

## INTERVENTION DES ÉMETTEURS COTÉS SUR LEURS PROPRES TITRES ET MESURES DE STABILISATION

### MISE A JOUR DE LA POSITION- RECOMMANDATION AMF 2017-04

#### RÉPONSE DE L'AMAFI À LA CONSULTATION DE L'AMF

L'Autorité des Marchés Financiers consulte la Place de manière restreinte sur la mise à jour de sa [Position-recommandation 2017-04](#), relative à l'intervention des émetteurs cotés sur leurs propres actions. Les modifications proposées par l'Autorité consistent en :

- L'introduction d'un nouveau contrat de liquidité spécifique aux interventions sur Euronext Growth ;
- Un rappel de l'obligation faite à l'émetteur de recourir à un PSI pour procéder aux rachats de ses propres actions ;
- Un rappel des obligations relatives aux franchissements de seuil, et
- Diverses références à des jurisprudences récentes de la Cour de cassation et de la Commission des sanctions.

Toutefois, l'Autorité a précisé que d'autres modifications pouvaient être apportées à la Position-recommandation.

Le présent document constitue la contribution de l'AMAFI aux propositions de modification de l'AMF.

### SUR L'INTERVENTION DES ÉMETTEURS COTÉS SUR LEURS PROPRES TITRES

La [Position-recommandation 2017-04](#) comporte une recommandation 1.3.2 adressée aux émetteurs de prendre en compte, pour le calcul de la limite de 25% du volume quotidien des actions échangées sur la plateforme de négociation (marché réglementé ou SMN) où l'achat de leurs actions est effectué, la totalité des interventions réalisées sur leurs propres actions sur cette plateforme. Cela inclut ainsi celles bénéficiant d'une dérogation au titre des articles 5 et 13 du [règlement \(UE\) 596/2014](#) sur les abus de marché (MAR) relatifs respectivement aux programmes de rachat et mesures de stabilisation, et aux pratiques de marché admises soit en particulier le contrat de liquidité.

L'AMAFI estime néanmoins que les opérations menées au titre des contrats de liquidité ne doivent pas être comprises dans le calcul des 25% du volume quotidien des actions échangées sur la plateforme de négociation où l'achat est effectué.

En effet, ces opérations sont menées par l'animateur de manière indépendante de l'émetteur, et en particulier des interventions de celui-ci. L'indépendance de l'animateur est un principe fondamental fondant le contrat de liquidité, ayant conduit à ce que des règles strictes encadrent le fonctionnement du contrat.

Cela justifie, par exemple, que les causes de suspension obligatoire du contrat de liquidité, définies à l'article 5 de la [PMA](#), ne comprennent pas le dépassement du seuil de 25% du volume quotidien des actions échangées sur la plateforme de négociation. La prise en compte des interventions d'un émetteur sur ses actions par l'animateur du contrat de liquidité, outre qu'elle viendrait nier le principe d'indépendance, obligerait de facto l'animateur à suspendre le contrat de liquidité, ses interventions risquant sinon de faire dépasser le seuil de 25%.

Par ailleurs, pour les petites et moyennes entreprises, cette suspension aurait un impact considérable sur le volume des actions échangées et augmenterait la volatilité du marché, la diminution du volume des actions échangées compliquant en retour le rachat d'actions.

L'AMAFI souhaite ainsi faire part des propositions de modification ci-après (les suppressions apparaissent en rouge barré).

### **Proposition**

#### 1.3.2 Volume maximal (page 11 du document)

*En ce qui concerne les volumes, le règlement délégué (UE) 2016/1052 indique que « l'émetteur ne peut, lorsqu'il exécute des opérations dans le cadre d'un programme de rachat, acheter sur une journée de négociation plus de 25 % du volume quotidien moyen des actions échangées sur la plateforme de négociation où l'achat est effectué ». À l'instar des conditions de prix, les conditions de volume sont appréciées sur le seul marché réglementé ou SMN sur lequel le rachat est effectué.*

*Sur un marché réglementé ou un SMN donné, le volume quotidien moyen est calculé sur la base du volume quotidien moyen des opérations réalisées sur le marché considéré au cours du mois précédant celui de la publication du descriptif et reste fixé sur cette base pour la durée autorisée du programme. Cette méthode s'applique notamment lorsque l'émetteur a décidé de mettre en œuvre un programme de rachat planifié puisque l'émetteur doit alors publier le volume maximum applicable aux rachats planifiés.*

*Dans le cas où le programme de rachat ne fait pas référence à la méthode précitée, le volume quotidien moyen est calculé, de manière glissante, sur la base du volume quotidien moyen des actions négociées au cours des 20 jours de négociation précédant le jour du rachat. En conséquence, si le descriptif ne mentionne pas que le volume maximal sera calculé selon la première formule, c'est la seconde méthode qui s'applique pendant toute la durée de mise en œuvre du programme.*

~~*La question se pose de savoir quelles transactions sont prises en compte pour le calcul du volume moyen quotidien. À la lecture du règlement délégué (UE) 2016/1052 et en l'absence de jurisprudence sur ce point, l'AMF recommande aux émetteurs de prendre en compte la totalité des interventions réalisées sur leurs propres actions sur le marché réglementé ou le SMN considéré, y compris celles bénéficiant d'une dérogation au titre des articles 5 et 13 de MAR.*~~

**Recommandation :**

~~L'AMF recommande aux émetteurs de prendre en compte, pour le calcul de la limite de 25 % du volume quotidien, la totalité des interventions réalisées sur leurs propres actions sur le marché réglementé ou le SMN considéré, y compris celles bénéficiant d'une dérogation au titre des articles 5 et 13 de MAR. À cette fin, les émetteurs ayant conclu un contrat de liquidité peuvent choisir de le suspendre temporairement pendant la mise en œuvre d'un programme de rachat.~~

## SUR LES MESURES DE STABILISATION

L'AMAFI a quelques commentaires rédactionnels sur la partie du guide relative aux mesures de stabilisation, afin que les termes utilisés soient cohérents avec la pratique des opérations de stabilisation (les suppressions apparaissent en rouge barré et les ajouts en rouge).

### Propositions

(Page 23 du document) ~~Les émetteurs, les offreurs ou~~ Les entités réalisant des opérations de stabilisation, ~~agissant ou non pour le compte de ces personnes,~~ bénéficient d'une dérogation à l'application des articles 14 et 15 de MAR prévue par l'article 5 de ce même règlement. Ils doivent respecter l'ensemble des conditions posées par cet article 5 et par le règlement délégué (UE) 2016/1052. Ces conditions sont résumées ci-après.

#### 1. Les objectifs poursuivis par la stabilisation (page 23 du document)

Les opérations de stabilisation d'instruments financiers sont réalisées dans le contexte d'une distribution significative de valeurs mobilières, dans le seul but de soutenir leur prix sur le marché pendant une durée prédéterminée en raison d'une pression à la vente s'exerçant sur le titre considéré ~~lors~~ à l'issue d'une offre initiale ou secondaire. Ces opérations, qui ont un impact sur le cours du titre, bénéficient de la dérogation prévue par l'article 5 si leur réalisation est conforme aux conditions prévues par le règlement MAR et le règlement délégué (UE) 2016/1052.

Ainsi, ce dispositif trouve notamment à s'appliquer lorsqu'un émetteur décide d'introduire ses actions en bourse. En effet, des opérations de stabilisation de cours sont fréquemment mises en œuvre dès le premier jour de cotation et durant une période ne pouvant excéder 30 jours calendaires consécutive à l'introduction.

### Justification

Concernant le paragraphe introductif, l'AMAFI propose de supprimer la référence aux émetteurs et aux offreurs. En effet, seuls les prestataires de services d'investissement (PSI) réalisent les opérations de stabilisation.

Concernant le titre 1<sup>er</sup> relatif aux objectifs poursuivis par la stabilisation, l'AMAFI souhaite remplacer le terme « lors » d'une offre initiale par « à l'issue » d'une offre initiale. Effectivement, une opération de stabilisation n'intervient jamais pendant l'offre, mais toujours à l'issue de cette dernière.

### 2.3 Conditions de volume (page 24 du document)

Le règlement MAR fixe des limites maximums sur les montants de l'option de couverture des surallocations (« *greenshoe option* » ou « *greenshoe* ») et de la surallocation :

- La position résultant d'un recours à la facilité de surallocation par une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit qui n'est pas couverte par l'option de couverture des surallocations ne peut dépasser 5 % de l'offre initiale ;
- L'option de couverture des surallocations peut atteindre jusqu'à 15 % de l'offre initiale (pour autant que la facilité de surallocation atteigne ce seuil).

En conséquence, l'émetteur fixe la taille de l'option de couverture des surallocations. Le nombre de titres pouvant être achetés sur le marché dans le cadre des mesures de stabilisation ne peut excéder la taille de cette option plus 5 % de l'offre.

En tout état de cause, le montant maximal de la facilité de surallocation ne peut excéder 20 % de l'offre, dont 15 % couverts par l'option de couverture et 5 % au titre de la surallocation ~~complémentaire non couverte~~.

#### **Justification**

L'AMAFI souhaite remplacer le terme surallocation « complémentaire » par le terme surallocation « non couverte ». Le terme « complémentaire » porte à confusion. Effectivement, ce paragraphe vise les *naked short*, tandis que la surallocation dite « complémentaire » vise la stabilisation couverte par *greenshoe*. Ces deux opérations sont différentes.

De plus, les termes « non couverte » sont ceux utilisés dans le paragraphe qui mentionne les 15% « couverts par l'option », ce qui rend la rédaction plus claire.

### 3.2 Déclaration à l'autorité compétente pendant la période de stabilisation (page 26 du document)

Les entités effectuant la stabilisation, qu'elles agissent ou non pour le compte de l'émetteur ou de l'offreur, enregistrent chaque ordre ou opération sur titres et instruments associés et notifient l'ensemble des opérations de stabilisation sur titres et instruments associés qui ont été réalisées :

- « À l'autorité compétente de chaque plateforme de négociation sur laquelle les titres faisant l'objet de la stabilisation sont admis à la négociation ou négociés ;
- « À l'autorité compétente de chaque plateforme de négociation sur laquelle sont réalisées des opérations sur instruments associés aux fins de la stabilisation des titres ».

Ainsi, ~~les émetteurs, les offreurs ou~~ les entités réalisant la stabilisation ~~agissant ou non pour le compte de ces personnes~~, notifient les détails de toutes les opérations de stabilisation à l'AMF (lorsqu'elle est l'autorité compétente de la plateforme de négociation) au plus tard à la fin du septième jour de négociation suivant la date d'exécution des transactions.

En application de l'instruction AMF DOC-2017-03, le formulaire de déclaration, disponible sur le site internet de l'AMF, doit être transmis à l'AMF, sous forme électronique, à l'adresse [surveillance@amf-france.org](mailto:surveillance@amf-france.org)

→ Accès à l'instruction AMF DOC-2017-03 : modalités de déclaration des opérations des émetteurs sur leurs propres actions et des opérations de stabilisation

*Lorsque les titres sont admis ou négociés sur plusieurs marchés ou SMN, l'émetteur doit accomplir les formalités déclaratives auprès de l'autorité compétente de chacun d'eux.*

**Justification**

Alignement sur la rédaction du paragraphe introductif. Seuls les prestataires de services d'investissement (PSI) réalisent les opérations de stabilisation. (Cf. première justification).

