, au travers de son avis, de procéder à « la spécification de critères, procédures et exigences communs »](#). Au surplus, ce considérant ne peut avoir de portée que par rapport au mandat donné par les colégislateurs européens de réaliser « *une harmonisation cohérente (...) précisant les critères, la procédure et les exigences liés à l'instauration d'une [PMA] ainsi que les exigences liées à son maintien, à sa suppression ou à la modification de ses conditions d'admission* » ([MAR, art. 13-7](#)). Or, ce mandat, qui doit lui-même tenir compte de la volonté

des colégislateurs telle qu'elle a été rappelée précédemment<sup>11</sup>, ne conduit lui-aussi qu'à préciser les critères qu'il appartient au niveau 2 de déterminer, et non à donner indirectement à l'AEMF la capacité à réaliser une telle « harmonisation cohérente ».

### **L'avis de l'AEMF ne peut constituer un élément prescriptif du cadre des PMA**

**36.** Une PMA n'a à être élaborée que par rapport aux dispositions de MAR et du RD MAR, avec les éventuelles limites qui ont été rappelées plus tôt en ce qui concerne ce dernier. [L'avis délivré par l'AEMF n'a pour objet que de jauger la conformité à ces dispositions](#). En aucun cas en revanche, il ne peut servir à déterminer, par l'instauration par exemple de limites qui deviendraient de ce fait indépassables, une « norme » s'imposant aux autorités nationales lorsqu'elles décident de mettre en place une PMA.

[L'AEMF n'est dotée d'aucun pouvoir normatif en la matière](#) : elle est seulement chargée de formuler un avis qui, comme le souligne l'emploi même de ce terme, n'a aucun caractère prescriptif. D'ailleurs, rien n'impose à l'autorité nationale de se conformer à l'avis ainsi délivré (*MAR, art. 13-5*). Seul le juge est en mesure de contrôler si le corpus réglementaire est respecté, y compris s'il doit y avoir mise en œuvre de la procédure prévue à l'article 19, paragraphe 3, du règlement (UE) n° 1095/2010 dans les situations où la légitimité d'une PMA nationale serait mise en doute par une autorité d'un autre État membre.

C'est d'ailleurs parce que l'Opinion publié par l'AEMF le 25 avril dernier contrevient à ce principe que les diverses composantes de la Place de Paris – émetteurs, investisseurs, analystes financiers, entreprise de marché et intermédiaires mettant en œuvre des contrats de liquidité – ont fait part aux trois institutions européennes de leurs préoccupations en la matière (*v. Annexe 2*).

### **L'appréciation de la conformité d'une PMA est nécessairement sous-tendue par des considérations liées à la lutte contre les abus de marché et non au bon fonctionnement du marché**

Un alignement étroit des PMA nationales tel qu'il est envisagé au regard de l'avis de l'AEMF a d'autant moins de sens que le dispositif encadrant ces PMA est prévu au sein de MAR. Son objet est de préciser « *que la personne qui effectue une transaction, passe un ordre ou adopte tout autre comportement [puisse établir] que cette transaction, cet ordre ou ce comportement répond à des raisons légitimes, et est conforme aux pratiques de marché admises, établies conformément [à l'article 13 de MAR]* » (*MAR, art. 13-1*). De ces « raisons légitimes », il doit en résulter que ce comportement n'est pas *a priori* un de ceux qui sont prohibés dans la mesure où il « *donne ou est susceptible de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier, d'un contrat au comptant sur matières premières qui lui est lié ou d'un produit mis aux enchères sur la base des quotas d'émission* » (*MAR, art. 12-1-a-i*).

[Ainsi, si une « harmonisation cohérente » des PMA devait être recherchée, elle ne pourrait être envisagée que dans le champ des abus de marché](#), pour établir qu'il existe des raisons légitimes au comportement en cause. L'amélioration du bon fonctionnement du marché, nécessairement à l'origine de la mise en place d'une PMA par une autorité nationale (*v. sur ce point infra § 0 et s.*), ne peut en revanche constituer en soi l'objectif à poursuivre. Cet objectif, et donc l'encadrement de ce qui peut être accepté ou non au titre d'une PMA, relève d'autres dispositifs européens, parmi lesquels MIF est sans doute le plus important.

En tout état de cause, qui mieux que l'autorité de marché nationale peut apprécier, avec suffisamment de finesse, ce qui est approprié pour le bon fonctionnement des marchés qu'elle supervise ? L'idée selon laquelle une harmonisation toujours plus grande serait nécessairement bénéfique est contredite par la

<sup>11</sup> Étant par ailleurs souligné qu'assurer une « harmonisation cohérente » ne peut avoir pour conséquence de provoquer l'alignement étroit des PMA nationales.

réalité des faits. Comme elle l'a développé dans sa réponse produite en mai 2015 à la consultation de la Commission européenne sur « *Construire une Union de marchés de capitaux* », l'AMAFI considère que le bon fonctionnement des marchés et la croissance sont des impératifs de premier ordre, l'harmonisation n'étant qu'un moyen à leur service (AMAFI / 15-28).

### **L'alignement de la PMA AMF par rapport aux choix d'autres autorités serait incompréhensible**

L'intensité observée de la PMA AMF dans le fonctionnement du marché français comme le rôle de premier plan joué par l'AMF dans la lutte contre les abus de marché et la cohérence de l'action menée pour faciliter le financement par le marché des entreprises rendraient incompréhensible l'alignement de la PMA française sur celle de ses homologues ...

#### ➤ **En termes d'intensité de la PMA AMF dans le fonctionnement du marché français**

La PMA AMF actuellement en vigueur est le fruit de travaux lancés en 1998 par l'Association, en concertation avec la COB afin, d'une part, de résoudre certaines difficultés liées au nouveau cadre du rachat d'actions mis en place par le législateur cette même année et, d'autre part, normaliser les pratiques de Place en termes d'apport de liquidité

Comme cela a déjà été indiqué, ces travaux ont été traduits dans un Contrat type de liquidité élaboré par l'Association en conformité avec les principes établis par la Charte AMAFI par ailleurs définie, et reconnue en 2001 par la réglementation de la COB. Cette Charte maintenue par l'AMF lors de sa substitution à la COB en 2003, a ensuite été modifiée à trois reprises pour prendre en compte diverses évolutions déterminées en accord avec l'Autorité : d'abord, en mars 2005 lorsque le dispositif a été placé sous le nouveau régime des PMA, puis en octobre 2008 et enfin, en mars 2011<sup>12</sup>. A chaque fois, au terme de la concertation menée avec l'AMF, ces évolutions ont été réalisées de façon à préserver l'efficacité du contrat de liquidité.

Fort de cette normalisation, la technique du contrat de liquidité s'est développée sur la Place de Paris. A tel point qu'à ce jour, ce sont plus de la moitié des entreprises cotées sur Euronext Paris et Alternext qui ont recours au contrat de liquidité pour, conformément à la Charte AMAFI, « *favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations [de leurs] titres (...) ainsi que d'éviter des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché* ».

Ce succès explique d'ailleurs que le contrat de liquidité ait essaimé dans d'autres pays européens à partir de 2007 : l'Espagne, l'Italie, les Pays-Bas et le Portugal ont ainsi adopté depuis sur le modèle français une PMA de même nature. Faute sans doute de l'expérience acquise par l'AMF tout au long de ces années, ces pays ont toutefois introduit des rigidités particulières conduisant à ce que cette technique soit très loin de connaître le même développement qu'en France<sup>13</sup>.

Comment imaginer alors, compte tenu de ce différentiel d'intensité, que la PMA AMF devrait nécessairement se caler sur les autres PMA existantes alors que ces dernières ont été mises en place à partir du modèle instauré par la France mais en posant des contraintes supplémentaires dont l'effet est de brider leur développement sans que des bénéfices de régulation avérés ne soient pour autant démontrés ?

<sup>12</sup> Avec parallèlement, des modifications du Contrat type (v. sur ce point AMAFI / 11-23 a et b).

<sup>13</sup> En l'occurrence, il s'avère difficile de dénombrer les contrats de liquidité mis en œuvre sous des PMA étrangères. Au mieux, ceux-ci ne sont au nombre que d'une poignée dans chaque pays concerné. Il semblerait ainsi qu'il y ait 34 contrats en Espagne, moins de 10 en Italie, 1 aux Pays-Bas et 0 au Portugal. Ces chiffres restent toutefois à confirmer par des données officielles non disponibles pour l'heure.

➤ **En termes de positionnement de l'AMF dans la lutte contre les abus de marché**

Alors que comme cela a été indiqué les PMA s'analysent nécessairement par rapport aux enjeux que constitue la lutte contre les abus de marché, l'alignement de la PMA AMF sur celles en vigueur ailleurs ne peut avoir qu'une seule signification : l'AMF n'aurait jusqu'ici pas été suffisamment rigoureuse dans sa tâche de prévention et de sanction des abus de marché puisque, sans mise en évidence de la nécessité d'apporter certains correctifs, il deviendrait indispensable d'encadrer plus strictement la PMA existante.

Une constatation de cette nature demanderait toutefois à être appuyée concrètement s'agissant d'une PMA aussi utilisée sur le marché français, et depuis aussi longtemps. L'exercice sera toutefois difficile, sinon impossible : historiquement, parmi ses pairs européens, l'AMF est en effet l'une des autorités nationales sans doute les plus mobilisée en ce domaine. Cela fait de nombreuses années que de façon très exceptionnelle par rapport à ses homologues, elle est dotée d'outils puissants, connectés directement aux systèmes de négociation du marché sur lequel sont mis en œuvre les contrats de liquidité, en vue de détecter de façon particulièrement proactive les situations potentielles d'abus de marché. Cela fait également de nombreuses années qu'en suite de cette détection, sa Commission des sanctions sanctionne avec une sévérité qui ne peut être mise en doute les manquements qu'elle relève.

Or, en ce qui concerne la PMA AMF, force est de constater qu'aucune sanction n'a jamais été prononcée du fait de la mise en œuvre d'un contrat de liquidité<sup>14</sup>.

➤ **En termes de cohérence de l'action pour faciliter le financement des entreprises par le marché**

Comme cela a déjà été développé (v. Annexe 4), le contrat de liquidité a de nombreux bénéfices pour les investisseurs et les émetteurs. Mais particulièrement, en stimulant l'appétence des premiers pour une valeur, il impacte directement le coût du capital des émetteurs en leur permettant de lever des ressources sur le marché dans de meilleures conditions.

Au moment où la mobilisation collective est décrétée, tant aux niveaux européen que français, pour faciliter l'accès des entreprises aux financements de marché, l'AMF ayant d'ailleurs une impulsion majeure en la matière, il serait particulièrement incompréhensible que, sans autre argument que la nécessité de rapprocher la PMA AMF de celles d'autres autorités, il soit décidé d'introduire des contraintes supplémentaires dont l'effet direct serait de conduire à une déstabilisation forte du modèle de fonctionnement du marché français.



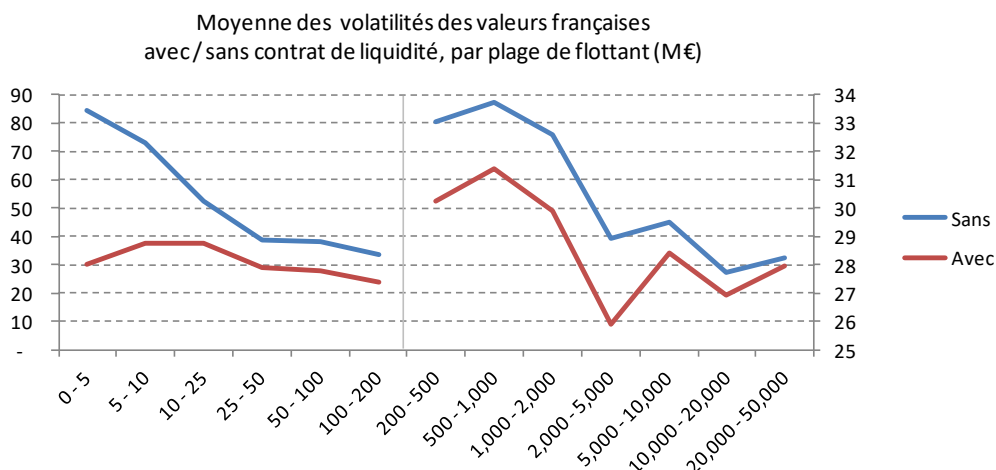
<sup>14</sup> Si l'on se réfère à la table de jurisprudence disponible sur le site de l'AMF, une sanction relative à un contrat de liquidité a néanmoins été prononcée en octobre 2005 (AMF, 4 octobre 2005, SAN-2006-01). Elle concerne toutefois des faits intervenus en 2002 dans le cadre desquels des achetés-vendus ont pu donner une impression de volumes de marché en réalité fictifs s'agissant de quantités régulièrement supérieures à 1 titre et même 10 titres. Depuis longtemps maintenant, en concertation avec le Conseil des marchés financiers et la COB, ce type de situations est normé : lorsque des achetés-vendus sont nécessaires pour permettre la cotation d'un cours, ils sont réalisés pour une quantité strictement égale à 1 titre.

## ANNEXE 4 LES BÉNÉFICES DU CONTRAT DE LIQUIDITÉ

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

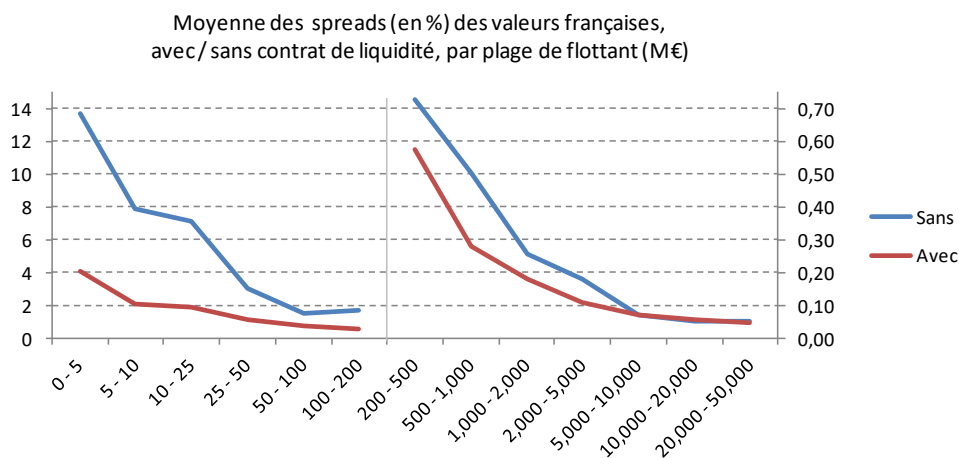
Une étude qui ne prétend pas à l'exactitude scientifique, notamment parce qu'à ce stade certains paramètres n'ont pas été définis avec précision<sup>15</sup> ou ne sont pas disponibles<sup>16</sup>, met en exergue les résultats suivants :

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



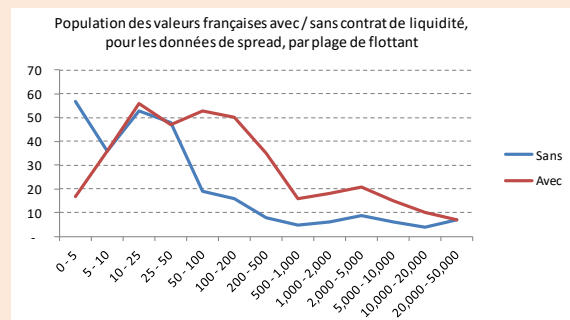
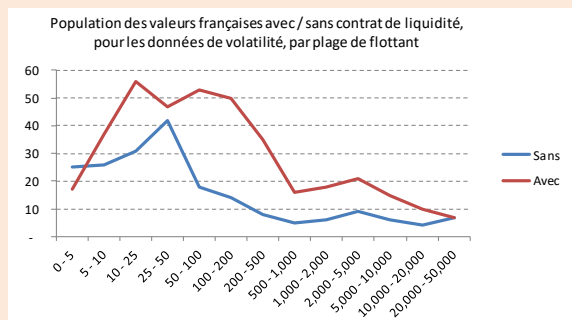
<sup>15</sup> Il en est ainsi de la notion de flottant sur laquelle est assise l'étude, et qui est le reflet le plus précis de la liquidité réelle d'une valeur. La notion de flottant s'avère en effet extrêmement volatile. Il n'est pas rare, même sur des valeurs de taille significative, que les différentes sources - y compris la base de l'AEMF - diffèrent sensiblement sur ce point. Par exemple, pour la valeur Havas, dont la capitalisation est d'environ 3 Mds€, Bloomberg affiche un flottant de 24%, Datastream de 94%. L'examen de la répartition du capital aboutit à un taux de l'ordre de 40% ... De la même manière, pour la valeur Amundi, dont la capitalisation est de l'ordre de 8 Mds€, si Bloomberg et Datastream déduisent bien la part détenue par le groupe Crédit Agricole (75%), la base de l'AEMF ne la retraite pas et affiche un flottant entre 8 et 9 Mds€.

<sup>16</sup> Les données de volatilité et de *spread* ne sont pas disponibles sur toutes les valeurs.



Ont servi de base à l'étude :

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



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

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

Si cette affirmation peut difficilement être contredite sur le plan de la liquidité structurelle, il n'en est pas de même en revanche en ce qui concerne la liquidité conjoncturelle. De ce point de vue, l'enjeu est de limiter la volatilité qui peut être constatée à certaines périodes de la journée de cotation. En effet, même les valeurs très liquides peuvent connaître des pics de volatilité dont la conséquence est des décalages de cours non justifiés par une tendance de fond. Cette situation, perçue très négativement par les investisseurs professionnels (dont la concentration a conduit également à la concentration des lignes

d'actifs en portefeuille), est de nature à diminuer l'attractivité que présente un titre ayant une volatilité trop grande en fréquence et/ou en intensité : de façon habituelle désormais, pour répondre aux attentes de leurs mandants, les stratégies d'investissement de ces investisseurs sont en effet conduites en fonction d'un indice de risque prédéterminé dans lequel doivent s'inscrire les titres qu'ils détiennent ou envisagent de détenir.

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

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

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

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

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

Les intérêts acheteurs et vendeurs présents au même moment dans le marché ne sont pas toujours représentatifs de l'équilibre fondamental qui existe. Le retard des uns par rapport aux autres peut déclencher de la volatilité, nécessairement perturbatrice pour les investisseurs dans la mesure où elle sous-tend que le marché a du mal à déterminer le « bon » prix, et que leur capacité à acheter ou vendre à ce « bon » prix est aléatoire. Outre les éléments déjà rappelés plus haut en ce qui concerne les *Large Caps*, pour les *Small et Mid Caps*, c'est la capacité des investisseurs institutionnels à pouvoir tout simplement « entrer » ou « sortir » qui est aussi en jeu. Sans un minimum de liquidité, il ne leur est pas possible d'intervenir sur une quantité suffisante justifiant leur intérêt, sans subir un délai d'exécution tel que le risque de marché supporté deviendra peu acceptable : au final en effet, c'est l'impossibilité pour ces investisseurs de pouvoir réaliser l'intégralité de la position dans les limites de prix qu'ils se sont fixées



à l'origine. Et sans présence des investisseurs institutionnels, la liquidité à disposition de l'ensemble des investisseurs s'en trouvera réduite.

Mais l'intérêt des investisseurs n'est pas détachable de celui des émetteurs. Du bon fonctionnement du marché secondaire, de sa capacité à découvrir un prix reflétant aussi exactement que possible les fondamentaux de valorisation de la valeur, dépend directement la prime de liquidité que vont exiger les investisseurs lorsque l'émetteur concerné lève des fonds sur le marché primaire. Cette prime de liquidité deviendra exorbitante chaque fois, confrontés à une très faible liquidité secondaire, les investisseurs qui souscriront à l'émission n'auront pas l'assurance de réaliser leur investissement lorsqu'ils le jugeront nécessaire dans des conditions de temps suffisamment satisfaisantes à leur yeux pour limiter leur risque de marché.

Au-delà, c'est donc aussi le coût du capital de l'émetteur, voire sa capacité même à lever des financements de marché, qui est en jeu : c'est d'ailleurs ce qui justifie l'intérêt de l'émetteur dans la mise en œuvre d'un contrat de liquidité.

C'est l'objet même du contrat de liquidité de tenter de corriger les anomalies de marché qui peuvent affecter le processus de formation des prix du fait d'un déséquilibre entre intérêts acheteurs et vendeurs. En tant qu'anomalie, ce déséquilibre est nécessairement ponctuel : le contrat de liquidité n'a pas pour objet de contrer une tendance de fond, et les moyens dont ils disposent ne le permettent d'ailleurs pas.

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



## ANNEXE 5

### LE DURCISSEMENT DE LA PMA AMF NE PEUT ÊTRE RÉALISÉ AU SEUL MOTIF D'EMPÊCHER LE RENOUVELLEMENT DE SITUATIONS « ANORMALES » MAIS TOTALEMENT MARGINALES

---

Comme l'Association l'a constaté au cours des discussions avec l'AMF, le durcissement envisagé de la PMA AMF semblerait en partie sous-tendu par la volonté de l'Autorité de mettre fin à certaines pratiques qui auraient conduit à une utilisation jugée « anormale » du contrat de liquidité.

L'approfondissement de cette problématique fait toutefois apparaître que, compte tenu des éléments relatés à l'Association, ces pratiques « anormales » n'auraient été constatées que dans un seul cas : celui où le contrat de liquidité aurait été utilisé pour générer un volume important de transactions sans lequel la valeur concernée serait sortie d'un indice de marché.

Cette situation est intéressante à considérer parce qu'elle est révélatrice du cadre normatif dans lequel se situe la PMA AMF. L'action menée en l'espèce au titre du contrat de liquidité pour maintenir la valeur concernée dans un indice soulève en effet une double question :

- Est-elle conforme à la PMA AMF ?

La réponse semble difficilement faire de doute. Même si le maintien dans un indice est un enjeu certain en termes de liquidité (*v. en ce sens ESMA/2016/1663, § 24*), cette action ne peut apparaître comme respectant le Principe de spécialisation posé par la Charte AMAFI à laquelle renvoie la PMA AMF : « *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.* »

- Est-elle pour autant passible de sanction ?

Avant le 3 juillet 2016, et la modification du RG AMF qui a érigé en manquement le non respect d'une PMA (*v. Annexe 6*), la réponse devait être recherchée par rapport au seul cadre abus de marché. [La perte de la présomption de légitimité résultant de la PMA AMF ne signifiant pas pour autant la commission d'un abus de marché, celui-ci doit encore être établi.](#)

L'analyse de cette question n'a pas à être menée ici : elle est de la compétence de la Commission des sanctions de l'AMF saisie par le Collège. On peut seulement relever que la réponse n'est pas nécessairement évidente au regard des critères applicables à la manipulation de cours, telle que prohibée par l'article 12-1-a-i de MAR.

Mais au-delà de ces éléments d'appréciation, et à moins que n'aient été détectées en nombre suffisant d'autres situations problématiques, [il serait totalement injustifié que sur le fondement d'un cas unique, qui au surplus n'a pas donné lieu à sanction, soit posé un encadrement beaucoup plus strict des contrats de liquidité, surtout si celui-ci est de nature par certains de ses aspects à remettre en cause l'avenir d'une technique qui a une intensité particulière sur la Place de Paris du fait de son intérêt pour les investisseurs et les émetteurs.](#)

Comme l'AMAFI le souligne régulièrement, [le cadre de régulation ne peut être constamment renforcé au motif que des situations « anormales » mais atypiques devraient être prévenues par anticipation.](#) Une telle démarche n'a pour conséquence que de réduire la capacité de la Place à faire face aux besoins de financement de l'économie et d'allocation de l'épargne dont on sait qu'ils sont considérablement renforcés aujourd'hui. Elle ne doit donc être poursuivie que dans les cas suffisamment avérés, fondés sur

la constatation que l'encadrement proposé apportera une réponse adaptée : c'est d'ailleurs bien en ce sens que par exemple, l'Association a soutenu depuis dix-huit mois l'encadrement de la publicité électronique de certains contrats financiers que la loi vient de réaliser, son seul souci ayant été que le dispositif atteigne aussi précisément que possible son objectif sans pour autant remettre en cause des activités par ailleurs légitimes.



## ANNEXE 6

### L'IMPOSSIBILITÉ DE NE PAS OBSERVER STRICTEMENT LE CADRE FIXÉ PAR LA PMA AMF

---

Les discussions menées avec les services de l'AMF ont conduit à rappeler que sortir de la présomption de légitimité que pose la PMA AMF n'est pas nécessairement le signe qu'un abus de marché est commis, et l'analyse développée ci-dessus (v. Annexe 5) le confirme. Pour autant, il n'est pas possible, comme les services ont pu sembler l'envisager, de considérer que le non respect de certains critères qui seraient posés par la PMA AMF révisée pourrait ne pas constituer pour autant une difficulté dès lors qu'un abus de marché n'en résulterait pas ...

En réalité, le cadre normatif posé par la PMA AMF sera totalement incontournable. Et cela pour trois séries de raisons dont chacune est suffisante à elle seule.

#### **S'écarter d'une PMA AMF constitue désormais un manquement passible de sanction**

L'incorporation de MAR dans le droit français s'est traduite par diverses modifications du règlement général de l'AMF. Parmi ces modifications, doivent être plus particulièrement notées celles des articles 241-6 et 315-69 qui concernant l'un « *Tout émetteur bénéficiant d'une pratique de marché admise* », et l'autre « *Tout prestataire de services d'investissement mettant en œuvre une pratique de marché admise* », leur impose de « *respecte[r] les exigences prévues par la décision de l'AMF qui a instauré cette pratique de marché admise en application de l'article 13 du règlement sur les abus de marché (règlement n° 596/2014/UE)* ».

A l'évidence, il n'y a pas d'autre sens à donner à ces dispositions que de constater qu'agir au titre d'un contrat de liquidité sans respecter l'intégralité des critères posés par la PMA AMF constitue désormais un manquement aux obligations professionnelles. La responsabilité du PSI sera ainsi engagée, mais aussi derrière lui, potentiellement celle de l'émetteur qui n'aura pas raisonnablement veillé à ce qu'il agisse en conformité avec la PMA AMF.

Ces nouvelles dispositions constituent une évolution particulièrement lourde et problématique que l'AMAFI n'avait pas identifiée en tant que telle lors de la consultation de place menée par l'Autorité durant le mois de mai 2016 : dans le prolongement des discussions sur la situation « anormale » précédemment évoquée (v. Annexe 5), elles semblaient destinées à seulement donner la capacité à l'AMF à traiter de telles situations. Mais en réalité, leurs effets vont bien au-delà : désormais l'AMF n'a même plus à établir que le non-respect de la PMA s'est traduit par la commission d'un abus de marché pour être en mesure de sanctionner un comportement ne découlant pas de la PMA AMF.

Loin de la promesse souvent réitérée de ne pas aller plus loin que le cadre européen, c'est un changement brutal de paradigme qui, même si une analyse juridique approfondie pourrait probablement révéler la fragilité de cette extension de compétence, augmente très notablement et de façon sans doute inacceptable pour les PSI et les émetteurs, le risque lié à la mise en œuvre d'un contrat de liquidité. A tel point qu'aujourd'hui, l'AMAFI considère que des discussions complémentaires sur ce point doivent être entreprises rapidement avec l'Autorité, la perspective étant sans doute l'abrogation des articles 241-6 et 315-69 du règlement général.

## **S'écarter de la PMA entraîne l'assujettissement à la TTF et le bouleversement de l'équilibre économique de l'activité contrat de liquidité**

Il faut rappeler que les achats réalisés au titre d'un contrat de liquidité bénéficient d'une exonération de taxe sur les transactions financières. Cette exonération est toutefois précisément articulée par rapport au cadre défini par la PMA AMF.

Dans sa rédaction récemment modifiée par la Loi n° 2016-1917 du 29 décembre 2016 de finances pour 2017, il est en effet prévu que cette exonération s'applique « *Aux opérations réalisées pour le compte d'émetteurs en vue de favoriser la liquidité de leurs actions dans le cadre de pratiques de marché admises acceptées par l'Autorité des marchés financiers en application du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/ CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/ CE, 2003/125/ CE et 2004/72/ CE de la Commission* » (CGI, art. 235 ter ZD, 4°).

Il doit en être déduit que les opérations non conformes à la PMA AMF ne peuvent bénéficier de l'exonération de TTF. Il en résulte un prélèvement qui peut être tout à fait significatif pour les émetteurs concernés, et d'autant plus que les achats sont désormais taxables au taux de 0,3 %.

*De facto*, et pour autant que la question précédente soit résolue, la perte de cette exonération conduirait à la suppression des contrats de liquidité pour les valeurs de plus de 1 Md€ de capitalisation boursière, dont beaucoup sont pourtant des *Mid Caps* au plan international<sup>17</sup>. Si le montant dû restera faible en valeur absolue pour celles dont la liquidité est la plus réduite, cela ne sera pas pour autant le cas rapporté à l'ensemble des coûts que les émetteurs concernés doivent supporter pour être en mesure de lever des fonds sur le marché.

## **S'écarter de la PMA de façon récurrente sera en tout état de cause peu envisageable pour de nombreux émetteurs et PSI au regard des impératifs de conformité qui s'imposent à eux**

Même si le non-respect de la PMA AMF n'était pas sanctionnable, ni ne conduisait à l'assujettissement à la TTF des opérations réalisées, il est très improbable que, tant du côté des émetteurs que des PSI, des sorties fréquentes et/ou importantes de la PMA soient acceptables. Compte tenu de certaines exigences aujourd'hui envisagées par le projet de PMA AMF, pour les uns comme pour les autres, les départements de conformité ne pourront garantir à leur direction générale que les risques encourus de ce fait seront suffisamment réduits pour rester supportables.

Si pour les émetteurs, la balance coûts / avantages résultant du contrat de liquidité pourra peut-être ne pas être toujours négative, il ne peut être escompté qu'il en soit de même du côté des PSI. Les attentes qui existent aujourd'hui en matière de conformité, et qui élèvent sensiblement les risques qu'ils supportent en termes de sanction encourue et de réputation, interdisent qu'une telle situation puisse être viable. Surtout d'ailleurs au regard des paramètres économiques sur lesquels sont bâties les activités qui conduisent à mettre en œuvre des contrats de liquidité : elles ont en effet une rentabilité faible tout en supposant une capacité à traverser les cycles négatifs qui affectent périodiquement le marché, comme cela est le cas depuis près de dix ans maintenant.



<sup>17</sup> 116 des 140 valeurs soumises à la TTF au 1<sup>er</sup> janvier 2017 ont conclu un contrat de liquidité (soit plus du cinquième du stock de contrats), et verraient donc leur liquidité et, partant, leurs conditions d'accès au marché se dégrader.

## ANNEXE 7

### LA TENUE DE MARCHÉ N'EST PAS UNE ALTERNATIVE CRÉDIBLE AU CONTRAT DE LIQUIDITÉ

Pendant les débats européens sur le maintien ou la suppression des PMA, beaucoup de voix se sont exprimées pour soutenir l'idée selon laquelle le *market making* serait la seule voie acceptable pour apporter de la liquidité, car la seule garantissant qu'il n'y ait pas commission structurelle d'un abus de marché ...

Ainsi, les critiques les plus fréquemment entendues à l'encontre du contrat de liquidité et en faveur du *market making* sont liées au lien « incestueux » que créerait par nature le contrat de liquidité entre l'intermédiaire et l'émetteur. L'intermédiaire agissant pour le compte de l'émetteur aurait en réalité pour objectif de favoriser l'intérêt de ce dernier : soit en créant un profit financier en réalisant des interventions à des moments opportuns dictés par l'émetteur au regard de sa position d'initié par nature ; soit en favorisant un cours de bourse attractif et déconnecté de la réalité<sup>18</sup>. Par opposition, le *market making* serait un modèle « pur » car à l'abri de telles dérives !

Outre qu'est ainsi posée la question des raisons pour lesquelles l'autorité de marché française aurait pu laisser perdurer tout au long de ces années une telle situation, c'est probablement parce que l'évidence de cette théorie, d'ailleurs jamais soutenue publiquement par une argumentation convaincante, n'est pas apparue aux colégislateurs européens que la possibilité d'instaurer des PMA est restée prévue par MAR.

Tenue de marché et contrat de liquidités ont l'une et l'autre pour objet d'assurer la liquidité du marché, c'est-à-dire à permettre aux investisseurs d'avoir la capacité de vendre ou d'acheter des instruments financiers sur le marché secondaire. De ce fait, l'une et l'autre technique renforcent la capacité des agents financiers à lever des capitaux sur le marché primaire en améliorant la liquidité du titre, favorisant la régularité de la cotation de l'émetteur.

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

Contrat de liquidité (CL)	Tenue de marché / « Market making » (MM)
<p>Le CL est géré pour le compte de l'émetteur et indirectement des investisseurs en cherchant à prévenir les mouvements de cours accidentels liés à un manque de liquidité et non à des fondamentaux. Le CL lisse ainsi les fluctuations excessives des cours</p> <p>Le CL utilise les fonds propres de l'émetteur. De ce fait, il ne génère de ce fait aucun risque financier pour l'intermédiaire.</p> <p>L'émetteur verse une rémunération à l'intermédiaire qui met en œuvre le CL (l'Animateur). Le CL ne crée donc aucun surcoût qui serait imputé directement ou indirectement aux investisseurs.</p>	<p>Le MM est réalisé dans l'intérêt de l'intermédiaire financier, en utilisant ses fonds propres.</p> <p>C'est une activité de <i>trading</i> pour compte propre qui ne donne lieu à aucune rémunération versée par l'émetteur. Les gains effectués sur les transactions doivent donc permettre de couvrir les coûts prudents d'une position en portefeuille d'une part, le risque de moins-values liées à la gestion du portefeuille d'autre part. Le surcoût des positions est donc refacturé aux investisseurs.</p>

<sup>18</sup> La lecture de l'avis de l'AEMF sur la PMA CNMV est éclairante de ce point de vue (v. ESMA/2016/1663, § 21 et s., et plus spécialement § 24).

<p>Le risque en termes d'abus de marché serait qu'un émetteur veuille manipuler à son profit le marché au travers du CL qui est mis en œuvre par l'Animateur. L'encadrement du CL vise donc notamment à assurer l'indépendance de ce dernier par rapport à l'émetteur pour le compte duquel il agit. Ce risque reste toutefois limité au regard des moyens alloués à cette activité.</p> <p>Le risque de vouloir favoriser des investisseurs plus faible en soi car l'intermédiaire n'en tirera pas de profit, est également encadré par des règles de murailles de chine.</p>	<p>Le risque en termes d'abus de marché serait que le MM cherche à favoriser son intérêt au détriment/bénéfice respectivement de l'émetteur ou des investisseurs. Ce risque est généralement encadré par une stricte séparation des activités d'origination et de trading à l'aide de murailles de chine, une série de règles de bonne conduite et un monitoring renforcé de la part du régulateurs et du MM.</p>
<p>Il n'y a aucun objectif de rentabilité des fonds confiés par l'émetteur dans le cadre du CL.</p> <p>L'émetteur ne peut d'ailleurs pas avoir un intérêt financier direct au travers du CL. Un « bon » CL n'est pas destiné à dégager un résultat positif sauf circonstances particulières, mais à être à l'équilibre ou faiblement négatif ou faiblement positif.</p> <p>Ce point est d'ailleurs facilement contrôlable. Le bilan qui est périodiquement publié de l'évolution des moyens disponibles en espèces et en titres, est de nature à mettre en évidence des résultats importants. Les raisons de ceux-ci peuvent alors être analysées finement pour établir s'ils résultent d'autres objectifs que ceux assignés au CL.</p> <p>Les conditions dans lesquelles est établie la rémunération de l'Animateur font que celui-ci n'a pas d'intérêt non plus à maximiser le résultat produit par le CL au détriment des objectifs qui lui sont assignés.</p>	<p>Le MM constitue une activité risquée pour l'intermédiaire qui la mène.</p> <p>Le MM doit avoir une rentabilité appropriée de façon à rémunérer non seulement le coût des fonds propres engagés mais aussi le risque général des marchés actions d'une part, le risque spécifique des valeurs traités d'autre part.</p> <p>L'exigence de rentabilité du MM se trouve désormais augmentée en raison des nouvelles exigences de fonds propres imposées aux établissements financiers. Le constat est d'ailleurs celui du retrait de nombre d'acteurs du MM, et en tout état de cause du MM sur les valeurs où la rentabilité est la moins élevée.</p>
<p>L'émetteur a un intérêt objectif à la mise en place d'un CL.</p> <p>La liquidité du marché secondaire est un facteur déterminant du prix auquel il pourra lever des ressources nouvelles sur le marché. Son coût du capital en dépend directement.</p> <p>En achalandant le carnet d'ordres pour les <i>Mid et Small Caps</i>, le CL stimule l'offre et la demande de la part d'investisseurs qui, sinon, n'auraient pas considérés la valeur.</p> <p>En fournissant de la liquidité additionnelle, le CL évite les déséquilibres qui résultent seulement de décalages temporels dans la présence des acheteurs et des vendeurs. Pour les <i>Mid et Small Caps</i>, ces décalages peuvent porter sur plusieurs séances sans pour autant constituer une tendance de fond. Pour les <i>Large Caps</i>, ces décalages se situent en règle générale à l'intérieur d'une même séance, voire souvent pendant seulement une ou quelques périodes d'une même séance.</p> <p>Par cette double action, le CL permet au processus de découverte des prix de jouer au mieux son rôle en donnant un prix de marché réaliste par rapport aux fondamentaux. La prime de liquidité demandée par les investisseurs sur le marché primaire sera ainsi ajustée au plus près des fondamentaux de la valeur.</p>	<p>La liquidité fournie au marché par le MM reste nécessairement maîtrisée en considération de l'analyse qui est faite du risque de marché supporté d'une part, des gains économiques sur les opérations d'achat et de vente susceptibles d'être dégagés d'autre part.</p> <p>Le MM est par nature plutôt effectué sur les valeurs liquides où la gestion du risque de marché est la plus aisée.</p> <p>Pour optimiser les marges réalisées et réduire le risque supporté, le MM a un intérêt au développement d'un marché de gros – blocs hors marché notamment - généralement au détriment des petits ordres qui lui coûtent trop chers en proportion.</p>

<p>Mais en conduisant l'Animateur à être particulièrement impliqué dans le fonctionnement quotidien du marché du titre, le CL favorise aussi sa capacité à apporter à l'émetteur un service de veille de marché, au travers d'une analyse des flux et du « décryptage » des mouvements qui affectent le titre. La lisibilité du marché s'étant aujourd'hui beaucoup affaiblie du fait de la fragmentation et d'une transparence de marché de moins bonne qualité, cette veille de marché est estimée particulièrement importante par de nombreux émetteurs, et particulièrement ceux dont les valeurs sont les plus liquides.</p>	
<p>Pour les <i>Large Caps</i>, l'action correctrice d'une volatilité excessive que permet le CL est particulièrement importante.</p> <p>Une volatilité excessive décourage les investisseurs n'agissant pas seulement dans une perspective de court ou de très court terme : elle crée en effet une incertitude sur la capacité à vendre le moment venu sans subir d'effets négatifs. La volatilité fragilise ainsi la structure actionnariale de l'émetteur par rapport à l'intérêt que présente un socle d'actionnaires en mesure de l'accompagner dans son développement à moyen et long terme. De ce fait, une volatilité excessive tend à impacter négativement l'évolution du cours de bourse.</p>	<p>Le MM n'a pas intérêt à contrer une tendance de marché présentant une volatilité élevée, dont il pourra éventuellement tirer profit. Il ne contribue pas ainsi à atténuer les anomalies.</p> <p>La nature des positions que certains intervenants peuvent prendre, peut même accentuer la volatilité (position gamma négative ou volonté de se défaire du risque dans le sens du marché). Le MM a une action singulière, non continue, drivée par les anticipations qu'il fait du marché à court, moyen et parfois long terme, en échange des contraintes des cours qu'il doit afficher en permanence. Capturer des écarts de cours, générer des plus values sur les positions qu'il est obligé de prendre pour proposer des prix tout en minorant les risques supportés sont ses objectifs prioritaires.</p>
<p>Sauf lorsqu'il est lié à un contrat de <i>Liquidity Provider</i> (LP) avec la plateforme de marché sur lequel il est mis en œuvre, le CL n'affiche pas des prix en permanence, mais seulement lorsqu'il l'estime nécessaire par rapport aux objectifs du contrat.</p> <p>Il cherche à maximiser le résultat de ses interventions par rapport, d'une part, à l'utilité de la liquidité additionnelle qu'il apporte au marché et, d'autre part, aux moyens dont il dispose (titres et espèces).</p> <p>Le CL intervient généralement en contre tendance car c'est là que l'apport de liquidité qu'il fournit est le plus utile.</p> <p>L'action contra-cyclique du CL est particulièrement importante en cas de stress ponctuel du marché.</p> <p>Le CL n'est pas en mesure de contrer une tendance de fond du marché, les moyens dont il dispose en titres et en espèces ne le permettant pas.</p>	<p>Le MM anticipe, accompagne et amplifie la tendance. Son action est par nature procyclique, notamment en clôture. Agir autrement est de nature à accroître le risque de marché supporté, voire à le rendre peu maîtrisable.</p> <p>Cet intervenant peut avoir intérêt à jouer la tendance et donc l'accentuer, même lorsqu'elle n'est pas structurelle mais seulement conjoncturelle. Dans son action procyclique, il prend alors de la liquidité au marché.</p>
<p>Le CL conduit au resserrement de la fourchette acheteur-vendeur. N'ayant pas à rémunérer ses fonds propres et ses risques, il n'a pas d'enjeu à l'existence de <i>spreads</i> larges. Au contraire, des <i>spreads</i> étroits sont de nature à attirer les investisseurs.</p>	<p>Le MM réalisé en tant que LP peut se traduire par une obligation de positionnement continu d'une fourchette acheteur-vendeur dans le marché pour un montant minimum de capitaux. Lorsqu'elle existe, cette obligation disparaît toutefois au regard de certaines circonstances de marché empêchant de maîtriser le risque qui découle des interventions réalisées.</p>



	<p>Plus les fourchettes acheteur-vendeur de cet intervenant sont réduites, plus son risque augmente. Plus elles sont larges, plus son risque de marché est convenablement maîtrisé.</p> <p>La combinaison de la largeur de la fourchette acheteur-vendeur et de la taille sur laquelle il intervient est un facteur important pour la gestion du risque de marché supporté au titre du MM.</p> <p>Moins la valeur est liquide, plus l'intervenant qui mène des activités de MM doit élargir ses fourchettes acheteur-vendeur pour être en mesure de gérer son risque de marché. Cela peut aller jusqu'à présenter des fourchettes dissuasives, ce qui ne favorise pas la liquidité.</p> <p>Ses ordres seront dynamiques et non pas statiques. Lorsqu'il se met en face d'un client ou du marché, son objectif est de faire des écarts de cours afin de maximiser sa rémunération.</p>
<p>Le CL intervient dans un cadre spécifique prévoyant notamment une obligation de transparence périodique vis-à-vis du marché. Celui-ci est ainsi en mesure d'apprécier les moyens mis à disposition du CL et leur évolution au fil du temps.</p> <p>Le CL ne peut être débiteur en titres (ni d'ailleurs en espèces).</p>	<p>Par nature le MM n'a pas d'obligation particulière de transparence sur ses positions et ses perspectives de gains sont nécessairement indirectement facturée à l'émetteur ou au marché.</p>

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

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

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

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

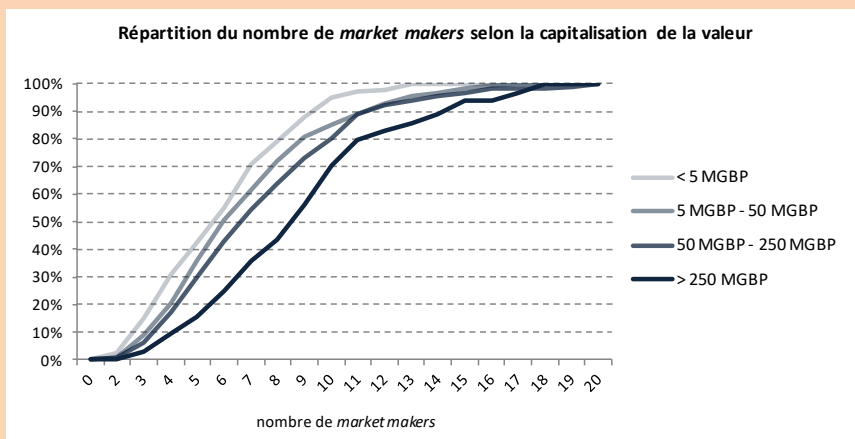
Le segment AIM du London Stock Exchange est le marché dédié aux valeurs de petite et moyenne taille. Le fonctionnement de ce marché se fonde sur l'intervention de *market makers* pour faciliter l'exécution des ordres des investisseurs. 50 entreprises sont enregistrées comme *market makers*, et chaque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

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

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

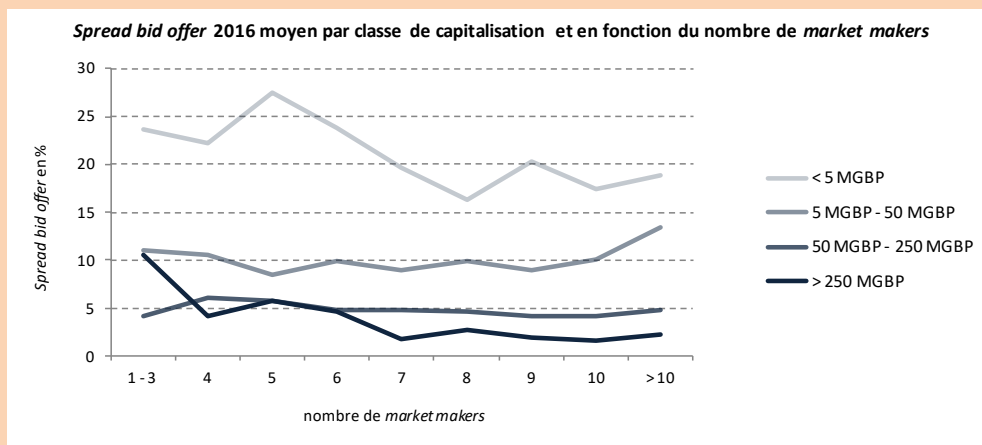
Ces sociétés se répartissent par classe de capitalisation (en moyenne sur 2016) comme indiqué ci-contre.

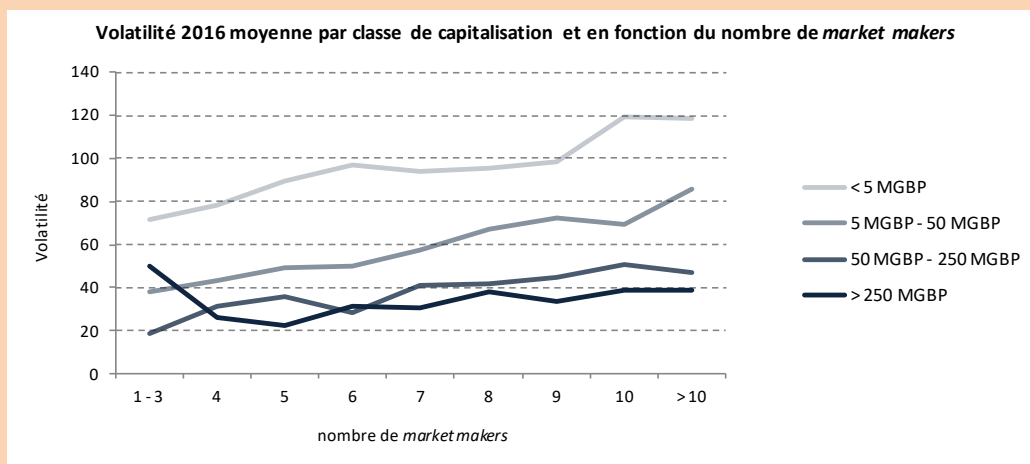
< 5 MGBP	155
5 MGBP - 50 MGBP	401
50 MGBP - 250 MGBP	215
> 250 MGBP	64
<b>Grand Total</b>	<b>835</b>



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

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





Plusieurs conclusions paraissent pouvoir être tirées de ces éléments :

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

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

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

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

