

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

*Ne pas entraver la bonne mise en œuvre
d'une technique utile au bon fonctionnement du marché*

SYNTHÈSE

Depuis plus d'un an, suite à l'entrée en vigueur de MAR, des discussions sont en cours avec les services de l'AMF pour déterminer les évolutions à apporter à la Charte de déontologie AMAFI encadrant les conditions de mise en œuvre des contrats de liquidité sur laquelle s'appuie aujourd'hui la PMA AMF.

Le projet transmis début janvier 2017 à l'AMAFI manifeste une volonté d'alignement étroit par rapport aux éléments contenus dans l'avis rendu récemment par l'ESMA sur une PMA étrangère de même nature.

Cependant au terme de l'analyse menée par l'Association, il faut rappeler qu'il n'y a pas de légitimité, au plan du droit bien sûr mais aussi des faits, à rechercher l'alignement des PMA nationales (v. infra § 4 et s.) car :

- Cet objectif est contraire à la volonté même des colégislateurs européens ;
- L'avis de l'ESMA ne peut en aucun cas constituer un élément prescriptif du cadre des PMA ;
- L'appréciation de la conformité d'une PMA est nécessairement sous-tendue par des considérations liées à la lutte contre les abus de marché et non au bon fonctionnement du marché ;
- L'alignement de la PMA française sur celle de ses homologues serait incompréhensible au regard de :
 - ✓ L'intensité observée de la PMA AMF dans le fonctionnement du marché français (avec 454 contrats de liquidité en œuvre contre une poignée dans les autres pays),
 - ✓ La négation qu'elle traduirait en creux du rôle de premier plan joué historiquement par l'AMF dans la lutte contre les abus de marché,
 - ✓ La cohérence de l'action menée aux niveaux européen et français pour faciliter le financement des entreprises par le marché.

Cette légitimité est d'autant plus absente que le renforcement significatif des contraintes applicables au contrat de liquidité qui est envisagé traduirait un renoncement à des bénéfices qui sont pourtant importants (v. infra § 16 et s.). Le contrat de liquidité permet en effet :

- Une réduction structurelle de la volatilité et des *spreads* d'autant plus sensible que la liquidité de la valeur concernée est faible;
- Une réduction conjoncturelle de la volatilité que les valeurs à forte liquidité peuvent connaître en *intraday*, et à laquelle les investisseurs sont de plus en plus attentifs ;
- Une amélioration lorsque cela est possible, du processus de formation des prix au bénéfice des investisseurs et des émetteurs.

Les bénéfices du contrat de liquidité peuvent être d'autant moins ignorés que le *market making* dont la logique est différente, ne constitue pas une alternative crédible contrairement à ce qui est parfois affirmé (v. infra § 24 et s.).

Alors que le durcissement de la PMA AMF ne peut être réalisé au seul motif d'empêcher le renouvellement de situations « anormales » mais totalement marginales (v. infra § 29 et s.), les enjeux sont d'autant plus forts que, même si MAR prévoit que le non respect d'une PMA ne signifie pas pour autant la commission d'un abus de marché, il est toutefois impossible de ne pas observer strictement les contraintes fixées par la PMA AMF (v. infra § 32 et s.) dès lors que cela :

- Constitue désormais un manquement passible de sanction ;
- Entraîne l'assujettissement à la TTF et le bouleversement de l'équilibre économique de l'activité contrat de liquidité ;
- Ne sera en tout état de cause pas envisageable pour de nombreux émetteurs et PSI au regard des impératifs de conformité qui s'imposent à eux.

Les aspects de nature à remettre en cause la viabilité même de la PMA AMF, et donc à bouleverser le mode de fonctionnement du marché français, concernent tout particulièrement (v. infra § 38 et s.).

- La nécessité d'être membre du marché pour mettre en œuvre la PMA AMF ;
- La rigueur des limites concernant les moyens affectés au contrat de liquidité et le volume quotidien réalisable ;
- La mise en place de limites d'intervention en termes de prix ;
- La nécessité de suspendre le contrat de liquidité pendant les périodes de mise en œuvre d'un programme de rachat.

1. Le cadre des Pratiques de marché admise est défini depuis 2004 par la réglementation européenne sur les abus de marché. Depuis le 3 juillet 2016 et l'entrée en application de MAR (Règl. (UE) 596/2014 du 16 avril 2014), ce cadre s'est trouvé modifié sur différents points (v. aussi Règl. Délégué (UE) 2016/908 du 26 février 2016), entraînant la nécessité de réexaminer la PMA AMF actuellement en vigueur (Pratique de marché admise AMF n° 2011-07) pour préciser les aspects sur lesquels des adaptations devaient être réalisées en conséquence.

A l'initiative des services de l'AMF, à partir d'octobre 2015, mais plus spécialement concentrées au premier semestre 2016, l'AMAFI a donc mené des discussions avec ceux-ci. Leur objet a été de déterminer, comme l'Association le fait depuis plus de 15 ans, en étroite concertation avec la COB d'abord, l'AMF ensuite, les évolutions à apporter à la Charte de déontologie AMAFI encadrant les conditions de mise en œuvre des contrats de liquidité sur laquelle s'appuie aujourd'hui la PMA AMF¹. Les difficultés importantes liées à certaines pistes envisagées par l'AMF alors ont été soulignées à la mi-mai au travers d'un travail statistique portant sur près de 400 contrats de liquidité (v. Annexe) ; un projet de Charte modifiée leur a été communiqué début juillet.

2. Début janvier 2017, les services de l'AMF ont transmis à l'AMAFI un projet de décision d'acceptabilité de la PMA Contrat de liquidité, caractérisé notamment par la prise en compte d'un certain nombre d'éléments contenus dans l'avis rendu par l'ESMA mi-décembre dernier en ce qui concerne la PMA Contrat de liquidité mise en place par l'autorité de marché espagnole (Opinion on Intended Accepted Market Practice on liquidity contracts notified by the Comisión Nacional del Mercado de Valores, ESMA/2016/1663). Ce projet, considéré par l'Association comme remettant en cause sans raison réelle l'intérêt de la PMA AMF, a été discuté avec les services de l'Autorité mi-janvier.

En suite de cette réunion, un document formulant des observations et propositions alternatives (AMAFI / 17-14a et b) a été élaboré. Il a été discuté avec les services de l'AMF le 9 février dernier.

3. Au terme de ces différents échanges, il reste néanmoins des divergences d'appréciation majeures entre les services de l'AMF et l'AMAFI sur les évolutions à apporter à la PMA AMF compte tenu du nouveau cadre réglementaire issu de MAR.

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

L'objet de la présente note est tout d'abord de présenter et d'argumenter la position de l'Association par rapport à un certain nombre d'éléments d'appréciation que l'analyse ne peut méconnaître. Ces éléments concernent le fait que :

- Il n'y a pas de légitimité à rechercher l'alignement des PMA nationales (*v. infra § 4 et s.*) ;
- Le renforcement significatif des contraintes applicable au contrat de liquidité qui est en discussion traduirait un renoncement à des bénéfices qui sont pourtant importants (*v. infra § 16 et s.*).
- Le *market making* n'est pas, contrairement à ce qui est parfois affirmé, une alternative crédible au contrat de liquidité (*v. infra § 24 et s.*) ;
- Le durcissement de la PMA AMF au-delà de ce qu'exige strictement le nouveau cadre réglementaire, ne peut être réalisé au seul motif d'empêcher le renouvellement de situations « anormales » mais totalement marginales (*v. infra § 29 et s.*) ;
- Les enjeux sont d'autant plus forts que, même si MAR prévoit que le non respect d'une PMA ne signifie pas pour autant la commission d'un abus de marché, il est toutefois désormais impossible de ne pas observer strictement les contraintes fixées par la PMA AMF (*v. infra § 32 et s.*).

Il s'agit par ailleurs de préciser les raisons qui rendent particulièrement problématiques certains aspects du nouveau cadre qui est envisagé pour la PMA AMF (*v. infra § 38 et s.*).

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

4. A diverses reprises au cours des échanges menés avec les services de l'AMF, ceux-ci ont particulièrement insisté sur la nécessité, compte tenu des travaux conduits au sein d'ESMA, qu'il y aurait à [faire converger les PMA Contrat de liquidité en vigueur dans les différents États membres](#). Le projet de décision d'acceptabilité, étroitement calé par rapport à l'avis rendu par ESMA sur la PMA CNMV, ne peut d'ailleurs s'interpréter que par la recherche d'un alignement étroit de la PMA AMF par rapport à une « norme » ESMA que matérialiserait cet avis.

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

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

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

Cette intention est d'autant plus manifeste qu'il convient de rappeler que le maintien dans MAR de la possibilité de prévoir des PMA était loin d'être acquis à l'origine. En vue d'approfondir l'harmonisation du cadre des abus de marché, la proposition initiale de la Commission européenne prévoyait en effet de supprimer la capacité des autorités nationales à reconnaître des PMA. Alors que les voix étaient nombreuses à soutenir que la tenue de marché était la seule manière acceptable d'apporter une liquidité complémentaire au marché (*v. aussi infra § 24 et s.*), [c'est le travail de conviction mené par l'AMAFI avec le soutien étroit de l'AMF, de la DGT et de nombreux émetteurs qui, par rapport à l'enjeu que constitue les contrats de liquidité pour le bon fonctionnement du marché parisien, a permis de maintenir cette capacité \(sur les arguments développés à cette occasion, v. infra § 16 et s.\)](#).

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

Cette dernière déclaration a toutefois pour seul objet de préciser les objectifs assignés au règlement délégué et non pour conséquence de charger implicitement ESMA, au travers de son avis, de procéder à « la spécification de critères, procédures et exigences communs ». Au surplus, ce considérant ne peut avoir de portée que par rapport au mandat donné par les colégislateurs européens de réaliser « *une harmonisation cohérente (...) précisant les critères, la procédure et les exigences liés à l'instauration d'une [PMA] ainsi que les exigences liées à son maintien, à sa suppression ou à la modification de ses conditions d'admission* » (MAR, art. 13-7). Or, ce mandat, qui doit lui-même tenir compte de la volonté des colégislateurs telle qu'elle a été rappelée précédemment², ne conduit lui-aussi qu'à préciser les critères qu'il appartient au niveau 2 de déterminer, et non à donner indirectement à l'ESMA la capacité à réaliser une telle « harmonisation cohérente ».

L'avis de l'ESMA ne peut constituer un élément prescriptif du cadre des PMA

7. Une PMA n'a à être élaborée que par rapport aux dispositions de MAR et du RD MAR, avec les éventuelles limites qui ont été rappelées plus tôt en ce qui concerne ce dernier. L'avis délivré par l'ESMA n'a pour objet que de jauger la conformité à ces dispositions. En aucun cas en revanche, il ne peut servir à déterminer, par l'instauration par exemple de limites qui deviendraient de ce fait indépassables (sur ces points, v. infra § 46 et s.), une « norme » s'imposant aux autorités nationales lorsqu'elles décident de mettre en place une PMA.

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

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

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

² Étant par ailleurs souligné qu'assurer une « harmonisation cohérente » ne peut avoir pour conséquence de provoquer l'alignement étroit des PMA nationales (v. aussi infra § 8 et 9).

Ainsi, si une « harmonisation cohérente » des PMA devait être recherchée, elle ne pourrait être envisagée que dans le champ des abus de marché, pour établir qu'il existe des raisons légitimes au comportement en cause. L'amélioration du bon fonctionnement du marché, nécessairement à l'origine de la mise en place d'une PMA par une autorité nationale (v. sur ce point infra § 21 et s.), ne peut en revanche constituer en soi l'objectif à poursuivre. Cet objectif, et donc l'encadrement de ce qui peut être accepté ou non à ce titre, relève d'autres dispositifs européens, parmi lesquels MIF est sans doute le plus important.

9. En tout état de cause, qui mieux que l'autorité de marché nationale peut apprécier, avec suffisamment de finesse, ce qui est approprié pour le bon fonctionnement des marchés qu'elle supervise ? L'idée selon laquelle une harmonisation toujours plus grande serait nécessairement bénéfique est contredite par la réalité des faits. Comme elle l'a développé dans sa réponse produite en mai 2015 à la consultation de la Commission européenne sur « *Construire une Union de marchés de capitaux* », l'AMAFI considère que le bon fonctionnement des marchés et la croissance sont des impératifs de premier ordre, l'harmonisation n'étant qu'un moyen à leur service (AMAFI / 15-28).

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

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

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

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

Comme cela a déjà été indiqué, ces travaux ont été traduits dans un Contrat type de liquidité élaboré par l'Association en conformité avec les principes établis par la Charte AMAFI par ailleurs définie, et reconnue en 2001 par la réglementation de la COB. Cette Charte maintenue par l'AMF lors de sa substitution à la COB en 2003, a ensuite été modifiée à trois reprises pour prendre en compte diverses évolutions déterminées en accord avec l'Autorité : d'abord, en mars 2005 lorsque le dispositif a été placé sous le nouveau régime des PMA, puis en octobre 2008 et enfin, en mars 2011³. A chaque fois, au terme de la concertation menée avec l'AMF, ces évolutions ont été intégrées de façon à préserver l'efficacité du contrat de liquidité.

Forte de cette normalisation, la technique du contrat de liquidité s'est développée sur la Place de Paris. A tel point qu'à ce jour, ce sont 454 Contrats de liquidité qui sont mis en œuvre par les adhérents de l'Association. C'est donc plus de la moitié des entreprises cotées sur Euronext Paris et Alternext qui ont recours au contrat de liquidité pour, conformément à la Charte AMAFI, « *favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations [de leurs] titres (...)* ainsi que d'éviter des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché ».

Nombre de contrats de liquidité gérés par les adhérents AMAFI	
Aurel BGC	11
CM CIC	30
Exane	50
Gilbert Dupont	84
Invest securities	42
Kepler Cheuvreux	60
Natixis	39
Oddo et Cie	67
Portzamparc	36
Rothschild	35
TOTAL	454

³ Avec parallèlement, des modifications du Contrat type (v. sur ce point AMAFI / 11-23 a et b).

Ce succès explique d'ailleurs que le contrat de liquidité ait essaimé dans d'autres pays européens à partir de 2007 : l'Espagne, l'Italie, les Pays-Bas et le Portugal ont ainsi adopté depuis sur le modèle français une PMA de même nature. Faute sans doute de l'expérience acquise par l'AMF tout au long de ces années, ces pays ont toutefois introduit des rigidités particulières conduisant à ce que cette technique soit très loin de connaître le même développement qu'en France⁴.

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

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

13. Alors que les PMA s'analysent nécessairement par rapport aux enjeux que constitue la lutte contre les abus de marché (*v. supra § 8 et s.*), l'alignement de la PMA AMF sur celles en vigueur ailleurs ne peut avoir qu'une seule signification : l'AMF n'aurait jusqu'ici pas été suffisamment rigoureuse dans sa tâche de prévention et de sanction des abus de marché puisque, sans mise en évidence de la nécessité d'apporter certains correctifs, il deviendrait indispensable d'encadrer plus strictement la PMA existante.

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

14. Or, en ce qui concerne la PMA AMF, force est de constater qu'aucune sanction n'a jamais été prononcée du fait de la mise en œuvre d'un contrat de liquidité⁵ (*sur cet aspect, v. aussi infra § 29 et s.*).

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

15. Comme cela sera développé ultérieurement (*v. infra § 16 et s.*), le contrat de liquidité a de nombreux bénéfices pour les investisseurs et les émetteurs. Mais particulièrement, en stimulant l'appétence des premiers pour une valeur, il impacte directement le coût du capital des émetteurs en leur permettant de lever des ressources sur le marché dans de meilleures conditions.

Au moment où la mobilisation collective est décrétée, tant aux niveaux européen que français, pour faciliter l'accès des entreprises aux financements de marché, l'AMF ayant d'ailleurs une impulsion majeure en la matière, il serait particulièrement incompréhensible que, sans autre argument que la

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

⁵ Si l'on se réfère à la table de jurisprudence disponible sur le site de l'AMF, une sanction relative à un contrat de liquidité a néanmoins été prononcée en octobre 2005 (*AMF, 4 octobre 2005, SAN-2006-01*). Elle concerne toutefois des faits intervenus en 2002 dans le cadre desquels des achetés-vendus ont pu donner une impression de volumes de marché en réalité fictifs s'agissant de quantités régulièrement supérieures à 1 titre et même 10 titres. Depuis longtemps maintenant, en concertation avec le Conseil des marchés financiers et la COB, ce type de situations est normé : lorsque des achetés-vendus sont nécessaires pour permettre la cotation d'un cours, ils sont réalisés pour une quantité strictement égale à 1 titre.

nécessité de rapprocher la PMA AMF de celle d'autres autorités, il soit décidé d'introduire des contraintes supplémentaires dont l'effet direct serait de conduire à une déstabilisation forte du modèle de fonctionnement du marché français.

LE RENFORCEMENT SIGNIFICATIF DES CONTRAINTES DU CONTRAT DE LIQUIDITÉ TRADUIRAIT UN RENONCEMENT A DES BÉNÉFICES POURTANT IMPORTANTS

16. Au travers d'un certain nombre d'éléments autour desquels est articulé l'avis de l'ESMA sur la PMA CNMV, et qui du point de vue de l'Association sont particulièrement problématiques pour le maintien de la technique du contrat de liquidité, on retrouve plusieurs de ceux qui ont été au centre des débats ayant conduit à discuter la possibilité pour une autorité nationale d'instaurer des PMA (*v. supra § 5*). Si ces débats pouvaient se comprendre dans le contexte beaucoup plus politique des travaux de niveau 1, ils sont en revanche étonnants au sein d'ESMA, surtout alors qu'il ne s'agit que de rendre un simple avis en termes de conformité au cadre réglementaire existant.

Comment des régulateurs de marché, sans produire d'analyses argumentées au soutien de leurs réserves, peuvent-ils appréhender la technique du contrat de liquidité avec tant de circonspection et sans considération de ses apports en termes de bon fonctionnement du marché alors qu'il existe de multiples signes en ce sens ?

17. A cet égard, plusieurs aspects doivent donc être rappelés.

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

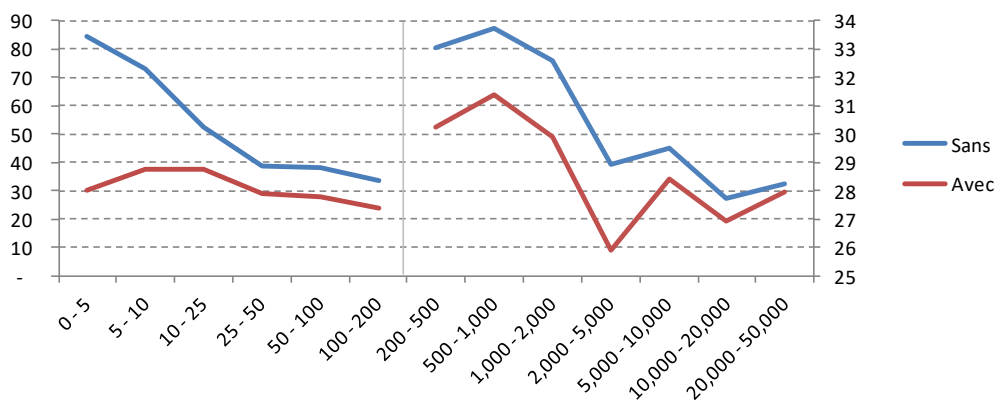
18. Une étude qui ne prétend pas à l'exactitude scientifique, notamment parce qu'à ce stade certains paramètres n'ont pas été définis avec précision⁶ ou ne sont pas disponibles⁷, met en exergue les résultats suivants :

- 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. infra § 19 et s.*).

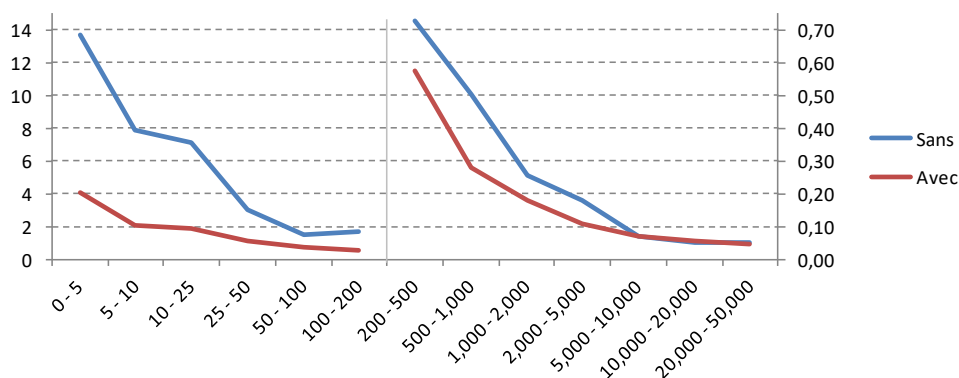
⁶ Il en est ainsi de la notion de flottant sur laquelle est assise l'étude, et qui est le reflet le plus précis de la liquidité réelle d'une valeur. La notion de flottant s'avère en effet extrêmement volatile. Il n'est pas rare, même sur des valeurs de taille significative, que les différentes sources - y compris la base ESMA - 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 ESMA ne la retraite pas et affiche un flottant entre 8 et 9 Mds€.

⁷ Les données de volatilité et de *spread* ne sont pas disponibles sur toutes les valeurs.

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



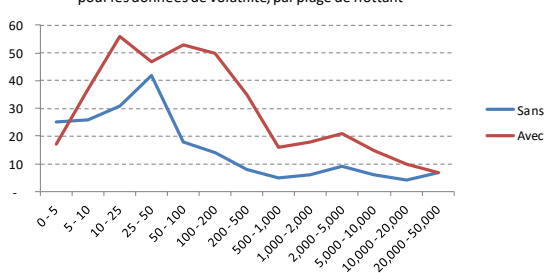
Moyenne des spreads (en %) des valeurs françaises,
avec / sans contrat de liquidité, par plage de flottant (M€)



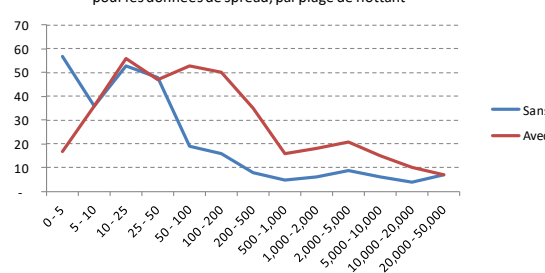
Ont servi de base à l'étude :

- 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-offer* moyen,
 - ✓ La capitalisation moyenne,
 - ✓ La part du flottant ;
- Des extractions Datastream, Euronext, Euronext et ZoneBourse pour contrôler le niveau des flottants ;
- Une extraction sur le site ESMA 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


19. 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.

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

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

Cette action régulatrice en séance, qui n'est pas en mesure de contrer une tendance de fond du marché compte tenu des moyens à disposition, est d'autant plus utile qu'elle concerne les valeurs du CAC40 qui ont une capitalisation boursière modeste (entre 10 et 14 Mds€ seulement) par rapport aux standards internationaux. Étant discontinu et limitée eu égard aux volumes quotidiens qui sont traités, cette action ne peut voir son apport en termes de réduction de la volatilité et du *spread* reflété avec la même clarté par l'analyse statistique qu'en ce qui concerne des valeurs moins liquides (v. supra § 18).

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

21. 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'efficience 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.

22. 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.

23. 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.

LES BÉNÉFICES DU CONTRAT DE LIQUIDITÉ PEUVENT ÊTRE D'AUTANT MOINS IGNORÉS QUE LE *MARKET MAKING* N'EST PAS UNE ALTERNATIVE CRÉDIBLE

24. 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 réalité⁸. Par opposition, le *market making* serait un modèle « pur » car à l'abri de telles dérives !

25. 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 (*v. supra* § 13 et 14), 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.

En tout état de cause, surtout à un moment où se conjuguent, d'une part, le retrait de nombre d'établissements des activités de *market making* compte tenu de leurs coûts prudentiels élevés et, d'autre part, l'augmentation des enjeux liés à la capacité de mettre face-à-face dans des conditions satisfaisantes, offre et demande de liquidité, il serait intéressant qu'une étude vienne éclairer, par segment de liquidité, les facteurs suivants :

- Le nombre de *market maker* en moyenne présents par valeur ;
- Le délai moyen dans lequel ceux-ci répondent aux demandes de clients ;
- Le *spread bid-ask* moyen constaté lors de leur intervention.

26. L'objet n'est pas d'affirmer la supériorité de l'un ou l'autre modèle, mais de reconnaître qu'ils diffèrent dans leurs effets sans que le *market making* puisse constituer une alternative crédible au contrat de liquidité.

Il n'est d'ailleurs pas inutile de rappeler, en essayant de les rapprocher, quelques traits distinctifs de l'une et l'autre de ces activités :

Contrat de liquidité (CL)	Market making (MM)
<p>Le CL est géré pour le compte de l'émetteur mais dans l'intérêt du marché.</p> <p>L'encadrement du CL vise notamment à assurer l'indépendance de l'intermédiaire qui met en œuvre le CL (l'Animateur) par rapport à l'émetteur pour le compte duquel il agit.</p>	<p>Le MM est réalisé dans l'intérêt de l'intermédiaire financier, en utilisant ses fonds propres, C'est une activité de <i>trading</i> pour compte propre.</p>

⁸ La lecture de l'avis d'ESMA sur la PMA CNMV est éclairante de ce point de vue (*v. ESMA/2016/1663, § 21 et s., et plus spécialement § 24*).

<p>Parce qu'il agit en toute indépendance de l'émetteur, l'Animateur ne peut accepter aucune instruction de la part de celui-ci. Les conditions de sa rémunération sont notamment encadrées pour éviter que l'émetteur puisse subordonner une part trop importante de sa rémunération à une éventuelle « souplesse » dont ferait preuve l'intermédiaire de ce point de vue.</p> <p>Le CL a ainsi pour unique objectif de faciliter le bon fonctionnement du marché du titre dans l'intérêt des investisseurs en :</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ améliorant la liquidité du titre ; ▪ favorisant la régularité de la cotation de l'émetteur ; ▪ lissant les fluctuations excessives de cours. <p>Le CL utilise les fonds propres de l'émetteur. Il ne génère de ce fait aucun risque financier pour l'intermédiaire.</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</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 blocs hors marché, à l'encontre de la liquidité du carnet d'ordres central.</p>

<p>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>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>L'intervenant qui mène des activités de MM a intérêt à une volatilité élevée, dont il cherche à tirer profit et non à réguler les anomalies.</p> <p>La nature des positions que cet intervenant prend peut d'ailleurs accentuer la volatilité (position gamma négative ou volonté de se défaire du risque dans le sens du marché). Il a une action singulière, non continue.</p> <p>Le MM n'a pas pour objectif de lisser les mouvements dans le but d'améliorer les critères de liquidité. Capturer des écarts de cours 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>L'intervenant qui mène des activités de 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>L'intervenant qui mène des activités de MM sans être tenu en tant que LP, va faire en sorte de ne pas travailler dans le carnet d'ordres afin de ne pas prendre de position.</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 marges (élevées). Au contraire, il peut bénéficier de dérogations en ce qui concerne la transparence <i>post-trade</i> afin de ne pas accroître son risque de marché.</p> <p>Le MM peut être <i>short</i> de titres.</p>

27. 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* ».

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. »

28. 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.

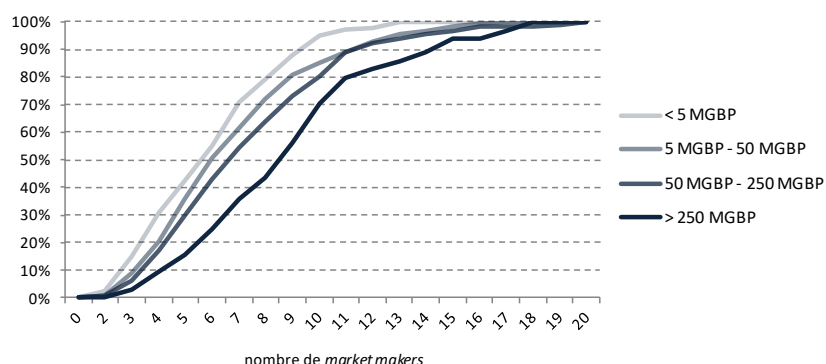
Le London Stock Exchange publie des statistiques mensuelles d'activité de l'AIM, disponibles sur son site (<http://www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/aim.htm>).

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

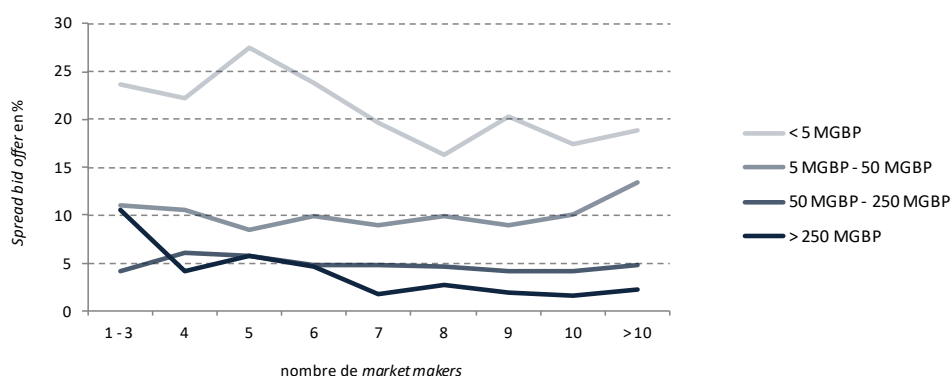
Répartition du nombre de *market makers* selon la capitalisation de la valeur

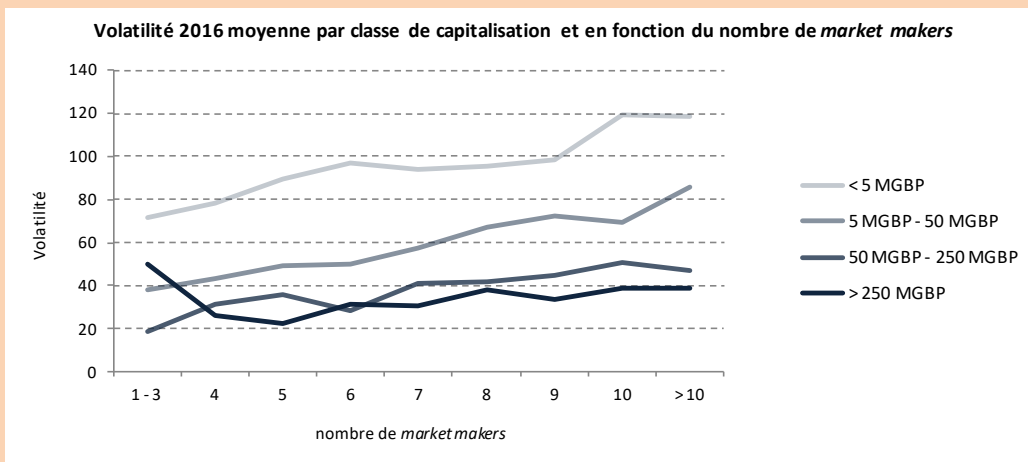


Assez logiquement, le nombre moyen de *market makers* pour une valeur augmente avec la capitalisation des valeurs : une capitalisation plus importante laisse en effet espérer une activité plus importante.

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 :

Spread bid offer 2016 moyen par classe de capitalisation et en fonction du nombre de *market makers*





Plusieurs conclusions paraissent pouvoir être tirées de ces éléments :

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

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

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

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

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

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

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

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

- Est-elle conforme à la PMA AMF ?

La réponse semble difficilement faire de doute. Même si le maintien dans un indice est un enjeu certain en termes de liquidité (*v. en ce sens ESMA/2016/1663, § 24*), cette action ne peut apparaître comme respectant le Principe de spécialisation posé par la Charte AMAFI à laquelle renvoie la PMA AMF : « *Le Contrat de liquidité doit avoir pour seuls objets de favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations des titres d'une société émettrice ainsi que d'éviter des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché. En tout état de cause, les opérations réalisées dans le cadre du Contrat de liquidité ne doivent pas entraver le fonctionnement régulier du marché ou induire autrui en erreur.* »

- Est-elle pour autant passible de sanction ?

Avant le 3 juillet 2016, la réponse devait être recherchée par rapport au seul cadre abus de marché (*sur les évolutions intervenues depuis et leurs conséquences, v. infra § 33 et 34*). [La perte de la présomption de légitimité résultant de la PMA AMF ne signifiant pas pour autant la commission d'un abus de marché, celui-ci doit encore être établi.](#)

L'analyse de cette question n'a pas à être menée ici : elle est de la compétence de la Commission des sanctions de l'AMF saisie par le Collège. On peut seulement relever que la réponse n'est pas nécessairement évidente au regard des critères applicables à la manipulation de cours, telle que prohibée par l'article 12-1-a-i de MAR (*sur ce point, v. aussi supra § 23*).

31. Mais au-delà de ces éléments d'appréciation, et à moins que n'aient été détectées en nombre suffisant d'autres situations problématiques, [il serait totalement injustifié que sur le fondement d'un cas unique, qui au surplus n'a pas donné lieu à sanction, soit posé un encadrement beaucoup plus strict des contrats de liquidité, surtout si celui-ci est de nature par certains de ses aspects à remettre en cause l'avenir d'une technique qui a une intensité particulière sur la Place de Paris du fait de son intérêt pour les investisseurs et les émetteurs \(sur ce point, v. aussi supra § 21 et s.\)](#).

Comme l'AMAFI le souligne régulièrement, [le cadre de régulation ne peut être constamment renforcé au motif que des situations « anormales » mais atypiques devraient être prévenues par anticipation](#). Une telle démarche n'a pour conséquence que de réduire la capacité de la Place à faire face aux besoins de

financement de l'économie et d'allocation de l'épargne dont on sait qu'ils sont considérablement renforcés aujourd'hui. Elle ne doit donc être poursuivie que dans les cas suffisamment avérés, fondés sur la constatation que l'encadrement proposé apportera une réponse adaptée : c'est d'ailleurs bien en ce sens que par exemple, l'Association a soutenu depuis dix-huit mois l'encadrement de la publicité électronique de certains contrats financiers que la loi vient de réaliser, son seul souci ayant été que le dispositif atteigne aussi précisément que possible son objectif sans pour autant remettre en cause des activités par ailleurs légitimes.

DES ENJEUX D'AUTANT PLUS FORTS QU'IL EST IMPOSSIBLE DE NE PAS OBSERVER STRICTEMENT LE CADRE FIXÉ PAR LA PMA AMF

32. Les discussions menées avec les services de l'AMF ont conduit à rappeler que sortir de la présomption de légitimité que pose la PMA AMF n'est pas nécessairement le signe qu'un abus de marché est commis, et l'analyse développée ci-dessus (*v. supra § 30*) le confirme. Pour autant, il n'est pas possible, comme les services ont pu sembler l'envisager, de considérer que le non respect de certains critères qui seraient posés par la PMA AMF révisée pourrait ne pas constituer pour autant une difficulté dès lors qu'un abus de marché n'en résulterait pas ...

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

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

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

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

34. Ces nouvelles dispositions constituent une évolution particulièrement lourde et problématique que l'AMAFI n'avait pas identifiée en tant que telle lors de la consultation de place menée par l'Autorité durant le mois de mai 2016 : dans le prolongement des discussions sur la situation « anormale » précédemment évoquée (*v. supra § 29 et s.*), elles semblaient destinées à seulement donner la capacité à l'AMF à traiter de telles situations. Mais en réalité, leurs effets vont bien au-delà : désormais l'AMF n'a même plus à établir que le non-respect de la PMA s'est traduit par la commission d'un abus de marché pour être en mesure de sanctionner un comportement ne découlant pas de la PMA AMF.

Loin de la promesse souvent réitérée de ne pas aller plus loin que le cadre européen, c'est un changement brutal de paradigme qui, même si une analyse juridique approfondie pourrait probablement révéler la fragilité de cette extension de compétence, augmente très notablement et de façon sans doute inacceptable pour les PSI et les émetteurs, le risque lié à la mise en œuvre d'un contrat de liquidité. A tel

pont qu'aujourd'hui, l'AMAFI considère que des discussions complémentaires sur ce point doivent être entreprises rapidement avec l'Autorité, la perspective étant sans doute l'abrogation des articles 241-6 et 315-69 du règlement général.

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

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

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

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

De facto, et pour autant que la question précédente soit résolue, la perte de cette exonération conduirait à la suppression des contrats de liquidité pour les valeurs de plus de 1 Md€ de capitalisation boursière, dont beaucoup sont pourtant des *Mid Caps* au plan international⁹. Si le montant dû restera faible en valeur absolue pour celles dont la liquidité est la plus réduite, cela ne sera pas pour autant le cas rapporté à l'ensemble des coûts que les émetteurs concernés doivent supporter pour être en mesure de lever des fonds sur le marché.

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

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

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

⁹ 101 des 140 valeurs soumises à la TTF au 1^{er} janvier 2017 ont conclu un contrat de liquidité (soit plus du cinquième du stock de contrats), et verraient donc leur liquidité et, partant, leurs conditions d'accès au marché se dégrader.

LES ASPECTS PROBLÉMATIQUES DU NOUVEAU CADRE ENVISAGÉ POUR LA PMA AMF

38. Les discussions menées avec les services de l'AMF dans le cadre de la révision de la PMA AMF ont mis en évidence que plusieurs des pistes envisagées soulevaient des difficultés très importantes, de nature à remettre en cause l'efficacité d'une technique qui concerne largement plus de la moitié des valeurs françaises cotées.

Ces difficultés concernent avant tout :

- La nécessité d'être membre du marché pour mettre en œuvre la PMA AMF ;
- La mise en place de limites concernant les moyens affectés au contrat de liquidité ;
- La mise en place de limites d'intervention en termes de prix et de volume ;
- La nécessité de suspendre le contrat de liquidité pendant les périodes de mise en œuvre d'un programme de rachat.

39. Dans ce contexte, les observations qui suivent s'appuient sur les dispositions du RD MAR qui semblent pertinentes pour chaque point discuté. Cette approche ne doit toutefois pas masquer que de nombreux autres éléments doivent être considérés ensemble dans une analyse coûts / bénéfices globale. Il doit également être pris en compte que le RD MAR a pour seul objet de développer les critères désormais intégrés au niveau 1 et repris mot pour mot de l'article 2 de la directive 2004/72.

Or, parmi ces critères, figure particulièrement celui qui prévoit qu'avant d'instaurer une PMA, l'autorité « tient compte » du fait de savoir « *si la pratique de marché a un impact positif sur la liquidité et l'efficience du marché* » (MAR, art. 13-2-c), objectifs au cœur de la PMA AMF actuellement en vigueur.

La nécessité d'être membre du marché pour mettre en œuvre la PMA AMF

40. Il est envisagé que la PMA AMF ne puisse être mise en œuvre que par un membre du marché sur lequel la valeur est cotée alors qu'actuellement, il est seulement prévu que la personne qui met en œuvre le contrat de liquidité soit agréée en tant que PSI.

Ni MAR, ni le RD MAR n'impose toutefois la qualité de membre du marché pour mettre en œuvre une PMA. LE RD MAR demande seulement que soit tenu compte du fait que les personnes qui « *auront recours* » à la PMA sont des « *personnes surveillées* », voire des « *membres d'une plateforme de négociation sur laquelle la PMA sera utilisée* » (RD MAR, art. 4.1, a et b).

**RD MAR - Article 4
Garanties préservant
le libre jeu des forces du marché
et une interaction adéquate entre offre et demande**

1. Pour déterminer si une pratique de marché qu'il est proposé d'instaurer en tant que PMA est conforme au critère énoncé à l'article 13, paragraphe 2, point b), du règlement (UE) n 596/2014, les autorités compétentes examinent si cette pratique limite les possibilités qu'ont les autres participants au marché de réagir aux transactions. Les autorités compétentes tiennent également compte, au minimum, des critères exposés ci-après relatifs aux types de personnes qui auront recours à la pratique de marché une fois instaurée en tant que PMA :

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

41. On a du mal à considérer que cette rédaction introduise une obligation impérative :

- Il s'agit de « tenir compte » et non d'assurer ;
- Le fait d'être « surveillé » ou « membre du marché » est sur le même plan ;
- Il s'agit d'être membre d' « un » marché sur lequel est mis en œuvre la PMA, et non d'être membre « du ou des » marchés sur lesquels est mis en œuvre la PMA.

On relèvera d'ailleurs que l'ESMA se contente seulement de relever l'importance d'être régulé, ce qu'est bien évidemment un PSI : « *In ESMA's opinion, the need to appoint a single financial intermediary and to select a regulated entity, which is subject to strict compliance requirements represents a particularly important requirement* » (ESMA/2016/1663, § 31).

42. Lors des discussions avec les services de l'AMF, ceux-ci ont indiqué que cette qualité devait permettre un meilleur contrôle des opérations effectuées au titre du contrat de liquidité. Cet argument ne peut toutefois emporter la conviction alors que :

- Il n'a pas été constaté de dysfonctionnement dans la PMA actuelle (v. sur ce point supra § 29 et s.) ;
- L'AMF dispose de toutes les capacités nécessaires pour contrôler *a posteriori* les ordres passés et transactions effectuées au titre du contrat de liquidité ;
- Les outils de surveillance de l'AMF qui sont connectés en temps réel aux systèmes de l'entreprise de marché ne permettent aucunement en l'état d'identifier distinctement les interventions du contrat de liquidité.

43. Sur ce dernier point, il est rappelé que les *flags* aujourd'hui utilisés distinguent les interventions pour compte propre, de celles pour compte de tiers, de celles effectuées au titre d'un contrat LP. Or, rien n'impose même si c'est la pratique pour des raisons tarifaires, qu'un contrat de liquidité soit adossé à un contrat de LP. En tout état de cause, il n'existe pas de contrats de LP sur toutes les valeurs pour lesquelles il est possible de mettre en œuvre un contrat de liquidité.

D'ailleurs, s'il y avait une exigence de *flagger* les interventions au titre du contrat de liquidité, qu'est-ce qui empêcherait que l'information soit ajoutée ou convoyée par le membre du marché par lequel transitent les flux ? En quoi la surveillance de l'AMF en serait-elle amoindrie ?

44. Mais surtout, il faut prendre en compte les exigences de *reporting* très prochainement applicables avec MIF 2, qui prévoient notamment que les transactions rapportées à l'autorité au plus tard le lendemain, doivent comporter le LEI du client.

Quel peut être le sens d'une transaction identifiée avec le LEI de l'émetteur portant sur des actions de cet émetteur ? C'est nécessairement une opération réalisée au titre d'un programme de rachat ou d'un contrat de liquidité. Et si l'on souhaite une identification précise des opérations du contrat de liquidité, on pourrait imaginer l'attribution d'un LEI spécifique.

45. Compte tenu de ces éléments, l'AMAFI considère en conséquence que l'exigence d'être membre du marché n'apporterait aucun bénéfice réel alors qu'elle constituerait en revanche une contrainte forte. Pour les PSI qui mettent en œuvre de contrats de liquidité, cette exigence est en effet de nature à obérer les adaptations qu'ils peuvent souhaiter réaliser en termes de gestion de leur flux afin d'optimiser leurs coûts dans un contexte où ceux-ci ne cessent de croître.

La mise en place de limites concernant les moyens affectés au contrat de liquidité

46. Sous le bénéfice d'une mention générale prévoyant que « *Les ressources en espèces ou en instruments financiers allouées par un Émetteur à la mise en œuvre d'un contrat de liquidité sont proportionnées et adaptées aux objectifs du contrat et tiennent compte de la liquidité du marché de l'action concernée* » déjà prévue dans la PMA AMF existante, il est envisagé d'instaurer un mécanisme complexe fixant des seuils différents en fonction de la catégorie de liquidité à laquelle appartient le titre concerné.

- Actions non liquides, les moyens alloués ne pourraient dépasser 500% du volume de transaction quotidien moyen observé sur la plate-forme de négociation au cours des 20 précédentes

journées de négociation ou 1% de la capitalisation boursière, sans dépasser un plafond d'1 million d'euros ;

- Actions liquides, les moyens alloués ne pourraient dépasser 200% du volume de transaction quotidien moyen observé sur la plate-forme de négociation visée à l'article 2 au cours des 20 précédentes journées de négociation sans dépasser un plafond de 20 millions d'euros ;
- Actions très liquides, les moyens alloués ne pourraient dépasser 100% du volume de transaction quotidien moyen observé sur la plate-forme de négociation visée à l'article 2 au cours des 20 précédentes journées de négociation sans dépasser un plafond de 50 millions d'euros.

47. Ni MAR, ni le RD MAR n'impose directement de fixer de tels seuils. Le RD MAR prévoit seulement que l'autorité compétente doit « examiner » s'il existe une exigence de proportionnalité générale (*RD MAR, art. 5 et 6*), au demeurant déjà instaurée par la PMA AMF existante.

On relève d'ailleurs que cette exigence et ses conditions de mise en œuvre ne sont pas relevées au titre de l'avis d'ESMA rendu sur la PMA CNMV.

RD MAR - Article 7
Risques pour l'intégrité des marchés liés

Pour déterminer si une pratique de marché qu'il est proposé d'instaurer en tant que PMA est conforme au critère énoncé à l'article 13, paragraphe 2, point e), du règlement (UE) n° 596/2014, les autorités compétentes examinent les éléments suivants :

(...)

- b) si les ressources (espèces ou instruments financiers) à allouer à l'utilisation de la PMA sont proportionnées et adaptées aux objectifs de cette dernière ; (...)

48. Les propositions formulées, qu'il s'agisse d'une limite en valeur ou calculée par rapport à la moyenne du volume des 20 derniers jours de bourse au moment de la signature du contrat, ont d'autant moins de signification qu'elles ne sont pas adaptées du fait de la volatilité des marchés, de l'évolution de cours de bourses qui peuvent varier de 50 à 100% en 1 an et de l'étendue des capitalisations présente dans les différents segments : à titre d'exemple en 2015, 125 contrats de liquidité s'étagaient dans le segment de capitalisation entre 150 M€ et 1Mds€.

Dans l'idéal, de telles limites, pour autant qu'elles soient nécessaires, devraient être fixées en %, et qui plus est en % du flottant, qui est la seule donnée permettant d'apprécier réellement la liquidité de marché d'une valeur. Les difficultés liées à cette notion (*v. supra § 18*) oblige toutefois à retenir la capitalisation tant que l'information relative au flottant ne sera pas fiabilisée dans la base maintenue par l'AEMF, comme cela est pourtant éminemment souhaitable.

49. La proposition de l'AMAFI est, tout en maintenant le principe général de proportionnalité, de simplifier au regard de ce que met en évidence l'étude statistique en fixant les limites de la façon suivante :

- Actions non liquides, 1 % de la capitalisation boursière ;
- Actions liquides, 0,75 % de la capitalisation boursière ;
- Actions très liquides, 0,5 % de la capitalisation boursière ;

S'agissant des titres très liquides, il faut souligner que 0,5% correspond à 0,5 à 2 jours de transactions au regard du taux de rotation du flottant du SBF120. Les moyens mis en œuvre ne peuvent donc enrayer une tendance de fond.

50. En tout état de cause, la fixation de telles limites a un intérêt relatif par rapport au principe général de proportionnalité qui prévaut nécessairement. Car le fait de respecter le seuil prévu ne signifie pas pour autant que le principe de proportionnalité soit respecté quant à lui.

Ainsi, pour une valeur de 1.500 Mds€ de capitalisation, imagine-t-on que le contrat de liquidité puisse disposer de 7,5 Mds€ sans contrevenir au principe général de proportionnalité ... ?

La mise en place de limites d'intervention en termes de volume

51. Il est envisagé de mettre en place des limites d'intervention en termes de volume réalisé sur une même journée de cotation. Appréciables par rapport au volume quotidien moyen constaté sur les 20 précédentes journées de cotation, après réalisation d'un abattement de 20.000 €, ces limites seraient les suivantes :

- Actions non liquides, 25 %;
- Actions liquides, 15 % ;
- Actions très liquides, 5%.

52. Il ne peut être soutenu que la fixation de telles limites, dont la plus large qui est prévue pour les valeurs non liquides, est au demeurant calée sur celle applicable en matière de rachat d'actions (*RD 2016/1052, art. 3-3*), résulterait d'une obligation posée par MAR ou le RD MAR.

RD MAR - Article 5 **Impact sur la liquidité et l'efficience du marché**

Pour déterminer si une pratique de marché qu'il est proposé d'instaurer en tant que PMA est conforme au critère énoncé à l'article 13, paragraphe 2, point c), du règlement (UE) n° 596/2014, les autorités compétentes examineront l'impact que la pratique de marché a au moins sur les éléments suivants :

- a) le volume négocié ; (...)

Le RD MAR n'impose en effet à l'autorité compétente que d' « examiner l'impact de la PMA sur le volume négocié », ce qui n'exclut aucunement que cet impact puisse être bénéfique quand bien même le volume traité serait important.

53. On relève cependant que sans explication particulière, ESMA note « *It is also relevant to introduce limits to the dominant position, in the same vein as MAR does for stabilisation and buy-back programmes* » (*ESMA/2016/1663, § 31*), alors que la PMA CNMV prévoit l'impossibilité de traiter plus de 25 % du volume moyen traité au cours des 30 jours précédents

Outre qu'il aurait été utile de préciser les raisons qui nécessitent un tel alignement, on observe que ce qui est proposé dans la PMA AMF révisé va beaucoup plus loin : la limite de 25 % n'est applicable qu'aux actions non liquides, les limites étant notablement abaissée pour les actions liquides et très liquides.

54. En réalité, les enjeux que posent ces limites doivent être appréciés différemment selon le segment de liquidité en cause.

- a. **Small Caps.** Ces valeurs ont une liquidité non seulement faible mais également irrégulière avec des phases où une liquidité réelle se constate (*news flow*, marché) entrecoupées de longues phases d'illiquidité. La méthode proposée fondée sur une moyenne glissante sur 20 jours est de ce fait structurellement inadaptée. D'après une estimation menée sur quelques valeurs, cette référence glissante est particulièrement pénalisante sur environ 10% des séances de Bourse. Ce pourcentage peut apparaître faible mais concerne en réalité les séances les plus importantes, car celles où le décalage de cours et le volume sont le plus significatifs et où l'intervention du contrat de liquidité est la plus utile. Pour les raisons déjà exposées (*v. supra § 32 et s.*), c'est l'intérêt même du contrat de liquidité qui est alors en jeu

Le contrat est par ailleurs parfois le seul à offrir une liquidité, pouvant représenter jusqu'à 100% de la demande ou de l'offre, à des prix compétitifs. Le seuil proposé de 20K€ est à la fois périmé très rapidement, comme tout seuil en euros du fait de la volatilité des marchés, et difficile à gérer (le marché cote en nombre de titres et pas en valeur d'ordres). De plus, 20 K€ ne constitue pas un montant réaliste. Il favorise en conséquence le premier entré et le plus agressif qui sera le premier servi. C'est donc un premier facteur de volatilité des prix. Au-delà du seuil, le contrat de liquidité doit se retirer du marché, ce qui est aussi un facteur de volatilité sans volume.

- b. **Mid Caps.** Pour ces valeurs, la restriction de volume proposée va s'appliquer lorsque le marché en a le plus besoin pour lisser des chocs endogènes ou exogènes. Le contrat de liquidité, par sa gestion le plus souvent à contre tendance, est souvent l'intervenant principal dans ces phases. Il est fréquent que les dénouements ne puissent pas se faire en *intraday* mais nécessitent parfois plusieurs jours ou semaines après la constitution de la position. La limitation en volume privera alors l'animateur de la faculté de défaire sa position lorsque que le marché retrouve son équilibre. Il devra donc intégrer ce facteur lors de sa prise de position initiale, ce qui le conduira à la réduire. La conséquence en sera un accroissement de la volatilité et une réduction des volumes alors que les *market makers* ne remplissent pas cette fonction régulatrice ou alors à des prix nettement moins compétitifs en raison de leurs contraintes de couvertures des risques pris et de rentabilité.
- c. **Large Caps.** Ces valeurs, dont beaucoup du CAC40, connaissent des phases de volatilité *intraday*. Les interventions du contrat sont concentrées sur des périodes courtes et les dénouements ont vocation à être faits rapidement, en *intraday* si possible.

55. Compte tenu de ces éléments, et au regard des statistiques qu'elle a produite en mai 2016 auprès des services de l'AMF, la proposition de l'AMAFI est de fixer ces seuils ainsi :

- Actions non liquides, 40 %;
- Actions liquides, 25 % ;
- Actions très liquides, 7 %.

Les relèvements ainsi proposés sont d'autant plus justifiés qu'il est nécessaire de comparer des choses comparables : le volume de transaction est composé d'une branche achat et d'une branche vente ; le contrat de liquidité n'intervient qu'à l'achat ou à la vente.

56. Par ailleurs, ces limites ne doivent pas être impératives, leur dépassement signifiant que l'intervention est hors de la PMA. Pour les raisons précédemment évoquées (*v. supra § 32*), une telle obligation serait en effet intenable.

Il faut donc que le dépassement d'une limite déclenche seulement une obligation de documentation des raisons pour lesquelles elle n'a pas été respectée, permettant alors à l'Autorité d'analyser les raisons de ce dépassement, et éventuellement de considérer qu'il s'agit d'une intervention située hors du champ de la PMA

57. Sur un plan pratique, on notera qu'une telle méthode ne change rien en termes de capacité à sanctionner d'éventuels abus de marché : le fait de bénéficier de la présomption de légitimité attachée à la PMA n'interdit pas à l'Autorité de la renverser ; le fait de « sortir » de la PMA ne constitue pas en soi un abus de marché dont la démonstration doit être effectuée par l'Autorité.

La mise en place de limites d'intervention en termes de prix

58. Il est envisagé de mettre en place des limites d'intervention en termes de prix afin que :

- Dans le cadre du marché continu :
 - ✓ la limite de prix des ordres d'achat ne doit pas être supérieure à la plus élevée des deux valeurs suivantes : le prix de la dernière opération indépendante ou l'offre d'achat indépendante actuelle la plus élevée ;
 - ✓ la limite de prix des ordres de vente ne doit pas être inférieure à la moins élevée des deux valeurs suivantes : le prix de la dernière opération indépendante ou l'offre de vente indépendante actuelle la moins élevée.

- Dans le cadre d'un fixing, aucun ordre ne soit émis pendant les périodes de détermination d'une enchère dont la limite de prix a un impact sur le cours résultant de l'enchère.

59. Ces règles résultent toutefois d'une interprétation très extensive du RD MAR. L'obligation d'« examiner » si la PMA « peut influencer » sur le processus de formation des prix » et d'« évaluer » dans quelle mesure la PMA peut permettre de placer des ordres pendant un fixing, n'aboutit aucunement à la nécessité d'introduire de telles restrictions. Et d'autant moins d'ailleurs que l'un des objets du contrat de liquidité est de réduire le *spread bid/ask*.

On observe à ce propos que l'ESMA développe une analyse qui distingue en fonction de la liquidité. « *With respect to the restrictions on the price of orders, ESMA considers that in a market with a medium degree of liquidity (where independent third parties are present during most of the trading session), the requirements to place orders at or outside of the (independent) spread in the order book or not to improve the last independent trade (whichever is lower/higher) would generally reduce or eliminate the possible distortive effects on prices. However, ESMA can also envisage situations of particularly low liquidity in which the order book may contain no (independent) orders and the last trade may date back several hours. In those situations, when the overall market moves up or down in price, situations could arise in which the orders by the financial intermediary performing the AMP could be displaced from the fair value of the share even if the conditions of the AMP were being met. For instance, in the absence of independent quotes, placing orders at the last price could be manipulative if the stock market as a whole, meanwhile, has moved significantly in price. However, ESMA does not identify a practicable alternative to mitigate those risks apart from the duty of care born by the financial intermediary in the performance of the contract* » (ESMA/2016/1663, § 32). Comme cela a toutefois déjà été souligné (*v. supra* § 7), il n'appartient à l'ESMA que de donner un avis sur la conformité d'une PMA au cadre réglementaire, pas d'édicter elle-même ce cadre.

RD MAR - Article 6
Impact sur le bon fonctionnement du marché

1. Pour déterminer si une pratique de marché qu'il est proposé d'instaurer en tant que PMA est conforme au critère énoncé à l'article 13, paragraphe 2, point d), du règlement (UE) n° 596/2014, les autorités compétentes examinent les éléments suivants:
 - a) la possibilité que la pratique de marché puisse influencer sur le processus de formation des prix sur une plate-forme de négociation; (...)
2. Les autorités compétentes évaluent dans quelle mesure une pratique de marché permet:
 - a) d'introduire et d'exécuter des ordres liés à son utilisation au cours des phases d'enchères d'ouverture ou de clôture d'une séance de négociation; (...)

60. En réalité, le respect des règles de prix envisagées soulèvent des difficultés importantes au regard des conditions de fonctionnement des contrats de liquidité.

Les principes posés ne font qu'appliquer aux contrats de liquidité les mêmes règles que celles qui s'appliquent au rachat d'actions (RD 2016/1052, art. 3-2). Mais la légitimité de cette assimilation n'existe pas : le rachat d'actions doit être effectué dans des conditions qui ne perturbent pas le marché ; le contrat de liquidité cherche à corriger les anomalies du processus de formation des prix et ainsi à réduire la volatilité. Il est donc particulièrement important qu'il puisse agir de façon à pouvoir réduire la fourchette acheteur / vendeur. A cet effet, il est important de pouvoir se positionner au-dessus de la meilleure demande ou en-dessous de la meilleure offre.

61. Il faut rappeler en effet qu'une fourchette réduite :

- contribue à une meilleure fréquence de transactions
- évite les accélérations de cours liées aux automates d'exécution (mouvement pro cyclique des algorithmes visant une part de marché ou souhaitant figurer parmi les premières limites du carnet d'ordres) ;
- favorise la réalisation de transactions de blocs et de transactions dans les *dark pools* au prix de référence usuel qu'est le « *mid spread* ».

62. Les difficultés résultant des limites de prix se situent à plusieurs niveaux.

a. Elles seront particulièrement sensibles pour les *Small* et *Mid Caps*.

L'immense majorité des *Small Caps* subiraient un écartement des *spread bid/ask*, actuellement généralement maintenus entre 0,2 et 0,5% par les contrats de liquidité, soit un *spread* 5 à 10 fois meilleur que les normes de *Liquidity Provider* agissant à leurs propres risques. La dégradation des *spreads* engendrerait de multiples anomalies de *trading* non justifiées par la tendance de marché.

Une largeur excessive du *spread bid/ask* conduit à une volatilité intraday forte pour seulement 1 titre échangé qui concerne la plupart des valeurs hors CAC 40 en permanence (valeurs hors SBF120) ou de façon temporaire (Mid 60).

b. Elles seront particulièrement gênantes dans les phases de forts décalages du cours.

Par exemple si un vendeur vide complètement le carnet d'ordres à l'achat et crée ainsi un vide entre la 1^{ère} limite à l'achat et la 1^{ère} limite à la vente, le contrat ne pourra pas intervenir pour combler ce vide en saisissant de nouveaux ordres d'achats pour resserrer cette fourchette. Pourquoi cela devrait-il être le cas en laissant le cours rester un niveau bas alors que c'est un ordre *one shot* qui a provoqué cette situation et que le marché sur le titre n'est pas structurellement vendeur ? De même, en cas de déséquilibre sur le compte de liquidité, pourquoi ne serait-il pas possible de profiter d'un mouvement de hausse ou de baisse pour pouvoir le rééquilibrer sans prendre de précaution particulières en termes de cours d'intervention ?

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

63. S'agissant par ailleurs des fixings, la contrainte proposée engendrera une forte volatilité en clôture non justifiée par des volumes importants de transactions, ce qui est une anomalie. Or le prix de clôture est le prix de référence de valorisation et le cours d'ouverture est usuellement celui d'opérations sur titre. La volatilité du prix de fixing (tant d'ouverture que de clôture) est donc dommageable pour le marché.

De plus, cela privera l'animateur de la faculté de dénouer des positions prises en *intraday* lorsque le fixing de clôture offre une liquidité naturelle.

64. Pour l'AMAFI, il est donc impératif de ne pas prévoir de règles particulières en termes de limites de prix.

La nécessité de suspendre le contrat de liquidité pendant les périodes de mise en œuvre d'un programme de rachat.

65. Il est envisagé que le contrat de liquidité soit suspendu pendant la mise en œuvre d'un programme de rachat.

Là-aussi toutefois cette règle, qui n'est pas prévue par MAR, résulte d'une interprétation extensive du RD MAR. Le fait que celui-ci impose d'« examiner » si le contrat de liquidité peut être mis en œuvre en même temps qu'un programme de rachat ou des opérations

RD MAR - Article 6

Impact sur le bon fonctionnement du marché

2. Les autorités compétentes évaluent dans quelle mesure une pratique de marché permet : (...)

b) d'introduire ou d'exécuter des ordres ou des transactions liés à son utilisation lorsque des opérations de stabilisation et de rachat sont effectuées.

de stabilisation, ne se traduit aucunement par la nécessité de le suspendre pendant ces périodes.

On observe qu'en la matière, l'ESMA note que la PMA CNMV prévoit « *a number of events (offerings, takeover, buy-back program) that would require the suspension of the contract* » et que « *the requirement to suspend the contract to avoid that it coincides with some sensitive processes is an important feature of the proposed practice* » (ESMA/2016/1663, § 29-i et 32).

66. Toutefois, une telle obligation qui pourrait conduire à des interruptions fréquentes du contrat de liquidité, est d'autant moins justifiée que :

- Il n'y a aucune contradiction pour un émetteur entre le fait de mobiliser des moyens pour optimiser la qualité de sa liquidité et de poursuivre par ailleurs d'autres objectifs du rachat d'actions (annulation, stock option, couverture d'engagements) ;
- Le critère de l'indépendance du contrat de liquidité s'oppose à ce qu'un lien puisse être tracé entre les deux modes d'intervention ;
- Si l'enjeu est celui d'interactions potentiellement négatives entre le programme de rachat et le contrat de liquidité, au détriment du bon fonctionnement du marché, celles-ci sont particulièrement facilement contrôlables.

