

PMA AMF CONTRATS DE LIQUIDITÉ SUITES DE L'AVIS DE L'ESMA

Observations de l'AMAFI sur les orientations formulées par l'AMF

Dans le prolongement des dispositions prévues par MAR (Règlt. (UE) 596/2014 du 16 avril 2014, art. 13), et du RD PMA (v. aussi Règlt. Délégué (UE) 2016/908 du 26 février 2016), l'ESMA a rendu le 11 avril dernier un avis (l'Avis) sur le projet de PMA que l'AMF lui avait notifié le 12 février (ESMA70-145-443) pour une entrée en application au 1^{er} janvier 2019.

L'Avis est globalement négatif au motif au premier chef de la « non-conformité » (v. Annexe 2 pour un examen détaillé) des dérogations autorisées pendant deux ans par l'AMF, pour les seules valeurs liquides et illiquides (à l'exclusion donc de celles composant le CAC 40), par rapport aux limites de moyens, de volume et de prix qui sont par ailleurs posées par cette PMA : « Overall, ESMA nonetheless considers the current application of the waivers as non-MAR compliant and is inviting the AMF to reconsider this part of the AMP » (Avis, § 115).

L'examen de l'Avis met en évidence qu'il repose sur une analyse critiquable à maints égards, dont plusieurs éléments se trouvent d'ailleurs en germe dans le processus suivi depuis plusieurs mois par l'ESMA pour prédéterminer les conditions dans lesquelles elle formulera un avis sur les PMA qui lui sont présentées (v. aussi AMAFI / 17-56). Succinctement (v. Annexe 3 pour une présentation plus précise), ces critiques sont de plusieurs ordres :

- L'Avis est fondé sur des limites posées par l'ESMA de façon illégitime dès lors que cette dernière ne dispose d'aucune compétence pour leur conférer une valeur impérative, signifiant ainsi qu'elle peut tout au plus se servir de ces limites pour identifier les aspects sur lesquels, par rapport aux seules dispositions de MAR et du RD PMA, doit porter particulièrement son analyse ;
- L'Avis constitue en réalité une critique (non documentée au demeurant) de l'action de l'AMF en matière de lutte contre les abus de marché alors que parmi les Autorités de l'Union, elle est certainement l'une de celles (sinon celle) qui investit le plus dans la mise en place d'outils performants de surveillance de marché ;
- L'Avis ne prend aucunement en compte :
 - l'enjeu en termes de financement des entreprises alors que pour les segments en cause (valeurs liquides et illiquides à l'exclusion du CAC 40), l'accent est aujourd'hui mis par l'Union européenne sur la nécessité de développer les outils fluidifiant l'accès des PME et ETI aux sources de financement de marché ;
 - l'antériorité d'une PMA contrat de liquidité qui fonctionne en France depuis des années sans que l'AMF n'ait eu à lancer de procédure de sanction en la matière et à laquelle l'ensemble du marché est parfaitement habitué ;
 - l'importance particulière d'une PMA contrat de liquidité à laquelle recourent plus de 400 entreprises cotées en France, parmi lesquelles au moins 95 % sont émettrices de valeurs liquides et illiquides, conduisant ainsi à placer sous la PMA AMF, plus de 90 % des contrats de liquidité conclus en Europe ;
 - la nécessité compte tenu des éléments précédents, d'une période d'observation de deux ans permettant à l'AMF de disposer du recul nécessaire afin de mesurer avec précision les effets qu'aurait l'application stricte de limites de moyens, de volume et de prix, et ainsi le niveau auquel chacune de ces limites doit être placée.
- L'Avis se focalise de manière contestable, car contraire à ce que révèle l'expérience acquise, sur le risque né de la possibilité d'une collusion d'intérêts entre l'émetteur et le gestionnaire du contrat de liquidité.

Dans cet environnement, l'AMAFI comprend que la volonté de l'AMF est de prendre en compte certains éléments de cet avis pour publier une PMA modifiée applicable à compter du 1^{er} janvier 2019, faisant l'objet d'une période d'observation de deux ans et ne donnant pas lieu à une nouvelle notification auprès de l'ESMA. Les modifications envisagées par l'Autorité s'articulent autour de l'idée qu'il est prioritairement nécessaire de répondre à la préoccupation selon laquelle il serait possible, de façon discrétionnaire, de s'affranchir des limites prévues.

Pour cela, serait mis en place un système de double limite en termes de volume et de moyens pour les valeurs liquides et illiquides :

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

Des « évolutions » seraient par ailleurs apportées. Les unes en matière de moyens alloués au contrat de liquidité pour rehausser les limites « relatives » applicables, mais en prévoyant la « réintroduction » d'une limite « absolue » pour les valeurs illiquides. L'autre en matière de limites de prix applicables, au travers de la possibilité d'introduire, sous réserve de justification et de documentation, des ordres passifs permettant de resserrer le *spread* de cotation des valeurs liquides.

Ces propositions présentées à l'AMAFI le 4 mai, ont été examinées au sein de son Groupe Contrat de liquidité qui, depuis deux ans et demi et en liaison avec les services de l'AMF, suit cette question.

Cet examen mené dans un délai particulièrement restreint, conduit à formuler les observations suivantes.

- a. L'AMAFI continue à regretter la mise en place d'un cadre beaucoup plus restrictif pour les contrats de liquidité alors, d'une part, que son utilité reste à établir d'un point de vue Abus de marché dans un contexte où MAR s'inscrit en la matière dans la continuité des textes précédents et, d'autre part, qu'existaient des alternatives moins dommageables potentiellement.

Cet aspect ayant été abondamment développé à un stade antérieur des discussions menées avec l'AMF (v. [AMAFI / 17-56](#)), il ne sera pas exposé plus avant ici, même s'il paraît opportun de rappeler les bénéfices du contrat de liquidité (v. [Annexe 4](#)) ainsi que les caractéristiques qui le distinguent de la tenue de marché (v. [Annexe 5](#)).

- b. L'AMAFI relève, comme elle a eu l'occasion de l'exprimer auprès de l'AMF, que le choix d'une solution de *reporting* et de publication de l'utilisation des cas de dérogation répondrait sans doute mieux aux préoccupations exprimées par l'ESMA. Cette solution éviterait en outre d'introduire un mécanisme de double limite avec une limite maximale indépassable sans que n'aient pu être mesurées avec précision, faute de données précises, ses conséquences sur la capacité du contrat de liquidité à remplir en permanence sa fonction d'apport de liquidité et de régulation des anomalies de transactions.

La question de transparence au bénéfice des autres participants de marché de l'utilisation des dérogations (v. [Annexe 2](#)) a particulièrement focalisé l'attention de l'ESMA. A tel point que contrairement à l'information « périodique » seulement prévue par les textes (*RD PMA, art. 3.b.i*), et sans se poser la question du vecteur qui pourrait être effectivement utilisé à cet effet¹, elle en déduit la nécessité d'une information ex-post « immédiate » : « *ESMA suggests introducing*

¹ On voit mal qu'une succession de communiqués publiés en quasi temps réel puisse retenir l'attention du marché dans un contexte où l'expérience française de communiqués semestriels publiant un certain nombre d'informations n'a pas permis d'établir que cette publication répondait à une préoccupation particulière du marché.

immediate ex-post information to enable the other market participants to interpret the prices and volumes traded on a given day correctly and more specifically whether the prices and volumes offered/traded by financial intermediaries under the AMP were within the limits or not » (Avis, § 41).

Une réponse à cette préoccupation pourrait alors consister à prévoir que, s'agissant d'une information qu'il n'est prévu de donner au marché que de façon périodique, le *reporting* mensuel qui est fait par l'émetteur sur les opérations réalisées dans le cadre du contrat de liquidité intègre une information sur l'utilisation des dérogations : celles-ci seraient alors catégorisées conformément à ce qui est souligné ci-dessous (v. infra d), et que cette information soit publiée mensuellement en précisant pour chaque cas listé le nombre de fois où la dérogation a été utilisée dans le mois.

Une telle solution présenterait l'avantage de continuer à bénéficier de la possibilité, sous réserve de justification et de documentation, d'utiliser pleinement la capacité de dérogation tout en permettant à l'AMF de réunir les données lui permettant de fixer les limites en connaissance de cause quant à leurs effets.

c. L'AMAFI observe que les pistes tracées par l'AMF laissent subsister des difficultés réelles.

- **Limites de volume** (les limites indiquées s'appliquent distinctement aux achats d'une part, aux ventes d'autre part)

L'analyse est ici menée sur la base des données relatives au Contrat de liquidité produites par l'AMAFI pour 2016, ces données ayant été recueillies par rapport aux pistes suivies à l'époque par l'AMF en additionnant pour le calcul de la limite les achats et les ventes. Il n'est pas possible, surtout dans le délai imparti, de mener un nouveau travail de recueil de données en distinguant achats d'une part, ventes d'autre part.

Valeurs illiquides

Proposition AMF :

Jusqu'à 25 % pas de difficulté ; entre 25 et 37,5 %, nécessité de justifier et de documenter le dépassement ; au-delà de 37,5%, action non couverte par la PMA (ce qui ne signifie pas pour autant commission d'un abus de marché, celui-ci restant à établir par l'AMF).

Analyse AMAFI :

Les limites posées signifient en pratique que l'obligation de justification et de documentation peut concerner les volumes achats + ventes entre 25% et 75% (dans le cas alors très théorique en pratique ou le contrat de liquidité n'interviendrait que dans un seul sens dans la même journée).

Or, l'examen des statistiques produites sur 2016 en cumulant achats plus ventes, montre que même en prenant en compte la « franchise » de 20 K€, au-delà de 40 %, un nombre significatif de valeurs restent en dépassement. A 70%, il y a encore 177 CL en dépassement entre 1 et 5 jours par an (v. Annexe 1).

Cela signifie que placer la limite maximale à 37,5 % risque de restreindre la capacité du CL à agir efficacement. Il faudrait (au moins pendant la période d'observation) la remonter à 45 %, voire 50 %. On peut alors espérer réduire fortement, sinon supprimer les cas où même dans la situation d'un déséquilibre marqué entre achats et ventes, il deviendra impossible au contrat de liquidité de poursuivre son objectif.

Valeurs liquides

Proposition AMF :

Jusqu'à 15 % pas de difficulté ; entre 15 et 22,5 %, nécessité de justifier et de documenter le dépassement ; au-delà de 22,5%, action non couverte par la PMA (ce qui ne signifie pas pour autant commission d'un abus de marché, celui-ci restant à établir par l'AMF).

Analyse AMAFI :

Les limites posées signifient en pratique que l'obligation de justification et de documentation peut concerner les volumes achats + ventes entre 15% et 45% (dans le cas alors très théorique en pratique ou le contrat de liquidité n'interviendrait que dans un seul sens dans la même journée).

Or, l'examen des statistiques produites sur 2016 en cumulant achat plus vente montre que, en prenant en compte la « franchise » de 20 K€, et bien que le problème soit moins sensible que pour les valeurs illiquides, il ne disparaît pas complètement pour autant (*v. Annexe 1*).

Une solution pourrait alors être de placer une troisième limite haute à 70%, en limitant annuellement le nombre de fois où un tel dépassement, hors les situations de « circonstances exceptionnelles » (*v. infra*) peut être utilisé (5 fois par exemple) sous le bénéfice de justification et de documentation.

CAC 40

Proposition AMF :

Jusqu'à 5 % pas de difficulté ; au-delà de 5%, action non couverte par la PMA (ce qui ne signifie pas pour autant commission d'un abus de marché, celui-ci restant à établir par l'AMF).

Analyse AMAFI :

Proposition formulée lors de la consultation de décembre. Pas de changement de ce point de vue : il est donc renvoyé aux commentaires précédemment adressés.

- **Limites de moyens**

Valeurs liquides et illiquides.

Comme précédemment, l'analyse est menée sur la base des données recueillies pour 2016.

Proposition AMF :

Amélioration (par un facteur 1,5) des propositions actuelles au niveau des plafonds « relatifs » ainsi que du plafond « absolu » pour les valeurs liquides, mais réintroduction d'un plafond « absolu » de 2 M€ pour les valeurs illiquides.

Analyse AMAFI :

L'amélioration des plafonds « relatifs » est nécessairement bénéfique, même si cet aspect n'est jamais apparu comme particulièrement problématique. Le problème est en revanche, comme le souligne le tableau ci-dessous celui de la « réintroduction » d'un plafond « absolu » pour les valeurs illiquides : c'est d'ailleurs les difficultés soulignées par l'AMAFI qui avait conduit l'AMF à supprimer cette exigence dans la PMA transmise à l'ESMA.

Moyens alloués aux valeurs illiquides (31/12/16)				
sur 317 valeurs concernées	Nbre	Rapporté à la capitalisation		
		Moyenne	+ bas	+ haut
1 M€ < Valeurs ≤ 2 M€	31	0,28%	0,04%	0,89%
2 M€ < Valeurs ≤ 3 M€	4	0,42%	0,17%	0,72%
3 M€ < Valeurs ≤ 4 M€	4	0,63%	0,06%	2,04%
4 M€ < Valeurs ≤ 5 M€	3	0,55%	0,15%	1,04%
5 M€ < Valeurs ≤ 6 M€	3	0,52%	0,19%	1,04%
Moyenne du segment illiquide		0,36%		

A cet égard, il faut d'ailleurs souligner que si la non reprise dans la PMA AMF du plafond de 1 M€ pour les valeurs illiquides est relevée par l'ESMA, elle est toutefois considérée comme ne soulevant pas de difficulté particulière (*Avis, § 104*). Pourquoi alors envisager cette réintroduction dont le principal mérite semble être de dessiner un « jardin à la française » ?

Si toutefois cette réintroduction devait être opérée, et même si ce plafond « absolu » ne concerne qu'un nombre assez limité de valeurs illiquides, il paraîtrait nécessaire de le rehausser. Quel serait en effet l'inconvénient de le fixer à 5 M€ ? Surtout alors qu'il s'applique en tout état de cause sous réserve que les ressources du contrat de liquidité soient « *proportionnées et adaptées aux objectifs du contrat et tiennent compte de la liquidité du marché de l'action concernée* » (*Décision AMF, art. 4-6*) et que contrairement à ce qu'indique l'ESMA (*Avis, § 72*), l'obligation de justification et de documentation peut être mise en œuvre *a priori* dès lors que l'AMF ne la remettrait pas en cause dans un délai prédéterminé (15 jours par exemple).

CAC 40

Proposition AMF :

Maintien des propositions formulées lors de la consultation de décembre.

Analyse AMAFI :

Pas de changement de ce point de vue : il est donc renvoyé aux commentaires précédemment adressés.

- **Limites de prix**

Valeurs illiquides et CAC 40

Proposition AMF :

Maintien des propositions formulées lors de la consultation de décembre.

Analyse AMAFI :

Pas de changement de ce point de vue : il est donc renvoyé aux commentaires précédemment adressés.

Valeurs liquides

Proposition AMF :

Possibilité nouvelle d'introduire, sous réserve de documentation et de justification, des ordres passifs permettant de resserrer le *spread*.

Analyse AMAFI :

C'est une amélioration, même si elle ne concerne que les ordres passifs.

- d. Comme évoqué lors de la réunion avec l'AMF sans que cela n'ait semblé soulever de difficultés particulières, l'AMAFI estime important que les propositions formulées soient complétées sur les aspects suivants.

• **Mise en place d'une typologie des dérogations aux limites de volume**

Contrairement à ce que laisse penser l'ESMA tout au long de l'Avis, la possibilité de déroger aux limites instituées (mais sans que la limite maximale ne puisse être dépassée) n'a pas pour objet de permettre de s'affranchir en toute liberté des contraintes ainsi posées mais seulement d'être en mesure de faire face à des situations particulières afin que le contrat de liquidité puisse remplir pleinement son objet. Dans ce cadre, il est nécessaire de mettre en place une typologie des dérogations en matière de volume.

Celle-ci qui pourrait être revue à mi-période (1^{er} janvier 2020), est en effet indispensable pour simplifier le travail de déclaration des gestionnaires de contrats de liquidité, mais aussi de l'AMF en facilitant l'automatisation de ses contrôles, tout en lui permettant de vérifier ponctuellement que le type de dérogation déclaré correspond bien à la situation en cause.

Sous réserve d'une réflexion à mener avec les services de l'AMF, cette typologie pourrait en première analyse distinguer au moins 7 cas dont certains peuvent se rencontrer simultanément :

- Cas 1 : Situation exceptionnelle de marché (en général)
- Cas 2 : Situation exceptionnelle de marché (propre à la société)
- Cas 3 : Publication d'une information concernant la société
- Cas 4 : Équilibre des moyens titres et espèces du contrat
- Cas 5 : Besoin né d'un contrat de *Liquidity Provider*
- Cas 6 : Volatilité particulièrement élevée
- Cas 7 : Liquidité particulièrement faible

Concernant la notion de « situation exceptionnelle de marché », il faut rappeler tout d'abord que le dispositif MIF 2 prévoit, lorsque celles-ci se rencontrent, que tant les internalisateurs sur actions que les teneurs de marché se voient alors appliquer des règles particulières². Ces dispositions constituent une base de réflexion pour laquelle il est toutefois nécessaire de prendre en compte la différence fondamentale existant entre le contrat de liquidité d'une part, la tenue de marché et l'internalisation systématique³ (v. [Annexe 5](#)) d'autre part.

² Ainsi, les internalisateurs peuvent retirer leurs prix en cas de « conditions de marché exceptionnelles » (*MiFIR, art. 15*), celles-ci se produisant « lorsque le fait d'imposer à un internalisateur systématique l'obligation de fournir des prix fermes aux clients irait à l'encontre de la gestion prudente des risques et, en particulier, lorsque :

a) la plate-forme de négociation sur laquelle l'instrument financier a été admis en premier lieu à la négociation, ou bien le marché le plus pertinent en termes de liquidité, suspend la négociation de cet instrument conformément à l'article 48, paragraphe 5, de la directive 2014/65/UE;

b) la plate-forme de négociation sur laquelle l'instrument financier a été admis en premier lieu à la négociation, ou bien le marché le plus pertinent en termes de liquidité, autorise la suspension des obligations de tenue de marché ;

c) dans le cas d'un fonds coté, il n'existe pas de prix du marché fiable pour un nombre important d'instruments sous-jacents au fonds ou à l'indice;

d) une autorité compétente interdit la vente à découvert de l'instrument financier concerné en application de l'article 20 du règlement (UE) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil. » (*RD 2017/567, art. 14*).

De même, dans des « conditions de marché exceptionnelles », s'agissant des teneurs de marché, « des prix indicatifs ou unilatéraux peuvent cependant être autorisés pour une période de temps limitée » (*RD 2017/587, Annexe*).

³ Étant rappelé que tenue de marché et internalisation systématique forment en réalité au sens de MIF 2, les deux facettes d'une même activité, l'une étant conduite sur plateforme multilatérale, l'autre en OTC.

- **Prendre en compte le contexte particulier de l'obligation de justification et de documentation s'agissant de la possibilité de placer des ordres passifs permettant de resserrer le *spread* des valeurs liquides**

Placer et actualiser des ordres dans le carnet d'ordres dans le cadre d'une action d'animation peut se produire un grand nombre de fois dans la journée et, à certains moments avec une fréquence particulièrement élevée. Sauf à imposer une contrainte non tenable au gestionnaire du contrat de liquidité, il ne peut être attendu de lui qu'il justifie et documente chaque situation concernée. Il est donc nécessaire que, comme cela a été évoqué au cours de la réunion avec l'AMF, la réflexion sur ce point soit approfondie avec l'AMF.

- **Surveillance de la rémunération des autres services associés au contrat de liquidité**

La non surveillance par l'AMF de la rémunération des services rendus à l'émetteur en association avec le contrat de liquidité constitue manifestement pour l'ESMA un point d'attention fort. Quoique ce risque paraisse très exagéré compte tenu, non seulement des différents garde-fous mis en place par ailleurs par la PMA, mais aussi des outils de surveillance de marché dont dispose l'AMF, il existe une façon simple de répondre à la préoccupation.

Il pourrait ainsi être prévu que le gestionnaire du contrat de liquidité informe annuellement l'AMF des services rendus à l'émetteur en association avec le contrat de liquidité ainsi que des diverses rémunérations perçues dans ce cadre.



ANNEXE 1

DONNEES DE VOLUME PRODUITES SUR 2016 (ACHATS + VENTE)

SEGMENTATION VALEURS				Moy. anomalies en nombre		Nb moy de jours d'interv.	Nombre de CL par jour de dépassement (avec franchise)														
	NOMBRE	TOTAL	SF	AF	= 0		> 0	> 5	> 10	> 15	> 20	> 25	> 35	> 50	> 65	> 80	> 100	> 120	> 150	> 200	
Valeurs illiquides au sens ESMA	A	317	61,76	10,63	237	>6,50%	317	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
						>8,00%	317	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
						>10,00%	317	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
						>12,50%	317	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
						>15,00%	317	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
						>17,50%	317	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
						>20,00%	317	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
						>22,50%	317	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
						>25,00%	81	236	137	98	70	50	43	22	14	8	3	2	0	0	0
						>27,50%	83	234	130	90	62	46	34	20	12	5	2	0	0	0	0
						>30,00%	87	230	124	82	57	41	29	19	10	3	1	0	0	0	0
						>35,00%	92	225	109	68	44	32	21	16	4	1	0	0	0	0	0
						>40,00%	98	219	97	58	35	25	20	10	2	0	0	0	0	0	0
						>50,00%	115	202	79	40	26	19	14	4	0	0	0	0	0	0	0
						>70,00%	140	177	52	28	14	5	2	0	0	0	0	0	0	0	0

SEGMENTATION VALEURS				Moy. anomalies en nombre		Nb moy de jours d'interv.	Nombre de CL par jour de dépassement (avec franchise)														
	NOMBRE	TOTAL	SF	AF	= 0		> 0	> 5	> 10	> 15	> 20	> 25	> 35	> 50	> 65	> 80	> 100	> 120	> 150	> 200	
Valeurs liquides au sens ESMA	B	72	28,07	23,03	219	>6,50%	72	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
						>8,00%	9	16	12	10	8	5	4	1	0	0	0	0	0	0	0
						>10,00%	10	15	12	6	5	4	3	1	0	0	0	0	0	0	0
						>12,50%	11	14	8	5	4	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0
						>15,00%	13	12	6	4	3	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0
						>17,50%	15	10	5	3	3	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
						>20,00%	16	9	5	3	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
						>22,50%	16	9	4	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
						>25,00%	17	8	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
						>27,50%	18	7	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
						>30,00%	19	6	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
						>35,00%	20	5	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
						>40,00%	21	4	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
						>50,00%	21	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
						>70,00%	23	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0



ANNEXE 2

PRINCIPAUX ELEMENTS DE L'AVIS

L'examen de l'ESMA est mené selon différents axes, et ceux qui motivent son avis négatif sont les suivants :

- **Transparence à l'égard du public** (*Avis, § 28 à 41*) : l'absence d'information du public sur l'utilisation des dérogations en termes de limites de volume et de prix est considérée non conforme par rapport aux textes (*MAR, art. 13.2.a et RD PMA, art. 3.1.b.ii*).
- **Transparence à l'égard du régulateur** (*Avis, § 42 à 46*) : le recours à des dérogations permettant quand même de bénéficier de la PMA est considéré non conforme par rapport aux textes (*RD PMA, art. 3.2.a*).
- **Préservation du marché et bonne interaction de la demande et de l'offre** (*Avis, § 50 à 73*) : le manque de précision concernant les conditions de marché qui permettent de bénéficier des dérogations est considéré non conforme par rapport aux textes (*MAR, art. 13.2.b*).
- **Impact positif sur la liquidité et l'efficacité du marché** (*Avis, § 74 à 78*) : l'incapacité à pouvoir apprécier suffisamment les impacts possibles des dérogations est considérée non conforme par rapport aux textes (*MAR, art. 13.2.c et RD PMA, art. 5*).
- **Prise en compte du modèle de marché où la PMA est mise en œuvre et capacité des participants de marché à réagir de manière appropriée à la nouvelle situation de marché créée par la PMA** (*Avis, § 79 à 87*) : les effets de distorsion possiblement attachés aux dérogations sont considérés non conformes par rapport aux textes (*MAR, art. 13.2.d et RD PMA, art. 6*).
- **Absence de risque créé par la PMA sur l'intégrité des autres marchés de l'Union** (*Avis, § 88 à 107*) : l'impossibilité d'apprécier le caractère proportionné des moyens alloués en cas d'utilisation des dérogations est considérée non conforme par rapport aux textes (*MAR, art. 13.2.e et RD PMA, art. 7*).

L'analyse transversale de l'Avis confirme que le principal élément qui a retenu l'attention de l'ESMA est la possibilité, s'agissant des valeurs liquides et illiquides (à l'exclusion donc de celles composant le CAC 40), de déroger aux limites de prix, de volume et de moyens qu'elle a posées dans l'avis rendu l'année dernière (*Points for convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity contracts, ESMA70-145-76*). L'ESMA considère même que le risque est d'autant plus amplifié qu'il existe la possibilité de déroger simultanément aux limites de prix, de volume et de moyens.

- Risques liés à la possibilité de déroger aux limites de moyens :

« Since the proposed AMP foresees the possibility of issuers to allocate additional resources to the liquidity contract, it is not possible to ensure that the resources allocated will be proportionate and commensurate in all cases and the possibility of such waiver cannot be considered as compliant with Article 7(b) of the RTS on AMPs and therefore with Article 13(2)(e) of MAR » (*Avis, § 106*).

En revanche, la non reprise dans la PMA AMF du plafond de 1 M€ pour les valeurs illiquides est relevée mais considérée comme ne soulevant pas de difficulté particulière (*Avis, § 104*).

- Risques liés à la possibilité de déroger aux limites de volume et de prix sans que le marché en soit informé :

« However, there is no reference to such type of publicity in case the financial intermediary decides to benefit from the waiver » (Avis, § 32).

Possibilité que cela ait un impact « on the confidence of the market participants in the proper operations of the liquidity contracts » (Avis, § 34).

« However, given that market participants would have learnt about the liquidity contract and the limits, the absence of a requirement to inform the public of the use of the waivers means that market participants would not be properly informed, as they would assume that the liquidity contract operates within the price and volume limits set out in the AMP » (Avis, § 39).

« ESMA suggests introducing immediate ex-post information to enable the other market participants to interpret the prices and volumes traded on a given day correctly and more specifically whether the prices and volumes offered/traded by financial intermediaries under the AMP were within the limits or not » (Avis, § 41).

« This means that, in an extreme situation, virtually all the financial intermediaries benefitting from the AMP could exclude themselves from any price and volume limits over the two-year transitional period » (Avis, § 60).

« However, even if ESMA acknowledges that when a financial intermediary operates outside of the limits set out by the AMP this does not necessarily mean undertaking market manipulation, it is difficult to identify sufficient safeguards to ensure that the price formation process could not be affected, as specified by Article 13(2)(b) of MAR » (Avis, § 71).

« [The] price formation process (and the capacity to evaluate prices and orders) might also be affected by the incapacity of other market participants to know whether the prices and volumes offered/traded by financial intermediaries under the AMP are within the limits set out by the ESMA opinion or not » (Avis, § 85.b).

« ESMA is of the opinion that the two-year transitional period during which issuers and financial intermediaries may benefit from waivers in terms of resources allocated, prices and volumes does not ensure compliance of the proposed AMP on liquidity contracts with Article 13(2) of MAR and with the RTS on AMPs » (Avis, § 112).

« In case a financial intermediary has availed itself of the waiver, the lack of immediate ex-post information to the other market participants, who would have learnt about the liquidity contract and the limits set out in the AMP, means that the AMP would be non-compliant with Article 13(2)(a) of MAR as specified by Article 3(1)(b)(ii) of the RTS on AMPs » (Avis, § 113.a).

« Since there would be no reference to any alternative price and volume limits in case of making use of the waiver in the information provided to the AMF that information would be incomplete under Article 13(2)(a) of MAR, as specified by Article 3(2)(a) of the RTS on AMPs » (Avis, § 113.b).

- Risques liés à la possibilité de déroger aux limites de prix :

« [The] price formation process (and the capacity to evaluate prices and orders) might also be affected by the incapacity of other market participants to know whether the prices and volumes offered/traded by financial intermediaries under the AMP are within the limits set out by the ESMA opinion or not » (Avis, § 85.b).

« However, the waivers that can be used during the transitional period open the possibility of quoting practices that might have a distorting effect on prices, in particular in a context where the proposed AMP is not considering any other price restriction when the waiver is used » (Avis, § 87).

- Risques liés à la possibilité de déroger simultanément aux limites de prix, de volume et de moyens :

« Moreover, issuers might also disregard the limits on the amount of resources allocated to the liquidity without any pre-requisites or limits making theoretically possible that, under the proposed AMP, for all shares covered (400+), all issuers and financial intermediaries simultaneously avail themselves of the waiver. In that case, all the liquidity contracts would be operating without any restrictions in terms of resources available, prices and volumes » (§ 61).

« However, in ESMA's view, those circumstances (no pre-requisites to avail themselves of the waiver, no time limits in their use or limitations [other than the two-year transitional period], the possible coexistence of the waiver on the side of the issuer and the financial intermediary and the lack of alternative limits in terms of prices and volumes) determine that, when used, such waivers might permit distortive activity on the side of the financial intermediaries, notwithstanding the points made above » (Avis, § 63).

Ainsi, « when used, such waivers might permit distortive activity on the side of the financial intermediaries, notwithstanding the points made above » (Avis, § 64.1, numéroté par erreur 63).

« Consequently, ESMA considers that the lack of identification of market conditions under which financial intermediaries and issuers may benefit from the waiver together with the lack of alternative limits in terms of resources, prices and volumes do not meet the requirement in Article 13(2)(b) of MAR of ensuring a high degree of safeguards to the operation of the market forces and the proper interplay of the forces of supply and demand » (Avis, § 72).

« The lack of identification of conditions under which financial intermediaries and issuers may benefit from the waiver determines that it is theoretically possible for all issuers (400+) and all financial intermediaries to avail themselves simultaneously of the waiver. From that perspective, ESMA is of the view that the nature of the waivers does not permit to sufficiently assess the possible impacts that the activity of the financial intermediaries may have on market liquidity and efficiency » (Avis, § 78).

« The lack of identification of market conditions under which financial intermediaries and issuers may benefit from the waiver together with the lack of alternative limits in terms of resources, prices and volumes would not meet the requirement in Article 13(2)(b) of MAR of ensuring a high degree of safeguards to the operation of the market forces and the proper interplay of the forces of supply and demand. Similarly, it would be in breach of Article 13(2)(d) of MAR as specified by Article 6 of the RTS on AMPs » (Avis, § 113.c).

« The lack of identification of market conditions under which financial intermediaries and issuers may benefit from the waiver determines that theoretically all issuers (400+) and all financial intermediaries would be able to avail themselves simultaneously of the waiver. In that case, all the liquidity contracts would be operating without restrictions in terms of resources available, prices and volumes. In this respect, the proposed AMP would not sufficiently assess the possible impacts that the use of these waivers may have on the elements mentioned in Article 5 of the RTS on AMPs and therefore would not be compliant with Article 13(2)(c) of MAR » (Avis, § 113.d).

- Risques liés à la possibilité d'une information incomplète du régulateur dès lors que le contrat ne prévoit pas de limites alternatives de prix et de volume applicables en cas de dérogations à celles prévues par la PMA.

Dans le cas où « the financial intermediary avails itself of the waiver, the performance of the contract would be subject to a fundamental change. Nothing in the notification suggests that the contracts deposited before AMF would contain the alternative price and/or volume conditions that would be applicable in that case » (Avis, § 47).

- Risque de privilégier l'intérêt de l'émetteur par rapport à l'intérêt du marché, par défaut de surveillance de la rémunération des autres services associés au CL.

« ESMA considers that, since those liquidity contracts are prompted and fully funded by the issuer of the share, the interests of the issuer may collide with the interests of the market as a whole and particularly with the investors' interests. (...) » (Avis, § 18).

« ESMA notes that the notification does not refer to any specific monitoring of the remuneration derived from other services provided by the same investment firm or credit institution » (Avis, § 55).

« ESMA reiterates the points made above about package of services and recommends AMF that the ex-post analysis covers this aspect » (Avis, § 94).

« Overall, ESMA considers that these requirements provide safeguards to the creation of incentives leading to behaviours prejudicial to market integrity or orderly functioning of the market » (Avis, § 95).

« Regarding the remuneration of the liquidity contract, ESMA recommends AMF to take into account any other services that can be offered in a package to the issuer » (Avis, § 104).

- Risque lié à la possibilité d'une collusion d'intérêts entre l'émetteur et gestionnaire du contrat de liquidité.

« ESMA considers that, since those liquidity contracts are prompted and fully funded by the issuer of the share, the interests of the issuer may collide with the interests of the market as a whole and particularly with the investors' interests. Therefore, such practices require the maximum extent of precautions to ensure that the risks to market integrity that they could pose, notably in terms of effects on the price formation process and the perception of the liquidity of the issuer's share, are as contained as possible » (Avis, § 18).

« In light of the above, the main risks in ESMA's view are the following:

- a. the possibility of the issuer instructing the financial intermediary to act in sensitive periods for the issuer (around publication of results, in the wake of key announcements or secondary offerings, during buy back or stabilisation periods, while a takeover is pending acceptance, etc.);
- b. the possibility of the issuer or the financial intermediary favouring one-sided quoting (for instance, buying only or buying in bigger quantities than selling), ultimately creating an imbalance and moving (typically up) the price of the share;
- c. the possibility of quoting practices that would have a distorting effect on prices (by placing orders at a better price than what would result from independent parties);
- d. the possibility of acquiring a dominant position in the market, with the associated distortive results that it would create;
- e. the lack of transparency of the contract, in a manner that would prevent the overall market to assess how much liquidity is being "added" by the contract compared to the one that would be "naturally" present in the market;
- f. the possibility of an adverse incentive for the financial intermediary to increase trading in order to increase its remuneration under the contract » (Avis, § 19).

ANNEXE 3

ANALYSE CRITIQUE DE L'AVIS

Outre que l'Avis est fondé sur des limites dénuées de toute légitimité, et qu'il constitue une mise en cause non documentée de l'action menée par l'AMF en matière d'abus de marché, l'AMAFI regrette vivement qu'il ne prenne aucunement en compte :

- L'enjeu en termes de financement des entreprises, pourtant largement reconnu en ce qui concerne les segments des valeurs liquides et illiquides ;
- L'antériorité d'une PMA contrat de liquidité qui fonctionne en France depuis des années sans que l'AMF n'ait eu à lancer de procédure de sanction en la matière et à laquelle l'ensemble du marché est parfaitement habitué ;
- L'importance particulière d'une PMA contrat de liquidité à laquelle recourent plus de 400 entreprises cotées en France, parmi lesquelles au moins 95 % sont émettrices de valeurs liquides et illiquides, conduisant ainsi à placer sous la PMA AMF, plus de 90 % des contrats de liquidité conclus en Europe ;
- La nécessité compte tenu des éléments précédents, d'une période d'observation de deux ans permettant à l'AMF de disposer du recul nécessaire afin de mesurer avec précision les effets qu'aurait l'application stricte de limites de moyens, de volume et de prix, et ainsi le niveau auquel chacune de ces limites doit être placée.

On ne peut par ailleurs que s'interroger sur la focalisation contestable que fait l'ESMA sur la possibilité d'une collusion d'intérêts entre l'émetteur et gestionnaire du contrat de liquidité.

a. Des limites fondant l'essentiel du raisonnement de l'ESMA qui sont dénuées de toute légitimité

Une PMA ne doit être élaborée qu'en tenant compte du cadre réglementaire posé par MAR et la RD PMA. L'avis délivré par l'ESMA n'a pour objet que de jauger la conformité à ces dispositions. Or, aucune de celles-ci n'impose que la PMA soit définie par rapport à des limites de moyens, de prix et de volume, ni ne confère à l'ESMA le pouvoir de définir de telles limites, constitutives de ce fait d'une norme s'imposant aux autorités nationales qui décident de mettre en place une PMA. Faut-il rappeler que seul le juge est en mesure de contrôler ultimement si le corpus réglementaire est respecté, y compris s'il y a mise en œuvre de la procédure prévue dans les situations où la légitimité d'une PMA nationale serait mise en doute par une autre autorité (Règlement (UE) n° 1095/2010, art. 19.3) ?

C'est d'ailleurs, par le biais d'un simple avis (« *Opinion* »), sans aucune force juridique, que l'ESMA a déterminé les limites par rapport auxquelles elle mène l'essentiel du raisonnement qui la conduit à émettre un avis négatif sur la PMA AMF.

Dès lors, si l'ESMA est libre de pré-encadrer son raisonnement au travers de telles limites, elle ne peut pour autant fonder un avis négatif sur le non-respect de celles-ci⁴. Tout au plus peut-elle s'en servir pour identifier les aspects sur lesquels, par rapport aux seules dispositions de MAR et du RD PMA, doit porter particulièrement l'analyse qui la conduit à émettre son avis.

⁴ Au demeurant, ces limites marquent une volonté d'alignement des PMA qui est contraire à la volonté exprimées par le législateur européen. La définition même d'une PMA l'atteste : « *«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. Le règlement délégué pris en application de MAR ne peut aucunement 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 PMA, cons. 4).

b. Une mise en cause non documentée de l'action de l'AMF en matière d'abus de marché

Même si cela n'est pas souligné directement, l'Avis ne peut être lu autrement que comme une mise en cause de l'action de l'AMF en matière d'abus de marché. Il faut en effet rappeler que l'objet d'une PMA est seulement de conférer une simple présomption de légitimité que le comportement qu'elle encadre n'est *a priori* pas constitutif d'une manipulation de marché prohibée par MAR.

De ce fait, si dans le cadre d'une PMA, les comportements qui n'en respectent pas les critères ne constituent pas pour autant des manipulations de cours (qui doivent être établies par l'Autorité en charge), la réciproque est également vraie : des comportements conformes à la PMA ne signifient pas pour autant qu'une manipulation de cours ne peut être établie par l'Autorité compétente⁵.

Or, l'analyse historique ne permet aucunement de considérer que l'AMF pourrait être soupçonnée de carence dans la détection et la répression des abus de marché. A cette fin en effet, combien d'autres Autorités de l'Union investissent autant dans la mise en place d'outils de surveillance de marché performants, dont la présence est d'ailleurs relevée par l'ESMA (*v. en ce sens Avis, § 46, 70, 81, 85.c*) ? Une accusation en la matière serait d'ailleurs d'autant plus incompréhensible que l'ESMA souligne que l'AMF « *will undertake specific monitoring activity to avoid that the transitional period does not provide unlimited flexibility to the entities involved in the liquidity contract: the monitoring activity to be undertaken both for issuers and financial intermediaries making use of the waiver and the fact that each use of the waiver must be documented should ensure in all cases that such use is relevant and proportionate to the market conditions* » (*Avis, § 102*).

En réalité, si l'on se réfère à la table de jurisprudence disponible sur le site de l'AMF, une seule sanction relative à un contrat de liquidité a été prononcée en octobre 2005 (*AMF, 4 octobre 2005, SAN-2006-01*). Elle concerne des faits intervenus en 2002⁶, peu après la mise en place en concertation avec la COB d'un premier cadre de référence pour les contrats de liquidité, dont la PMA critiquée par l'ESMA constitue la quatrième évolution.

c. Un enjeu de financement des entreprises complètement ignoré

A aucun moment, l'ESMA ne se pose la question de l'enjeu que représente la PMA pour le financement des entreprises émettrices de valeurs liquides et illiquides. Elle se contente de noter que compte tenu de ses objectifs, tels que décrits par l'AMF dans sa notification⁷, le contrat de liquidité « *would facilitate the interaction between the demand and the supply, with a limited impact on parameters like volume weighted average price or daily closing price* » (*Avis, § 76*). L'ESMA retient ainsi une approche très théorique sans aucune prise en compte d'éléments factuels tirés de l'observation du marché, comme ceux que l'AMAFI a soulignés à diverses occasions auprès de l'AMF dans ses travaux, et qui sont ici développés plus loin⁸ (*v. Annexes 4 et 5*).

Cette ignorance est d'autant plus difficilement compréhensible qu'elle ne prend aucunement en compte l'accent aujourd'hui mis par l'Union européenne sur la nécessité de développer les outils fluidifiant l'accès des PME et ETI aux sources de financement de marché.

⁵ Dans le cadre d'une PMA, « *Une violation pourrait encore être réputée avoir été commise si l'autorité compétente a établi qu'une raison illégitime sous-tendait ces transactions ou ordres* » (*MAR, cons. 42*).

⁶ En l'occurrence des achetés-vendus avaient 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 à l'époque, 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.

⁷ « *The purpose of the liquidity contract is to enhance liquidity and regular trading in shares that are admitted to trading on Euronext Paris (Regulated Market) or that are traded on Alternext Paris (Multilateral Trading Facility). The liquidity contract may improve the regularity of the trading and decrease the bid-offer spreads and may decrease the daily price volatility without hindering the underlying market trend* » (*Avis, p. 23*).

⁸ Si ces données ne prétendent pas être établies avec toute la rigueur scientifique qui pourrait être nécessaire, elles mériteraient à tout le moins d'être contre-expertisées de façon précise au regard des enjeux.

Comme l'a récemment souligné la Commission elle-même dans un document de consultation, le contrat de liquidité est pourtant l'un des éléments d'une réponse efficiente : « À l'heure actuelle, seuls cinq États membres ont tenté de faire reconnaître un contrat de provision de liquidité en tant que PMA dans le cadre du règlement relatif aux abus de marché. Cela signifie que les contrats de fourniture de liquidité peuvent toujours être qualifiés de pratiques de manipulation par certaines autorités compétentes d'autres États membres. En conséquence, dans 23 États membres, certains émetteurs des marchés de croissance des PME sont privés de la possibilité d'établir un contrat de fourniture de liquidité avec une entreprise d'investissement. Cependant, ce mécanisme pourrait améliorer la liquidité des actions des PME et attirer l'intérêt de nouveaux investisseurs pour les actions des PME, tout en créant davantage d'opportunités d'affaires pour les courtiers des entreprises de capitalisation moyenne » ([Consultation publique sur la création d'un environnement réglementaire proportionné pour faciliter l'entrée en bourse des PME, II.C.2](#)).

d. L'absence de prise en compte de l'antériorité d'une PMA qui n'a pas soulevé de difficulté particulière et à laquelle l'ensemble du marché est parfaitement habitué

L'ESMA fonde son avis négatif sur un certain nombre d'éléments qui ont été précédemment rappelés :

- Transparence à l'égard du public et du régulateur,
- Préservation du marché et bonne interaction de la demande et de l'offre,
- Impact positif sur la liquidité et l'efficacité du marché,
- Prise en compte du modèle de marché où la PMA est mise en œuvre et capacité des participants de marché à réagir de manière appropriée à la nouvelle situation de marché créée par la PMA,
- Absence de risque créé par la PMA sur l'intégrité des autres marchés de l'Union.

Or, chacun de ces éléments a été examiné sans aucune prise en compte du fait que cela fait 17 ans qu'une telle PMA existe en France, et que si diverses revues ont eu lieu (2005, 2008 et 2011), le cadre n'a pas fondamentalement changé pour autant. Il paraît alors peu raisonnable de ne pas prendre en compte une double constatation :

- D'une part, le fait que malgré la vigilance particulière portée par l'AMF aux problématiques d'abus de marché (*v. supra b.*), il n'y ait pas eu de situation portée devant la Commission des sanctions depuis la décision relative à des faits de 2002 ;
- D'autre part, le fait qu'aucun participant de marché (émetteurs, investisseurs institutionnels et particuliers, intermédiaires financiers, membres de marché, entreprise de marché) n'a jamais mis en cause la légitimité de cette pratique, la PMA contrat de liquidité constituant en réalité un mode de fonctionnement habituel du marché français.

Cette dernière constatation est pourtant particulièrement importante alors qu'il appartient à l'ESMA de mener son analyse en prenant en compte la capacité des participants de marché à réagir de manière appropriée à la nouvelle situation de marché créée par la PMA. On ne voit en effet pas comment celle-ci pourrait constituer une novation empêchant ces participants de marché de réagir de manière appropriée à la « nouvelle » situation de marché créée par cette « nouvelle » PMA. Et d'autant moins d'ailleurs qu'alors que MAR n'intègre aucune disposition véritablement novatrice par rapport au dispositif prévu par la directive Abus de marché, la « nouvelle » PMA ne conduit qu'à renforcer un peu plus les éléments destinés à « protéger » le bon fonctionnement du marché et son intégrité.

e. L'importance particulière pour la France de la PMA Contrat de liquidité est totalement méconnue

L'enjeu de la PMA Contrat de liquidité est très particulier pour la France. Sur le marché parisien, ce sont en effet plus de 400 entreprises cotées qui ont recouru à cette technique, parmi lesquelles au moins 95 % sont émettrices de valeurs liquides et illiquides. Au total, sont ainsi placés sous la PMA AMF, plus de 90 % des contrats de liquidité conclus en Europe.

L'enjeu est d'autant plus significatif pour la Place de Paris que la segmentation entre valeurs liquides et valeurs illiquides que prône l'ESMA conduit en pratique à rassembler des émetteurs aux problématiques très diverses. Pour mettre en lumière cet aspect, il suffit de constater qu'au 31 décembre 1997, les entreprises figurant dans le segment des émetteurs de valeurs liquides et illiquides avaient des capitalisations s'étageant de 1 à plus ou moins 100.

f. L'utilité d'une période d'observation de 2 ans est ignorée

Compte tenu de l'enjeu particulier que représente en France le contrat de liquidité pour le financement par le marché des entreprises, il est apparu nécessaire à l'AMF d'instaurer une période d'observation de deux ans afin de disposer du recul nécessaire lui permettant de mesurer avec précision les effets qu'aurait l'application stricte de limites de moyens, de volume et de prix.

Comme elle l'a souligné dans sa notification, la consultation menée avec les parties prenantes, pendant deux ans et à différents niveaux, « *highlighted the need to handle the modifications to this part of the regulation carefully; hence some requirements stemming from the non-binding opinion of ESMA will be gradually implemented. Against this background, the AMF intends to implement a transitional period of two years during which certain conditions may be waived if the entity in charge of the performance of the liquidity contract or the issuer can justify the use of the waiver and demonstrate that such use is not detrimental to the orderly functioning of the market* » (Avis, p. 22).

Alors que la PMA ne fait que durcir les exigences par rapport à celles déjà en vigueur depuis 17 ans, que l'AMF ne peut être soupçonnée d'aucune carence dans la détection et la répression des abus de marché, il est incompréhensible que l'ESMA n'ait pas pris en compte, à sa juste mesure, cette préoccupation. Et d'autant plus qu'elle méconnaît ainsi ce qui fait l'essence même d'une PMA, c'est-à-dire reconnaître qu'un marché donné peut avoir des besoins spécifiques qui empêchent que son fonctionnement soit totalement aligné sur un modèle uniforme (v. supra a.).

C'est un élément pourtant bien plus important dans l'analyse que l'examen de limites strictes de moyens, de volume et de prix qui, à elles seules, ne peuvent légitimer un avis négatif.

g. Une focalisation contestable sur la possibilité d'une collusion d'intérêts entre l'émetteur et gestionnaire du contrat de liquidité.

L'un des points de départ de l'analyse de l'ESMA est le risque particulier de collusion d'intérêts entre l'émetteur et le gestionnaire du contrat de liquidité pour que ce dernier, d'une façon contraire à ce qu'exige le bon fonctionnement du marché et le respect de son intégrité, agisse en privilégiant l'intérêt de l'émetteur.

S'il ne peut être question de dénier la possibilité de réalisation d'un tel risque de collusion, il serait pour autant naïf de croire que l'autre forme d'apport de liquidité qu'est la tenue de marché (Avis, § 17) ne pourrait présenter, par essence, le même risque. Or, pour le prévenir, quelle obligation s'imposerait au teneur de marché, mais non au gestionnaire du contrat de liquidité, alors que tous deux sont tenus au même cadre d'exercice en vertu de leur qualité de membre du marché sur lequel ils interviennent ... ?

Il faut alors regretter que, même si ESMA note les moyens particuliers qui sont mis en œuvre par la PMA de ce point de vue (indépendance du gestionnaire, interdiction pour l'émetteur de lui donner des instructions dans le cadre de sa mission, organisation interne du gestionnaire), elle ne les considère pas avec plus de soin : alors qu'ils ne constituent en rien une nouveauté, il devrait pourtant être tiré argument du constat que la supervision réalisée par l'AMF, particulièrement pointue au demeurant en termes d'outils de surveillance de marché, n'a pas mis en lumière de problèmes de ce point de vue.

On ne peut par ailleurs qu'être surpris par l'attention portée par l'ESMA au fait que la possibilité de déroger simultanément aux limites de prix, de volume et de moyens matérialiserait particulièrement ce risque collusion d'intérêts. On ne voit pas en effet pourquoi il en découlerait un quelconque renforcement du risque que l'ESMA met en avant. Les limites de moyens sont « statiques » alors que les limites de volume sont « dynamiques » : les premières sont mises en œuvre de façon ponctuelle, au mieux une fois par an ; les secondes peuvent être utilisées quotidiennement en fonction de ce que révèle l'état du marché par rapport à la capacité du contrat de liquidité à intervenir ; les unes sont à l'initiative de l'émetteur alors que les autres sont utilisées à la seule initiative du gestionnaire du contrat de liquidité agissant en toute indépendance de l'émetteur ; le public est informé de l'utilisation des premières « *dès que possible* », des secondes semestriellement.

La capacité de ce fait à combiner l'utilisation des ces différentes dérogations pour permettre une collusion d'intérêts au profit de l'intérêt de l'émetteur et au détriment du bon fonctionnement du marché et de son intégrité, apparaît ainsi toute théorique. Et en tout état de cause, même si une telle collusion avait lieu, encore faudrait-il analyser la possibilité que la supervision exercée par l'AMF (tant au niveau du contrat lui-même qu'au travers de ses outils de surveillance du marché) ne puisse la détecter.



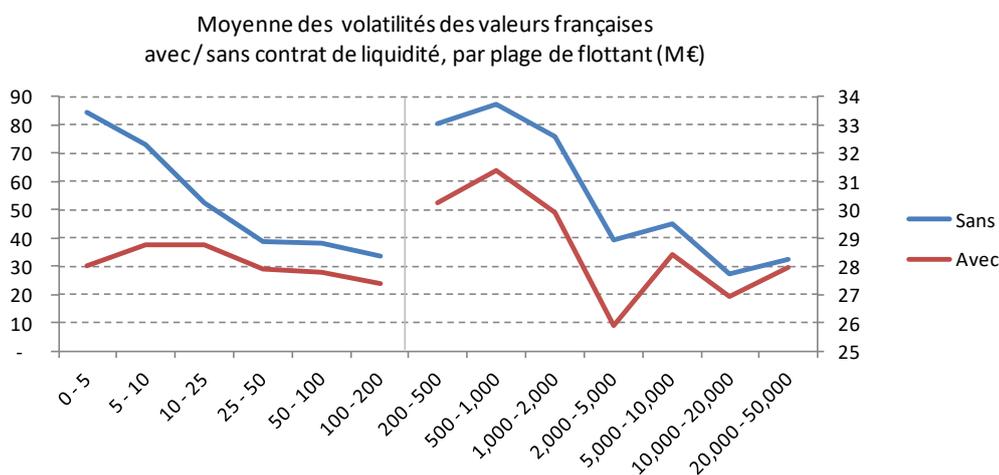
ANNEXE 4

LES BENEFICES DU CONTRAT DE LIQUIDITE

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 précision⁹ ou ne sont pas disponibles¹⁰, met en exergue les résultats suivants :

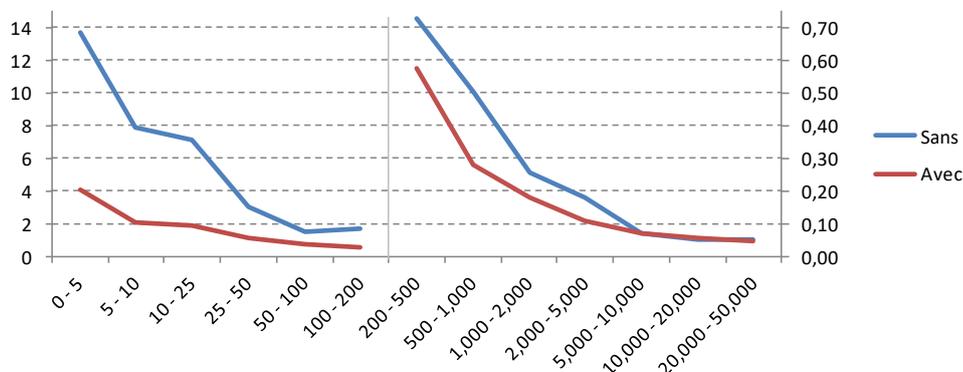
- Pour les valeurs avec un flottant inférieur à 5 Mds€, la mise en place d'un contrat de liquidité se traduit par une forte baisse de la volatilité et du *spread bid-offer* ;
- En termes de volatilité, cette baisse est de plus de 25% pour les valeurs dont le flottant est inférieur à 200 M€, et de l'ordre 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*).



⁹ 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€.

¹⁰ Les données de volatilité et de *spread* ne sont pas disponibles sur toutes les valeurs.

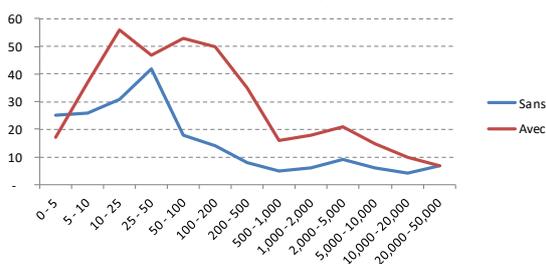
Moyenne des spreads (en %) des valeurs françaises,
avec / sans contrat de liquidité, par plage de flottant (M€)



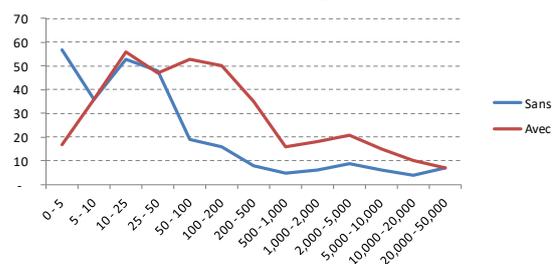
Ont servi de base à l'étude :

- 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.

Population des valeurs françaises avec / sans contrat de liquidité,
pour les données de volatilité, par plage de flottant



Population des valeurs françaises avec / sans contrat de liquidité,
pour les données de spread, par plage de flottant



✚ 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 discontinue 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

LA TENUE DE MARCHÉ N'EST PAS UNE ALTERNATIVE CREDIBLE AU CONTRAT DE LIQUIDITE

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 réalité¹¹. 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 prudentiels d'une position en portefeuille d'une part, le risque de moins-values liées à la gestion du portefeuille d'autre part. Le surcoût des positions est donc refacturé aux investisseurs.</p>

¹¹ 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*

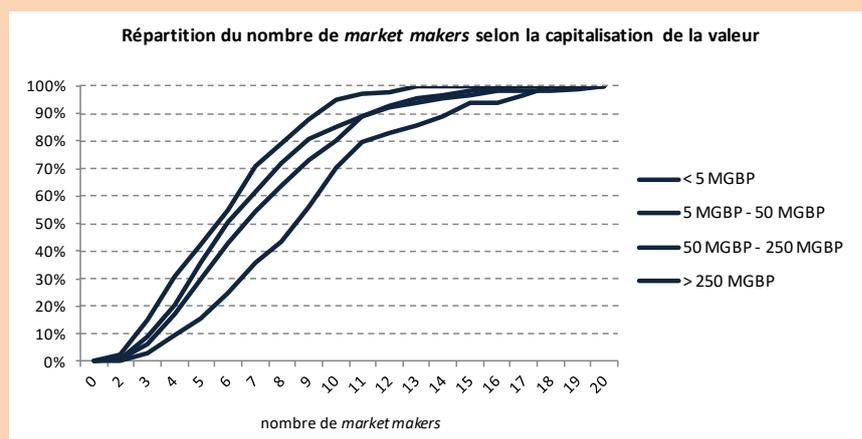
Le segment AIM du London Stock Exchange est le marché dédié aux valeurs de petite et moyenne taille. Le fonctionnement de ce marché se fonde sur l'intervention de *market makers* pour faciliter l'exécution des ordres des investisseurs. 50 entreprises sont enregistrées comme *market makers*, et chaque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

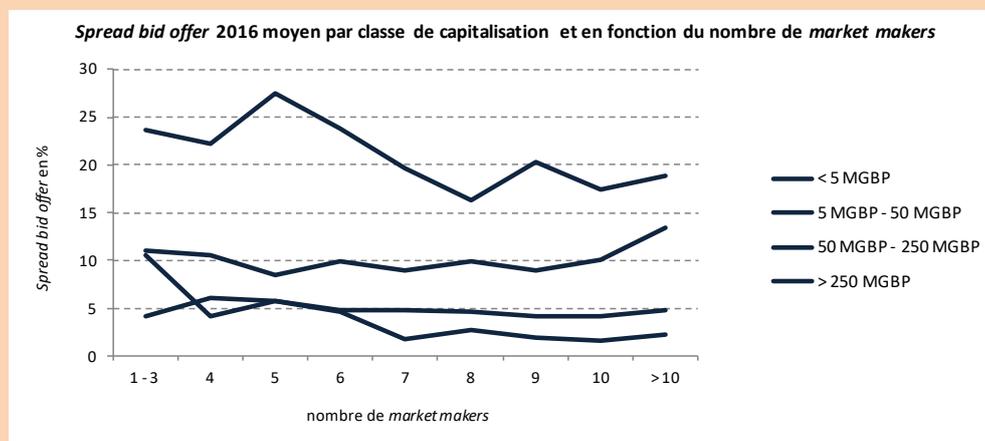
Ces sociétés se répartissent par classe de capitalisation (en moyenne sur 2016) comme indiqué ci-contre.

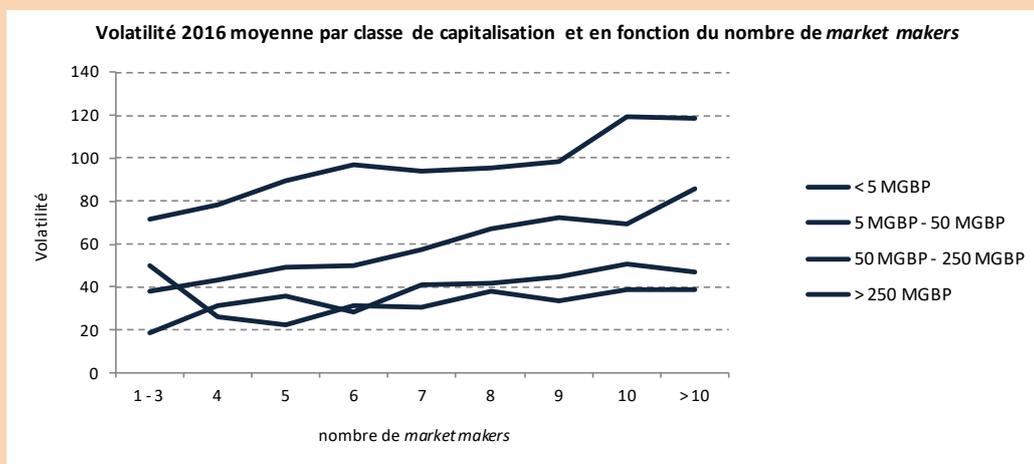
< 5 MGBP	155
5 MGBP - 50 MGBP	401
50 MGBP - 250 MGBP	215
> 250 MGBP	64
Grand Total	835



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 profitabilité 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.**