

## PMA AMF CONTRAT DE LIQUIDITE EVOLUTION DE LA DECISION AMF 2018-01

### Observations et propositions de l'AMAFI

#### SYNTHESE

Comme elle l'avait annoncé lors de l'adoption sa Décision n° 2018-01 du 2 juillet 2018 sur l'instauration des contrats de liquidité sur titres de capital au titre de pratique de marché admise, l'AMF envisage désormais différentes évolutions de la PMA CL en fonction des analyses qu'elle a effectuées au cours des derniers mois. Le calendrier de discussion autour de ces évolutions est toutefois très tendu (*v. infra § 14*). En pratique en effet depuis à peine un mois, l'AMAFI a des échanges avec les services tandis qu'ont été organisées deux séances ad hoc de la Commission consultative Marché.

Regrettant de ne pouvoir rassembler tous les arguments qui seraient utiles à l'appui de ses observations compte tenu de ce calendrier, l'Association souhaite néanmoins attirer l'attention de l'Autorité sur quelques points dans le prolongement d'un dossier qui la mobilise depuis de nombreuses années.

- Tout d'abord, elle salue la forte qualité et la grande richesse des analyses opérées par l'Autorité qui, à sa connaissance, n'ont pas d'équivalent. Ces analyses soulignent les bénéfices des CL tout en relevant l'absence d'abus de marché ainsi que la faible intensité et/ou importance des situations ayant conduit à des dépassements de limite (*v. infra § 4 à 6*). Outre qu'ils appuieront la notification à l'ESMA que fera l'AMF, les deux documents produits par cette dernière révèlent aussi la faiblesse des fondements des [Points de convergence de l'ESMA](#), qui constituent pourtant le benchmark en fonction duquel l'Autorité européenne délivrera son avis.
- Pour autant, le nombre limité des situations qui ne seraient pas couvertes par la future PMA n'est pas une raison suffisante pour les en écarter : seul doit primer l'objectif d'efficacité des CL en assurant leur capacité à intervenir, y compris et surtout à des moments particulièrement critiques de la séance de bourse (*v. infra § 8 et s.*). Or, intervenir en dehors de la PMA ne peut être considéré comme neutre. Pour les PSI comme pour les émetteurs, les impacts qui en résultent en termes de conformité sont réels, avec à la clé une nouvelle atteinte à une activité dont l'équilibre économique demeure incertain.
- Il est en conséquence essentiel que l'AMF s'assure que les évolutions qu'elle adoptera prennent toute la mesure d'une PMA qui constitue un atout indéniable de la Place de Paris, plébiscité par de nombreux émetteurs, qui doit être d'autant plus conservé que le renforcement des fonds propres, indissociable des sujets de liquidité des marchés actions, constitue désormais un enjeu largement partagé en France comme au sein de l'Union européenne (*v. infra § 16 et s.*).

Dans ce cadre, seules les propositions concernant les limites de prix et de ressources appellent des observations de fond de la part de l'AMAFI :

- Sur les [limites de prix applicables aux seules valeurs très liquides](#) (*v. infra § 21 et s.*), elle souligne que limiter le bénéfice de la PMA aux seuls ordres passifs freinerait l'efficacité des CL : la poursuite dans la durée de l'apport de liquidité suppose en effet de disposer de

moyens titres et espèces suffisants. C'est pourquoi, l'Association propose de prendre également en compte les « Ordres dynamiques » qui participent à l'action de « rééquilibrage » du compte de liquidité, cette notion étant à ajuster en liaison avec l'AMF, d'ici l'entrée en vigueur de la nouvelle PMA.

- Concernant les limites de ressources (*v. infra § 25 et s.*), la proposition est double. D'une part, sur le segment des valeurs liquides, sans remettre en cause la baisse de la limite absolue à 20 M€, l'AMAFI considère que, sauf à exclure du bénéfice de la PMA 25 % de l'échantillon, la limite variable doit être placée à 300 % du volume moyen. D'autre part, sur le segment des valeurs très liquides, elle estime qu'il ne serait pas cohérent de remettre en cause les seuils que l'ESMA a elle-même fixés. Alors qu'aucun abus de marché n'a été révélé sur ce segment particulièrement suivi par la surveillance de marché, quelle serait en effet la justification à contraindre 30 % des émetteurs du segment à réduire leurs ressources ?

Par ailleurs, l'AMAFI estime que certaines pistes d'évolution ne nécessitent pas d'être transcrites dès à présent précisément dans la PMA qui sera soumise à l'avis de l'ESMA. Il lui apparaît donc possible d'approfondir la réflexion en liaison avec l'Autorité pour trouver des solutions adéquates au travers soit de la doctrine AMF, soit d'un code professionnel approuvé (*v. infra § 29 et s.*). Il s'agirait ainsi de déterminer :

- La personne tenue de transmettre à l'AMF une copie du contrat de liquidité sachant que l'Association considère que cette responsabilité doit rester celle de l'émetteur, quitte à y assujettir par ailleurs les PSI.
- Les limites de volume et de ressources ad hoc à mettre en place pour les titres de capital devant faire l'objet d'une IPO en vue de pallier l'absence d'historique de données de référence pour calculer ces limites, alors qu'il reste à préciser le type de données à utiliser et la période pendant laquelle le marché n'étant pas suffisamment stabilisé, ces limites particulières doivent s'appliquer.
- Les lacunes opérationnelles, notamment dans le dispositif de conformité, qui doivent être comblées.
- Les services rendus à l'émetteur pour lesquels, au-delà des seuls services « *en association avec le contrat de liquidité* », l'AMF doit être informé.

Les autres pistes d'évolution n'appellent pas d'observations de la part de l'AMAFI (*v. infra § 35 et s.*), et notamment :

- Les limites de volume,
- Le calage de la publication du bilan semestriel sur le calendrier civil,
- L'identification des ordres au moyen du flag ad hoc mis en place par Euronext,
- La précision que le segment des valeurs très liquide est celui couvert par l'indice CAC40.

Enfin, quelques observations concernant les « Bonnes pratiques » et « Mauvaises pratiques » méritent d'être relevées (*v. infra § 40 et s.*).

1. Le 10 février, les services de l'AMF ont adressé à l'AMAFI et à ses adhérents qui offrent des services de contrats de liquidité à leurs clients émetteurs, une partie des diverses propositions consistant à faire évoluer la Décision AMF n° 2018-01 du 2 juillet 2018 sur l'instauration des contrats de liquidité sur titres de capital au titre de pratique de marché admise. Comme le prévoit en effet la Décision AMF (amendée par la Décision 2020-01), ce dispositif doit faire l'objet d'une réévaluation au terme d'une période de 30 mois pour tenir compte de certains enseignements tirés par l'Autorité de l'observation de la pratique opérationnelle. Les évolutions envisagées par les services s'appuyaient ainsi une [Synthèse des contrôles spot sur les contrats de liquidité](#) (la « Synthèse »), publiée le 17 février mais préalablement présentée le 25 janvier en Commission consultative Marché spécialement réunie pour l'occasion.

2. Sur cette base, l'AMAFI a organisé une réunion de concertation avec ses adhérents actifs dans le domaine des contrats de liquidité. Avec quelques-uns de ces adhérents, une concertation avec les services de l'AMF a ensuite eu lieu le 23 février pour discuter plus spécifiquement de certains aspects.

Au cours de cette concertation, ont été notamment évoquées oralement les pistes envisagées en termes de fixation de nouvelles limites. Les propositions formulées en la matière par les services ont été réunies dans une note « *Analyse rétrospective de l'impact des contrats de liquidité sur le marché français et orientations des évolutions de la pratique de marché admise (décembre 2019 - mai 2020)* » (l'« Analyse »), dont une première version a été adressée aux membres de la CC Marché le 26 février en fin de journée pour une réunion spécifique tenue le 1<sup>er</sup> mars en fin de journée. Un nouvel échange a alors eu lieu avec les services de l'AMF, le 5 mars en vue de discuter des observations qu'appellent de la part de l'AMAFI l'ensemble des évolutions envisagées de la Décision AMF.

3. Dans le prolongement d'un dossier qui la mobilise depuis de nombreuses années, et sur lequel de nombreux échanges fructueux ont eu lieu avec l'AMF, notamment en vue de mettre en place la période d'observation dont il est aujourd'hui prévu de tirer les enseignements, l'AMAFI souhaite au terme de l'examen qu'elle a effectué et des discussions menées avec les services, formuler les observations suivantes.

## DES ANALYSES DE L'AUTORITE PARTICULIEREMENT APPROFONDIES DONT IL EST POSSIBLE DE TIRER DIVERS ENSEIGNEMENTS

4. L'Association a examiné avec beaucoup d'attention les deux documents produits par l'AMF, même si l'Analyse peut encore connaître des aménagements avant sa publication. **Ces documents** qui doivent servir à appuyer la notification que fera l'AMF à l'ESMA, sont en effet particulièrement intéressants en ce qu'ils **révèlent les bénéfices des CL tout en relevant l'absence d'abus de marché ainsi que la faible intensité et importance des situations ayant conduit à des dépassements de limite**. Parmi les constats relevés, il faut plus notamment noter que :

- Au terme de l'analyse menée, les CL semblent améliorer les conditions de liquidité pour les titres non liquides y compris en période de stress de marché (en termes de spreads affichés, spread effectifs et impact prix) même si le bénéfice pour les titres liquides est moins marqué et n'apparaît pour les titres très liquides qu'en période de stress de marché.
- Sur les CL conclus avec 440 émetteurs, soit 70 % de la cote parisienne, et plus de 85.000 observations réalisées pendant les 18 mois de fonctionnement de la PMA actuelle, aucun possible abus de marché devant donner lieu à notification de griefs n'a été relevé par l'AMF dans un contexte où celle-ci utilise des outils de surveillance du marché particulièrement sophistiqués et d'autant plus efficaces que tous les ordres émis dans le cadre d'un CL sont aisément traçables car identifiés par un *flag* spécifique.
- Les contrôles spot opérés ont mis en évidence que l'organisation mise en place par les PSI du panel sous revue (gérant ensemble plus de 300 CL, soit 70 % du total) permettait de répondre globalement aux exigences fixées par la PMA AMF, même si les dispositifs de contrôle interne mis en œuvre demeuraient perfectibles.
- Au cours de ces contrôles spot, 9 Bonnes pratiques ont été relevées (dont la non-observation n'est pas *a contrario* constitutive de Mauvaises pratiques) contre seulement 2 Mauvaises pratiques.
- Seuls ont été relevés 420 dépassements en volume de la « Limite 1 ESMA » à l'achat ou à la vente tous titres confondus, soit 0,5 % des 85 000 observations effectuées, ces dépassements représentant 0,2 % des montants échangés dans le cadre des CL (12 M€, sur 4,9 Mds€).
- En nombre, 75 % des dépassements sont observés sur les titres non liquides, 22 % sur les titres liquides et 3% sur les titres très liquides alors qu'en montant, chaque classe de liquidité totalise un tiers des montants sur l'ensemble de la période, étant observé qu'au regard des montants totaux échangés sur CL, les montants en dépassement apparaissent très faibles, quel que soit le degré de liquidité des titres.

- Pour les valeurs liquides et très liquides, les dépassements sont majoritairement liés à des interventions vendeuses, ce qui pourrait s'expliquer par des rééquilibrages des ressources des apporteurs de liquidité pour pouvoir faire face à de futures pressions vendeuses.
- Les dépassements en prix représentent 27 % des montants échangés : 25 % pour les titres liquides, 33 % pour les titres non liquides et 28 % pour les titres très liquides.
- Pour les valeurs liquides et non liquides, environ 60 % des dépassements en montants concernent des ordres entièrement passifs.
- Les ordres qualifiés de « purement agressifs » représentent en montant moins de 20 % des dépassements pour les valeurs non liquides et moins de 10 % pour les valeurs liquides, mais rapportée à l'ensemble des montants des ordres passés dans le cadre des CL, cette proportion devient inférieure à 2 %.
- Pour les valeurs non liquides, 90% des contrats disposent d'une enveloppe n'excédant pas 1 M€ et 95% des contrats disposent d'une enveloppe n'excédant pas 1% de la capitalisation boursière de l'émetteur dans un contexte où seul un nombre limité de contrats disposent d'un montant excédant 1,5 ou même 2 M€.
- Pour les valeurs liquides, 95% des contrats disposent d'une enveloppe n'excédant pas 20 M€ et 75 % des contrats disposent d'une enveloppe n'excédant pas 2 fois le turnover moyen observé au 31/12/19.
- Pour les valeurs très liquides, 30% des contrats disposent d'une enveloppe atteignant le plafond de ressources (50 M€) et 70% des contrats disposent d'une enveloppe représentant environ 70% du turnover moyen observé au cours de l'année 2020.

5. Ces quelques constats rapidement rassemblés ici, sont loin de rendre compte de l'étendue et de la finesse des analyses opérées par l'AMF dont l'AMAFI souhaite souligner la forte qualité et remercier l'Autorité de les avoir produites. Ces analyses sont d'autant plus remarquables qu'il est effectivement probable, comme le relève l'AMF, qu'aucune étude de ce type n'ait déjà été menée. Il est en tout état de cause avéré qu'une telle étude n'a pas servi à fonder les [Points de convergence de l'ESMA](#) qui constituent aujourd'hui le benchmark par rapport auquel l'Autorité européenne délivre un avis sur la PMA qu'une Autorité de l'Union entend mettre en place dans le domaine des contrats de liquidité.

6. Ces analyses établissent indirectement la nécessité de la période d'observation de deux ans (désormais étendue de 6 mois) établie par l'AMF pendant laquelle il a été possible, sous réserve de documentation, de respecter d'autres limites que celles prévues par l'ESMA tout en bénéficiant de la présomption de légitimité qui résulte de la PMA.

## OBSERVATIONS LIMINAIRES

7. Avant de réagir sur les pistes d'évolution de la PMA qui sont envisagées, l'AMAFI souhaite souligner trois points qu'il lui semble important de prendre en compte avant de déterminer les modifications qu'il conviendra effectivement d'apporter à la PMA.

### **Le faible nombre des situations qui ne seraient pas couvertes par la future PMA n'est pas une raison suffisante pour les en écarter**

8. Les modifications envisagées poursuivent un objectif clair : ne s'écarter des Points de convergence de l'ESMA que dans les situations où les analyses menées montrent qu'à défaut, un nombre suffisamment important d'interventions ne seraient plus couvertes par la PMA. Si cet objectif est compréhensible dans un environnement où la convergence de supervision est devenue une priorité, il ne peut pour autant être occulté que :

- Il est paradoxal de vouloir introduire de la convergence là où les colégislateurs ont souhaité que chaque autorité nationale ait la possibilité au travers des PMA, de prendre en compte les spécificités de son environnement national de marché, l'AMAFI n'estimant pas nécessaire de rappeler ici l'intensité très atypique dans l'Union de la pratique des CL en France.

- L'ESMA n'est chargée que de délivrer un avis qui en aucun cas, ne s'impose à l'Autorité concernée.
- Comme cela a déjà été souligné (*v. supra § 5*), les Points de convergences de l'ESMA ont été établis sans véritable analyse alors que celle menée par l'AMF met en évidence différents atouts des CL en termes de bon fonctionnement du marché tout en établissant que sur période longue et caractérisée pendant plusieurs mois par d'importants mouvements de marché, n'a été relevé aucun possible abus de marché devant donner lieu à notification de griefs.

9. Alors qu'en toute logique, l'ESMA devrait chercher à rapprocher ses Points de convergence de ce que révèle le marché où cette pratique est de très loin la plus usitée sans pour autant révéler de risque d'abus de marché, l'Association ne peut considérer qu'il serait légitime et non discutable pour l'AMF de chercher à converger avec l'ESMA sauf lorsqu'il apparaît qu'un nombre suffisamment important d'interventions ne serait plus couvert par la PMA. Le choix d'une telle démarche ne peut en effet que reposer sur la présupposition qu'il n'y aurait pas de difficulté à placer un petit nombre d'interventions en dehors du champ de la PMA au motif que ne signifiant pas par principe qu'un possible abus de marché a été commis (qui reste effectivement à établir par l'autorité de marché), de telles interventions restent toujours possible. Et bien sûr, ce postulat est renforcé par le constat que l'AMF n'a relevé aucun abus de marché pendant la période d'observations.

10. **Intervenir en dehors de la PMA n'est toutefois pas neutre dans la mesure où il n'est pas envisageable de traiter identiquement les interventions bénéficiant du *safe harbor* de la PMA et celles qui se situent en dehors.** Surtout dans un contexte où l'AMF met en avant la nécessité pour les PSI de combler certaines lacunes opérationnelles, notamment dans le dispositif de conformité. Outre l'impératif pour les opérateurs de devoir jauger de manière dynamique si la sortie de la PMA est utile à l'accomplissement des objectifs du CL, cela implique donc que des procédures spécifiques soient mises en place et/ou développées en intensité, avec les surcoûts et le surcroît de complexité des contrôles qui en résultent.

11. Du côté des PSI, les impacts opérationnels sont principalement les suivants :

- Un renforcement du dispositif d'alertes et de reporting afin de distinguer les interventions selon qu'elles bénéficient ou non du *safe harbour*, en prenant particulièrement en compte les conditions de prix par rapport à la fourchette de prix de marché de ces interventions ;
- Un volet spécifique consacré aux problématiques d'abus de marché, dont notamment un ajustement du dispositif de détection de possibles abus avec une préconisation d'analyse plus approfondie des alertes générées par des interventions hors *safe harbour* ;
- Un contrôle que l'émetteur a bien accepté contractuellement la possibilité d'interventions hors PMA avec les conséquences qui en résultent, en termes plus notamment de soumission à la TTF pour ceux qui y sont soumis.

Certes, de telles adaptations qui concernent notamment les contrôles de second niveau de la Conformité, sont de toute façon inéluctables dans le cadre de la revue programmée de la PMA, mais la difficulté en l'occurrence est moins l'exigence elle-même que son intensité. **Tant que les interventions hors PMA sont marginales, ces vérifications et la mobilisation qu'elles impliquent de la part de la Conformité constituent en réalité un enjeu assez faible. Mais il n'en sera plus de même si le nombre d'alertes générées par l'activité CL augmente assez significativement, avec à la clé une nouvelle atteinte à une activité dont l'équilibre économique est plus que jamais précaire.**

12. **Et cette problématique ne peut être limitée aux seuls PSI. Elle s'étend aussi à des émetteurs qui sont de plus en plus soumis à leurs propres impératifs de conformité.** De ce point de vue, **on ne peut d'ailleurs s'attendre à ce qu'une majorité d'émetteurs accepte que, dans le cadre de la gestion de leur CL, des interventions soient opérées en dehors de la PMA.**

Pour eux, c'est une décision d'autant plus difficile à prendre qu'ils ne disposent pas, en règle générale, de l'expertise technique suffisante pour apprécier l'utilité d'interventions en dehors du *safe harbour* pour remplir les objectifs du CL. Il sera ainsi commercialement difficile pour les PSI de les en convaincre, surtout si ayant une capitalisation supérieure à 1 Md€, ces interventions les assujettissent à la TTF.

13. Il ne peut alors être assuré que l'augmentation des contraintes pesant sur les interventions réalisées en dehors de la PMA ne conduise à réduire l'efficacité des CL dans certaines situations, quand bien même celles-ci restent en nombre limité. C'est pourquoi dans l'appréciation des évolutions envisagées de la PMA, doit donc totalement primer la mission assignée au CL : réduire le coût du capital d'un émetteur en améliorant la liquidité du marché de son titre au bénéfice des investisseurs.

Pour l'Association, en conséquence, **l'objectif premier de l'Autorité doit être de s'assurer que les CL sont en mesure de remplir leur mission avec toute l'efficacité qui est nécessaire : or, même si le nombre des interventions concernées reste limité, ce ne peut être une raison suffisante pour ne pas les faire bénéficier de la PMA, surtout s'il s'avère que ces interventions sont utiles à des moments particulièrement critiques de la séance de bourse.**

✚ **Un calendrier très tendu qui ne permet pas à l'AMAFI de rassembler tous les éléments d'analyse qui seraient utiles à l'appui de ses contre-propositions**

14. Le calendrier pour apprécier ces évolutions est extrêmement tendu puisqu'en l'état des textes, la Décision AMF doit être revue d'ici le 30 juin 2021 et que, conformément à l'article 13 du règlement MAR, l'Autorité doit notifier la pratique de marché modifiée au moins 3 mois avant son entrée en application prévue le 1er juillet 2021. En pratique, cela signifie donc que la notification à l'ESMA doit avoir lieu au plus tard le 31 mars, avec examen par le Collège du projet de notification lors de sa séance du 16 mars.

Cette tension du calendrier, par rapport à des discussions engagées mi-février, laisse d'ailleurs planer le doute sur la conformité au cadre réglementaire européen du processus de consultation qui doit être mené préalablement sur le bien-fondé de l'instauration d'une pratique de marché en tant que PMA ([RD MAR 2016-908, art. 2-1-b](#)).

15. Mais surtout, et de façon beaucoup plus problématique, le délai laissé ne permet pas à l'AMAFI de rechercher les éléments d'analyse qu'elle s'attache habituellement à réunir au soutien des propositions qu'elle formule : elle regrette ainsi de ne pas être en mesure de justifier avec toute la force qui pourrait être nécessaire les contre-propositions réunies dans ce document.

✚ **Mais des contre-propositions qui restent limitées, appellent à une certaine prudence dans les choix à faire quant à l'évolution de la PMA**

16. Comme cela est exposé ci-dessous, un grand nombre des évolutions proposées ne conduisent à aucune observation de la part de l'AMAFI, soit parce qu'elles clarifient certaines situations en accord avec la pratique, soit parce que les données réunies et présentées par l'AMF mettent en évidence le caractère très marginal d'autres situations. En tout état de cause, et bien qu'elle conteste fortement la légitimité des Points de convergence de l'ESMA, l'Association ne souhaite pas s'en écarter systématiquement par principe.

Pour autant, pour les raisons précédemment développées ([v. supra § 8 et s.](#)), il est nécessaire de s'assurer que les évolutions qui seront adoptées prennent toute la mesure d'une PMA qui constitue un atout indéniable de la Place de Paris, plébiscitée par de nombreux émetteurs.

17. Il serait en tout état de cause particulièrement paradoxal que l'AMF ne vérifie pas soigneusement le calibrage de mesures qui participent de l'attrait que présente l'appel au marché public, accessible à tous, surtout à l'heure où :

- Le nombre des introductions en bourse connaît une réduction sensible sur la plupart des grandes Places financières ;

- L'Union européenne a choisi de modifier son modèle de financement pour accorder une plus grande part aux financements de marché ;
- Les questions d'orientation de l'épargne vers le renforcement des fonds propres connaissent une acuité nouvelle, surtout alors que la crise sanitaire place sur le devant de la scène les problématiques de transformation de l'endettement des entreprises en fonds propres,

18. C'est pourquoi, dans ses contre-propositions, l'AMAFI porte une attention particulière aux situations dont le nombre est faible sans pour autant être marginal : elle estime qu'il serait risqué d'exclure de la PMA ces situations alors que rien ne l'exige.

## PISTES D'ÉVOLUTION ENVISAGÉES PAR L'AMF

19. L'analyse des pistes d'évolution envisagées par l'AMF conduit l'AMAFI à scinder ses observations en trois grandes parties selon qu'elle :

- Formule des contre-propositions ;
- Propose d'approfondir avec l'AMF les évolutions envisagées s'agissant de pistes qui ne paraissent pas nécessiter d'être transcrites exactement dans la PMA modifiée ;
- Approuve les évolutions envisagées.

### ✚ Les pistes d'évolution qui appellent des contre-propositions

20. Ne sont ici concernées, et de façon mesurée, que les limites de prix et de ressources.

- *Limites de prix*

21. Le tableau ci-dessous présente la situation actuelle et la proposition de l'AMF.

Limites de prix			
Segment	Décision AMF 2018-01		Proposition AMF
	ESMA	AMF	
Actions non liquides	Ordres passifs uniquement	Ordres passifs + Possibilité de resserrer le spread, à condition de se positionner entre la meilleure offre de prix à l'achat et la meilleure offre de prix à la vente	Ordres passifs + Possibilité de resserrer le spread, à condition de se positionner entre la meilleure offre de prix à l'achat et la meilleure offre de prix à la vente
Actions liquides			
Actions très liquides	Ordres passifs uniquement	Ordres passifs uniquement	Ordres passifs uniquement

22. La contre-proposition de l'AMAFI (identifiée en bordeau gras) est la suivante :

Limites de prix		
Segment	Proposition AMF	Proposition AMAFI
Actions non liquides	Ordres passifs + Possibilité de resserrer le spread, à condition de se positionner entre la meilleure offre de prix à l'achat et la meilleure offre de prix à la vente	Ordres passifs + Possibilité de resserrer le spread, à condition de se positionner entre la meilleure offre de prix à l'achat et la meilleure offre de prix à la vente
Actions liquides		
Actions très liquides	Ordres passifs uniquement	Ordres passifs + <b>Ordres dynamiques respectant la double règle</b> <b>(i) pas plus que le best bid ou last à l'achat, pas moins que le best offer ou last à la vente</b> <b>et (ii) permettant de rééquilibrer le compte de liquidité en cash et titres disponibles</b>

23. L'Association considère en effet que, sur le segment très liquide, limiter le bénéfice de la PMA aux seuls ordres passifs :

- Freinerait l'efficacité des CL dès lors que la poursuite dans la durée de l'apport de liquidité suppose que le gestionnaire du CL dispose de moyens suffisants en titres et en espèces par rapport aux évolutions de marché qu'il peut anticiper. Une garantie de cette efficacité consiste à permettre au CL de traiter face à la meilleure offre ou demande sans sortir du *safe harbour*, et donc sans augmenter le risque de non-dénouement des positions initiales susceptibles d'entraîner une réduction de la liquidité que le CL est en mesure de fournir.
- Empêcherait le CL d'intervenir lors du TAL (trading at last) et donc d'y apporter de la liquidité.
- Entraînerait l'assujettissement à la TTF des transactions à l'achat s'agissant de CL conclus avec des émetteurs dont la capitalisation boursière est supérieure à 1 Md€ sans que l'on puisse considérer que le surcoût pour ces émetteurs resterait suffisamment négligeable.

Comme l'a souligné elle-même l'AMF, pour les valeurs liquides et très liquides, les dépassements sont majoritairement liés à des interventions vendeuses, ce qui pourrait s'expliquer par des rééquilibrages des ressources des apporteurs de liquidité pour pouvoir faire face à de futures pressions vendeuses.

24. La contre-proposition de l'AMAFI est donc d'inclure les ordres dits « dynamiques » qui respectent la double condition énoncée. Comme la notion de « rééquilibrage du compte de liquidité » ne peut s'entendre comme signifiant exclusivement des ordres dynamiques permettant de parvenir à l'équilibre des ressources en titres et en espèces, l'Association propose, en liaison avec l'AMF, de caractériser cette notion au travers soit de la doctrine AMF, soit d'un code professionnel approuvé par l'Autorité (*sur ce thème, v. aussi infra 29 et s.*) afin d'en permettre le contrôle.

- *Limites de ressources*

25. Le tableau ci-dessous présente la situation actuelle et la proposition de l'AMF.

Limites de ressources						
Segment	Décision AMF 2018-01				Proposition AMF	
	Limite 1 ESMA variable	Limite 2 AMF variable	Limite 1 ESMA absolue	Limite 2 AMF absolue	Limite variable	Limite absolue
Actions non liquides	500 % TM ou 1% CB	750 % TM ou 1,5 % CB	1 M€	3 M€	1 % CB	2 M€
Actions liquides	200 % TM	300 % TM	20 M€	30 M€	200 % TM	20 M€
Actions très liquides	100 % TM		50 M€		75 % TM	30 M€

TM = Turnover moyen sur 30 jours de bourse ; CB = Capitalisation boursière

26. La contre-proposition de l'AMAFI (identifiée en bordeau gras) est la suivante :

Limites de ressources				
Segment	Proposition AMF		Proposition AMAFI	
	Limite variable	Limite absolue	Limite variable	Limite absolue
Actions non liquides	1 % CB	2 M€	1 % CB	2 M€
Actions liquides	200 % TM	20 M€	<b>300 % TM</b>	20 M€
Actions très liquides	75 % TM	30 M€	<b>100 % TM</b>	<b>50 M€</b>

TM = Turnover moyen sur 30 jours de bourse ; CB = Capitalisation boursière



27. L'Association considère en effet que, sur le segment liquide, fixer la limite variable à 200 % du volume moyen exclurait selon les données mêmes de l'AMF, 25 % de l'échantillon, ce qui en pratique est loin d'être négligeable. Il est donc proposé de laisser cette limite à 300 % mais sans remettre en cause la baisse de la limite absolue à 20 M€.

28. Par ailleurs, sur le segment très liquide, il est paradoxal d'afficher une volonté de convergence avec l'ESMA et, dans le même temps, d'aller en deçà des seuils qu'elle a elle-même fixés. Même si les données réunies par l'AMF mettent en évidence le caractère atypique des ressources allouées par quelques émetteurs, mais qui représentent quand même 30 % des CL du segment, il n'est pas établi pour autant que des ressources situées entre 30 et 50 M€ ne peuvent se révéler utiles dans des situations de marché très particulières. En tout état de cause, alors qu'aucun abus de marché n'a été révélé sur ce segment particulièrement suivi par la surveillance de marché, il ne peut être justifié d'imposer à des émetteurs dont la connaissance des problématiques de marché est particulièrement avérée, de réduire les limites aujourd'hui en vigueur.

#### Les pistes d'évolution à approfondir

29. **L'AMAFI estime que certaines pistes d'évolution ne nécessitant pas d'être transcrites précisément dans la PMA, il est possible d'approfondir la réflexion pour trouver des solutions adéquates au travers soit de la doctrine AMF, soit d'un code professionnel approuvé par l'Autorité.**

- *Transmission de la copie du contrat de liquidité par l'émetteur ou le PSI*

30. Cette transmission est aujourd'hui une responsabilité propre de l'émetteur (*Décision 2018-01, art. 3-1*). Le souci de l'AMF de pouvoir s'assurer, au travers de l'obligation pesant sur le PSI, qu'elle a bien communication du contrat, est certes compréhensible dans la mesure où l'Autorité dispose sans aucun doute de plus de moyens de contrôle envers les PSI, qui en outre sont moins nombreux que les émetteurs.

Pour autant, l'obligation de transmission qui pèse sur l'émetteur est aussi un élément de sa responsabilisation quant à la prise en compte des différentes clauses du contrat, dont certaines sont particulièrement importantes, même si elles devraient aller de soi comme la non-transmission d'information privilégiée ou l'indépendance du PSI dans le choix d'interventions devant être uniquement motivées par des raisons tenant à l'accomplissement de l'objet du contrat.

31. Aussi, l'AMAFI estime que la PMA ne devrait pas être modifiée sur ce point, quitte à ce que les PSI soient par ailleurs engagés (doctrine ou code) à transmettre également une copie du CL. Il sera d'ailleurs noté qu'au prix d'une surcharge administrative mineure (recevoir deux fois le même contrat), tout en continuant à responsabiliser l'émetteur, les services de l'AMF seront alors en mesure de s'assurer plus facilement que l'émetteur et le PSI ont rempli leur obligation.

- *Prévoir des limites de volume et de ressources ad hoc pour les titres de capital devant faire l'objet d'une IPO*

32. La proposition est indéniablement intéressante dans la mesure où, par nature, aucune donnée de référence n'est disponible pour calculer les limites applicables. Des échanges qui ont eu lieu avec les services de l'AMF, l'AMAFI comprend qu'il s'agirait d'utiliser des données prévisionnelles présentées dans le cadre de l'introduction, le souci étant de s'assurer de leur fiabilité suffisante. Sur ce point, mais aussi sur celui de déterminer la période pendant laquelle le marché n'étant pas suffisamment stabilisé, des limites particulières doivent continuer à s'appliquer, l'Association propose de poursuivre la réflexion avec les services en lien avec les spécialistes de ces questions chez les PSI.

- *Comblent certaines lacunes opérationnelles, notamment dans le dispositif de conformité*

**33.** Sur ce point qui ne nécessite pas d'être traité par la PMA plus spécifiquement qu'il ne l'est actuellement, l'AMAFI propose de prolonger la réflexion en liaison avec l'AMF pour déterminer des solutions adaptées.

Alors que sera abandonné le dispositif à double limite nécessitant une documentation et une justification lorsque la 1<sup>ère</sup> limite est franchie, mais qu'il devrait y avoir parallèlement une augmentation des situations ne permettant pas de bénéficier de la PMA, l'approfondissement paraît particulièrement utile. Il s'agira notamment de préciser les points d'attention auxquels devra veiller le contrôle interne des acteurs (sur ce point, v. aussi supra § 10 et s.) pour vérifier que le non-respect des limites n'entraîne pas de risque de non-conformité tout en tenant compte de la contrainte opérationnelle pesant sur des gestionnaires de contrat dont le rôle est avant tout de surveiller le carnet pour être en mesure d'apporter la liquidité utile.

- *Étendre l'information de l'AMF sur les services rendus à l'émetteur au-delà des seuls services « en association avec le contrat de liquidité »*

**34.** L'objectif poursuivi demande à être clarifié, même s'il semble que la raison au cœur de cette proposition soit le contrôle des règles en matière de prévention et de gestion de conflits d'intérêts. Force est en effet de constater que l'ESMA n'a cessé de manifester une attention disproportionnée à cette question : non seulement au regard de la réalité des contrats de liquidité opérés sous la surveillance d'une autorité de marché qui ne cesse de renforcer ses outils de suivi et de détection des opérations potentiellement constitutives d'abus de marché, mais aussi du corpus très fourni des règles de gestion des conflits d'intérêts auxquelles sont assujettis les acteurs de marché.

À ce stade, l'AMAFI considère que la PMA n'a pas à intégrer ce point dans l'attente d'un approfondissement de la réflexion sur la nécessité d'aller au-delà de la liste établie dans la Synthèse des contrôles spot, les services concernés étant :

- Surveillance de marché
- Rachat d'actions
- Gestion de participations
- Échange de blocs de titres
- Communication financière
- Marketing boursier
- Recherche financière
- Listing sponsor

#### **Les pistes d'évolution qui n'appellent pas d'observations**

- *Limites de Volume*

**35.** Le tableau ci-dessous présente la situation actuelle et la proposition de l'AMF.

Limites de volume					
Segment	Décision AMF 2018-01			Proposition AMF	
	Franchise	Limite 1 ESMA	Limite 2 AMF	Franchise	Limite
Actions non liquides	20 K€	25%	50%	25 K€	30%
Actions liquides		15%	25%		20%
Actions très liquides		5%			5%

36. Cette proposition n'appelle pas d'observation de la part de l'AMAFI.

Limites de volume				
Segment	Proposition AMF		Proposition AMAFI	
	Franchise	Limite	Franchise	Limite
Actions non liquides	25 K€	30%	25 K€	30%
Actions liquides		20%		20%
Actions très liquides		5%		5%

- *Caler la publication du bilan semestriel sur le calendrier civil*

37. C'est déjà la pratique de différents établissements. Unifier la règle n'appelle donc pas d'observation.

- *Identification des ordres au moyen du flag ad hoc mis en place par Euronext*

38. C'est déjà la pratique des établissements. Poser la règle dans la Décision AMF n'appelle donc pas d'observation.

- *Spécifier que l'indice retenu est l'indice CAC40*

39. Ce serait clairement une clarification concernant le champ des valeurs concernées. Poser le principe dans la Décision AMF n'appelle donc pas d'observation.

- *Appréciation des « Bonnes pratiques »*

40. Les « Bonnes pratiques » relevées sont bien plus nombreuses (9) que les « Mauvaises pratiques » (2).

- Réserver un emplacement dédié aux opérateurs de contrats de liquidité.

Cela n'appelle pas d'observation.

- Séparer informatiquement les flux de données liés aux activités d'animation des contrats de liquidité par rapport aux activités de négociation, sans accès possible par une équipe au système de l'autre.

Cela appelle d'autant moins d'observation que le flag Euronext le rend automatique.

- Mettre en place des systèmes de passation des ordres (OMS – Order Management Systems) distincts entre les deux types d'activités.

Il ne serait pas légitime de mettre en place un OMS particulier pour la gestion des contrats de liquidité. Outre le coût d'un tel dispositif, cela serait redondant avec l'exigence précédemment indiquée de séparation des flux.

- Mettre en place un dispositif de surveillance voire de blocage visant à s'assurer que les comptes de liquidité soient créditeurs en toutes circonstances.

Une telle « bonne pratique » suppose que des acquisitions de titres auraient lieu sans disposer du cash nécessaire, ce qui ne devrait pas être possible.

- Interdire toute interaction directe ou régulière entre les opérateurs des contrats de liquidité et les émetteurs.

Cette Bonne pratique (non constitutive *a contrario* d'une Mauvaise pratique) traduit une appréciation particulièrement préoccupante du rôle d'un gestionnaire de contrats de liquidité. Pour l'émetteur, souscrire un contrat de liquidité, c'est bien sûr favoriser la liquidité de son titre, mais c'est aussi s'assurer d'un suivi pointu du carnet d'ordres par quelqu'un en mesure, lorsqu'il en ressentira le besoin, de lui en expliquer les mouvements.

Alors qu'aucun contrat de liquidité n'est géré par un automate, cette capacité de dialogue est un élément essentiel : en pratique ainsi, il existe toujours des interactions entre les émetteurs et les personnes en charge de leurs contrats. Au final, mettre en place une telle Bonne pratique revient à poser en principe que des échanges formellement prohibés par la Décision AMF et le Contrat type AMAFI (et donc sanctionnables), se produisent avec une telle récurrence qu'il devient nécessaire de les interdire ... S'il peut toujours exister des situations dans lesquelles cela peut se produire, il reste néanmoins certain que ce n'est pas une telle interdiction qui les empêchera.

- Mise en place d'un dispositif d'alerte (limite de niveau 1) et/ou de limites bloquantes (limite de niveau 2) en volume et en prix afin de ne pas émettre ou de rejeter un ordre susceptible d'avoir un impact significatif sur le cours du titre, et donc de limiter les dépassements.

L'abandon du système de double limite ne signifie pas que disparaît le besoin de s'assurer que la sortie du *safe harbour* est consciente et contrôlée : un outil de ce type est nécessairement utile.

Il doit cependant être relevé que l'objectif ne peut être d'éviter d'émettre un ordre susceptible d'avoir un impact significatif sur le cours du titre, mais seulement de savoir si est remplie la mission d'apport de liquidité sans risque de commission d'un abus de marché.

- Possibilité de revoir et d'enrichir en fin de journée, après la clôture des marchés, les justifications saisies pendant la journée.

C'est une manière d'assouplir la contrainte opérationnelle pesant sur des gestionnaires de CL dont le rôle est avant tout de surveiller le carnet pour être en mesure d'apporter la liquidité utile. Une réflexion sur ce point doit être menée avec les services en vue de déterminer le niveau adéquat de détail dans certaines situations prédéterminées, voire des justifications standardisées.

- Disposer d'un système de reporting spécifique pour le contrôle des dépassements et dépassements potentiels.

La notion de « dépassements potentiels » nécessiterait d'être clarifiée.

- Mettre en place un contrôle périodique exhaustif des ressources allouées par les émetteurs pour la mise en œuvre de leur contrat de liquidité.

Cela n'appelle pas d'observation.

- *Appréciation des « Mauvaises pratiques »*

- Ne pas disposer de procédures pour recenser et/ou encadrer les prestations additionnelles fournies aux émetteurs ayant confié une prestation d'animation de leur titre ?

Cela n'appelle pas d'observation.

- Ne pas contrôler a posteriori (par la hiérarchie et/ou par la direction de la conformité) les justifications de dépassements.

C'est un rôle qui doit être dévolu à la direction de la conformité. On peut par ailleurs se demander si cela nécessite une analyse détaillée de chaque cas ou seulement de faire des contrôles par échantillon de manière régulière.

