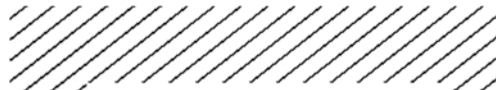




FÉVRIER 2021
**SYNTHÈSE DES CONTRÔLES SPOT
SUR LES CONTRATS DE LIQUIDITÉ**



amf-france.org

INTRODUCTION

Comme annoncé dans les priorités de supervision 2020 de l'AMF, une série de contrôles courts thématiques « SPOT »¹ portant sur les contrats de liquidité a été menée dans le cadre des dispositions de la Décision AMF n°2018-01 du 2 juillet 2018² sur l'instauration des contrats de liquidité sur titres de capital au titre de pratique de marché admise (ci-après décision « AMF 2018-01 »).

Un contrat de liquidité permet d'encadrer les conditions dans lesquelles un émetteur confie à un prestataire de services d'investissement (« PSI ») le soin de réaliser des opérations pour son compte afin d'animer le marché et de favoriser la liquidité de son titre.

La décision AMF 2018-01 précitée fixe les conditions de mise en œuvre des contrats de liquidité dans le cadre de la pratique de marché admise établie par l'AMF. Ces conditions, lorsqu'elles sont respectées, permettent de bénéficier du cadre dérogatoire prévu à l'article 13 du règlement (UE) n°596/2014 du Parlement Européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (ci-après règlement « MAR »). Ainsi, l'interdiction portant sur les manipulations de marché telle que visée à l'article 15 du règlement MAR ne trouve pas à s'appliquer lorsqu'un ordre ou une transaction a été réalisée pour des raisons légitimes et est conforme à une pratique de marché admise telle que définie à l'article 13 du règlement précité.

La mission de contrôle SPOT a porté sur un panel de cinq PSI : deux établissements de crédit et trois entreprises d'investissement. Les investigations ont été menées pendant 4 mois, entre mai et septembre 2020, et ont porté sur la mise en œuvre des contrats de liquidité du 1^{er} janvier 2019 au 30 juin 2020. L'objectif principal de cette série de contrôles SPOT était de s'assurer de la mise en œuvre opérationnelle par les prestataires des dispositions applicables en matière d'animation de marché des titres de capital d'un émetteur dans le cadre d'un contrat de liquidité. Ainsi, une attention particulière a été portée sur *i) l'organisation des PSI ; ii) la gestion des limites et des dépassements en volume et en prix ; iii) le dispositif de contrôle de conformité en lien avec l'activité d'animation de liquidité ; et iv) les informations et obligations de transparence.*

La présente synthèse a pour objet d'apporter un éclairage sur la mise en œuvre opérationnelle des obligations qui incombent aux prestataires pour se conformer aux conditions prévues par la pratique de marché admise et ainsi bénéficier du cadre dérogatoire précité en matière de contrats de liquidité.

Il convient de souligner que les constats émis par la mission de contrôle portent sur le respect des conditions de la décision AMF 2018-01 dans le cadre de la mise en œuvre des contrats de liquidité par les PSI du panel. Comme précisé au considérant 3 de la décision précitée, « [l]es interventions réalisées dans les conditions de l'article premier de la présente décision pour animer le marché des titres de capital d'un émetteur qui ne respectent pas les conditions énoncées dans la présente décision ne sont pas interdites mais ne bénéficient pas de la dérogation prévue à l'article 13 du Règlement MAR ». Il est important à cet effet de rappeler que les PSI doivent se doter en toutes circonstances d'un dispositif de prévention des abus de marché robuste.

Ce document ne constitue ni une position, ni une recommandation. Les pratiques identifiées comme « bonnes » ou « mauvaises » soulignent des approches constatées lors des contrôles et susceptibles de favoriser ou de compliquer le respect des dispositions applicables à l'activité de gestion des contrats de liquidité.

¹ Supervision des Pratiques Opérationnelle et Thématique

² Applicable à compter du 1er janvier 2019

1. RÉSUMÉ DES PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS DE LA MISSION

D'une manière générale, les investigations réalisées par la mission de contrôle ont mis en exergue de nombreuses bonnes pratiques, quelques mauvaises pratiques ainsi que des insuffisances au regard des conditions fixées par la décision AMF 2018-01. En particulier, l'organisation (i.e. *i) tenue des comptes de liquidité, ii) indépendance de l'opérateur en charge des contrats de liquidité, iii) rémunération du prestataire, gestion des conflits d'intérêts, et iv) ressources et moyens techniques*) mise en place par les PSI du panel permet de répondre globalement aux exigences fixées par la décision précitée. En revanche, les dispositifs de contrôle mis en œuvre par ces derniers demeurent perfectibles. Au surplus, les limites d'intervention en termes de prix et de volume fixées par la décision précitée ne sont pas toujours respectées par les PSI du panel leur faisant ainsi perdre le bénéfice du cadre dérogatoire prévu à l'article 13 du règlement MAR pour les transactions concernées (étant rappelé que le non respect des limites d'intervention n'est pas constitutif en soi d'une manipulation de marché). Il importe, toutefois, de souligner que les travaux de la mission ne visaient pas à examiner les interventions des gestionnaires de contrat de liquidité afin d'identifier et d'analyser d'éventuels cas de manipulations de marché.

En premier lieu, la mission a analysé l'organisation des prestataires de service d'investissement en lien avec les conditions fixées par les articles 1, 4 et 6 de la décision AMF 2018-01. L'objectif de la mission était de vérifier le respect par les PSI des règles d'indépendance, d'intégrité des marchés directement ou indirectement liés et de gestion des conflits d'intérêt.

- ✓ Concernant le dispositif organisationnel visant à satisfaire les objectifs de séparation physique des opérateurs et informatique des données et des systèmes de négociation, la mission a constaté qu'il a été globalement correctement mis en œuvre par l'ensemble du panel. À cet égard, trois bonnes pratiques ont été observées, *i) doter les opérateurs de contrats de liquidité d'un emplacement dédié à cette activité, ii) la mise en place de restrictions d'accès au système d'information visant à séparer les activités liées à l'animation des activités d'intermédiation et iii) le déploiement d'un système de passation d'ordres distinct entre ces deux activités*. De plus, une bonne pratique a été observée pour trois PSI du panel, visant à interdire toute interaction directe ou régulière entre les opérateurs en charge de l'animation de la liquidité des titres concernés et leurs clients émetteurs. En outre, pour les deux autres PSI, la mission souligne l'existence de contrôles périodiques voire, pour l'un des deux PSI, un changement temporaire d'opérateur en cas d'information reçue par un émetteur en dehors du cadre des contrats de liquidité, permettant d'atténuer les risques associés à cette pratique.
- ✓ Concernant la gestion des conflits d'intérêt, tous les PSI du panel ont correctement défini et identifié le risque y afférent au sein de leur cadre procédural. Toutefois, un établissement n'a pas effectué le contrôle d'identification des conflits d'intérêts potentiels de ses opérateurs en charge de contrats de liquidité.
- ✓ Concernant les modalités de rémunération associées aux contrats de liquidité ainsi qu'à d'éventuelles prestations additionnelles, conformément aux exigences de la décision AMF 2018-01, la rémunération est exclusivement fixée sur une base forfaitaire pour la quasi-totalité des contrats sous revue. Seuls deux contrats sur un total de plus de 300 prévoient en effet une rémunération variable. De plus, un seul de ces deux contrats intègre un variable supérieur à 15 % de la rémunération totale. Cela constitue une non-conformité au regard des dispositions visées par l'article 6 de la décision AMF 2018-01. Dès lors, les interventions réalisées dans le cadre de ce contrat ne bénéficient pas du cadre dérogatoire prévu à l'article 13 du règlement MAR.
- ✓ Concernant l'analyse des prestations additionnelles proposées par les PSI à leurs clients émetteurs en sus des contrats de liquidité, la surveillance de marché est la prestation la plus couramment commercialisée, avec un caractère systématique pour deux PSI et très majoritaire (75 % des émetteurs bénéficiant d'un contrat de liquidité) pour un autre PSI. Dans les trois cas précités, deux établissements incluent systématiquement la prestation de surveillance de marché dans le contrat de liquidité, et ce sans tarification additionnelle, et un établissement propose cette prestation en supplément avec une tarification spécifique. À cet égard, deux établissements du panel sur les cinq ne disposent pas de procédures visant à encadrer et contrôler ces prestations, ce qui constitue une mauvaise pratique.
- ✓ Concernant la tenue des comptes de liquidité et la prévention des soldes débiteurs (le paragraphe 6. de l'article 4 de la décision AMF 2018-01 dispose que "[l]es espèces et les titres figurant dans le Compte de

liquidité présentent en toutes circonstances un solde créditeur »), il ressort que les mesures mises en oeuvre par trois PSI du panel, ne sont pas suffisantes pour prévenir toute opération utilisant ou susceptible d'utiliser un montant en espèces ou une quantité de titres excédant les ressources disponibles sur le compte de liquidité. Dès lors, ces mesures ne sont pas suffisantes pour assurer aux transactions de ne pas perdre le bénéfice du cadre dérogatoire prévu à l'article 13 du règlement MAR. Toutefois, la mise en place d'un dispositif de surveillance ou de contrôle bloquant intégré au système de passation des ordres a été constatée chez deux des cinq PSI du panel, ce qui constitue une bonne pratique.

En deuxième lieu, la mission a analysé le dispositif de gestion des dépassements et limites telles que fixées à l'article 4 de la décision AMF 2018-01 auprès des cinq PSI du panel. Ces dispositions spécifient notamment des limites quantitatives et imposent des justifications à apporter dans le cas de franchissements de seuils de volume ou de prix, ceci afin de bénéficier du cadre dérogatoire prévu à l'article 13 du règlement MAR sur les abus de marché.

L'analyse de la mission a porté sur les dépassements de niveau 1 (limite nécessitant une justification pour bénéficier du cadre dérogatoire) et de niveau 2 (limite absolue au-delà de laquelle le PSI ne bénéficie plus du cadre dérogatoire) déclarés par les PSI entre le 1^{er} janvier 2019 et le 30 juin 2020. Ainsi, 962 franchissements de limite en volume de niveau 1 et 52 franchissements de limites en volume de niveau 2 ont été recensés par les PSI. Un seul PSI s'est organisé pour éviter de franchir la limite du niveau 2, grâce à la mise en place d'un dispositif bloquant des ordres pouvant dépasser cette limite. Par ailleurs, les franchissements de limite de volume de niveau 1 (i.e. nécessitant justification) ont été constatés avec des volumes importants pour quatre PSI sur cinq. Pour ce qui est des restrictions portant sur les prix, les PSI ont déclaré 727 dépassements de limites de niveau 1 et 279 dépassements de limites de niveau 2 et ce en nombre important pour deux PSI. En revanche, deux PSI n'ont déclaré aucun franchissement de limite de prix de niveau 2.

Sur ce thème, la mission s'est également attachée à analyser les dispositifs mis en oeuvre en amont et en aval du passage des ordres afin d'évaluer les pratiques des PSI pour encadrer et contrôler les transactions réalisées au regard des limites pré-mentionnées. Ainsi, des insuffisances ont été observées pour une majorité de PSI, notamment dans le corps procédural, lequel ne comporte pas de rappel des conditions énoncées dans la décision. De plus, il a été observé, auprès de l'ensemble des PSI du panel, la possibilité de confirmer un ordre susceptible de constituer un dépassement sans saisir de justification *a priori*. Toutefois, trois des cinq PSI du panel ont mis en place des mesures opérationnelles permettant de restreindre certains franchissements de limites (dispositif d'alertes et/ou limites bloquantes intégrés au système de passation des ordres), ce qui constitue une bonne pratique.

Par ailleurs, l'analyse du dispositif de gestion des limites et dépassements, en aval de la réalisation des transactions, a montré des insuffisances quant à la teneur des justifications apportées pour les dépassements de limite de niveau 1. En particulier, deux des cinq PSI du panel³ utilisent uniquement la nomenclature de l'Association française des marchés financiers (« AMAFI »⁴), apportant des explications normées ne détaillant pas les éléments ayant motivé la ou les interventions. Dans ce contexte, les éléments de justification produits sont insuffisants pour satisfaire les conditions fixées à l'article 4 de la décision AMF 2018-01. Ainsi, une mauvaise pratique a été observée portant sur l'absence de contrôles systématiques *a posteriori* sur les justifications apportées. En revanche, une bonne pratique a été relevée sur la possibilité d'enrichir les justifications saisies après la clôture des marchés.

En troisième lieu, l'analyse du dispositif de contrôle mis en place par les PSI du panel montre un niveau de maturité et d'efficacité des contrôles hétérogène. Cette analyse a porté sur le respect des conditions visées à l'article 4 de la décision AMF 2018-01 pour ce qui concerne le dispositif de contrôle de conformité en lien avec l'activité d'animation de liquidité. Ainsi, même si tous les établissements disposent de procédures relatives au contrôle de conformité portant sur l'activité d'animation de liquidité, le périmètre d'application de ce contrôle est plus ou moins exhaustif. De plus, les contrôles effectués par deux PSI sont insuffisamment détaillés, formalisés voire insuffisants dans leur conception au regard de l'objectif visé. Ces insuffisances portent notamment sur le contrôle

³ Dont l'un seulement pour les dépassements de niveau 1

⁴ Nomenclature incluse dans le document intitulé « Conditions de mise en oeuvre de la décision n° 2018-01 de l'AMF - Points de clarification » publié par l'AMAFI le 15 janvier 2019.

des justifications des dépassements constatés en volume et en prix, ne permettant pas de vérifier leur pertinence au regard des dispositions de l'article 4 de la décision AMF 2018-01. De plus, un des établissements du panel présente un dispositif de contrôle de 1^{er} et de 2^{ème} niveau de l'activité d'animation de liquidité très insuffisant voire défaillant dans sa mise en œuvre. Par ailleurs, deux bonnes pratiques ont été observées concernant la mise en place *i) d'un système de reporting spécifique sur le contrôle des dépassements et dépassements potentiels et ii) un contrôle périodique exhaustif des ressources allouées par les émetteurs.*

Enfin, la mission de contrôle a évalué le respect des obligations en matière d'information et de transparence, pour les PSI en charge de la gestion du contrat de liquidité mais également pour les émetteurs qui en bénéficient. À cette fin, la mission a étudié un échantillon de communications adressées par les PSI aux émetteurs, afin de permettre à ceux-ci de répondre aux exigences fixées à l'article 2 de la décision AMF 2018-01, mais également les éléments de *reporting* transmis par les PSI aux services de l'AMF dans le cadre des dispositions de l'article 241-4 du règlement général de l'AMF ainsi que de l'article 3 de la décision précitée. À cet égard, les pratiques relevées par la mission s'avèrent globalement homogènes et conformes (en matière de périodicité et de modalités de transmission) pour les cinq établissements sans préjuger pour autant de l'exhaustivité et de la fiabilité des contenus des *reportings*.

Compte-tenu des éléments relevés dans le cadre de cette série de contrôles SPOT, l'AMF poursuivra ses contrôles afin d'élargir le cadre des analyses prémentionnées et de veiller à la bonne mise en œuvre de la pratique de marché relative aux contrats de liquidité.

2. CONTEXTE ET PÉRIMÈTRE

2.1. PRÉSENTATION DE L'ÉCHANTILLON DES PRESTATAIRES CONTRÔLÉS

Ces contrôles SPOT ont été réalisés conjointement auprès de cinq prestataires de services d'investissement (deux établissements de crédit et trois entreprises d'investissement). Les critères qui ont présidé au choix de ces cinq établissements sélectionnés par la mission sont les suivants :

- exercice effectif d'une activité d'animation de liquidité ;
- être un acteur significatif de cette activité en France.

Les cinq établissements sélectionnés gèrent un peu plus de 300 contrats⁵ de liquidité (sur un total de 430 contrats recensés par l'AMF, soit environ 70 % du total). S'agissant des marchés de cotation, 250 contrats portent sur des valeurs cotées sur Euronext Paris et 50 contrats portent sur des valeurs cotées sur Euronext Growth Paris. Par ailleurs, 22 contrats sur les 300 (soit environ 8 %) portent sur des valeurs « très liquides »⁶ faisant partie de la composition de l'indice CAC 40.

2.2. THÈMES ET MÉTHODOLOGIE APPLIQUÉS

Les thèmes abordés dans le cadre de ces contrôles ont été les suivants :

- l'organisation du prestataire (tenue des comptes de liquidité, indépendance de l'opérateur en charge des contrats de liquidité, rémunération du prestataire, gestion des conflits d'intérêts, et ressources et moyens techniques) ;
- la gestion des limites et des dépassements en volume et en prix (gestion des limites et des dépassements en volume et en prix, gestion des ressources allouées aux contrats de liquidité, et étude des dépassements de limites) ;
- le dispositif de contrôle de conformité en lien avec l'activité d'animation de liquidité (analyse du corps procédural et du dispositif de contrôle, et réalisation de tests sur un échantillon de contrôles effectués par l'établissement) ;
- les informations et les obligations de transparence.

Pour chacun des cinq établissements contrôlés, la mission de contrôle a notamment analysé les documents et éléments suivants :

- les politiques et procédures en vigueur en matière de contrats de liquidité ;
- les résultats des contrôles de conformité (1^{er}, 2^{ème} et le cas échéant 3^{ème} niveau) effectués lors des exercices 2019 et 2020 sur l'activité d'animation de liquidité ;
- les informations transmises par l'opérateur en charge du contrat de liquidité à l'émetteur et réciproquement ;
- les *reportings* de dépassements en volume et en prix du 1^{er} janvier 2019 au 30 juin 2020.

De plus, afin de compléter ses analyses, la mission a également :

- adressé à chaque établissement un questionnaire relatif à l'activité d'animation de liquidité, que chaque établissement a complété et renvoyé à la mission de contrôle ;
- réalisé un test sur un échantillon de 10 dépassements en volume et/ou en prix intervenus entre le 1^{er} janvier 2019 et le 30 juin 2020 afin d'analyser les explications et les justifications correspondantes.

⁵ À date du contrôle

⁶ titres de capital très liquides : titres respectant les exigences de liquidité applicables aux actions, définies à l'article 1er du Règlement délégué (UE) 2017/567 de la Commission du 18 mai 2016 et entrant dans la composition du principal indice boursier national déterminé par l'AMF

2.3. RÉGLEMENTATION APPLICABLE

Pour réaliser ses travaux, la mission de contrôle s'est appuyée sur les textes suivants :

- le règlement (UE) n°596/2014 du Parlement Européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché ;
- la décision AMF n°2018-01 du 2 juillet 2018 : « Instauration des contrats de liquidité sur titres de capital au titre de pratique de marché admise » ;
- le règlement général de l'AMF.

Principales sources de droit :

1. Organisation des prestataires

- ✓ Articles 1, 4 et 6 de la décision AMF 2018-01.

2. Gestion des limites et des dépassements en volume et en prix

- ✓ Article 13 du Règlement (UE) n° 596/2014.
- ✓ Article 4 de la décision AMF 2018-01.

3. Dispositif de contrôle

- ✓ Article 4 de la décision AMF 2018-01.

4. Informations et obligations de transparence

- ✓ Article 241-4 du règlement général de l'AMF.
- ✓ Articles 2 et 3 de la décision AMF 2018-01.

3. CONSTATS ET ANALYSES

3.1. ORGANISATION DES PRESTATAIRES

La mission a analysé l'organisation des prestataires de service d'investissement en lien avec leurs obligations fixées par les articles 1, 4 et 6 de la décision AMF 2018-01. L'objectif était de vérifier le respect par les PSI des règles d'indépendance, d'intégrité des marchés et de la gestion des conflits d'intérêt.

3.1.1. Indépendance des opérateurs de contrats de liquidité

La mission de contrôle s'est attachée à analyser l'organisation des équipes d'animation des contrats de liquidité aussi bien dans leur mode de fonctionnement interne qu'au regard de leurs interconnexions avec les autres fonctions des établissements contrôlés, notamment leur interaction avec les opérateurs en charge d'autres activités. L'objectif visé était de vérifier que les règles organisationnelles définies par les PSI du panel répondaient aux objectifs d'indépendance visés par la décision précitée.

- Les PSI du panel ont ainsi mis en place des équipes d'opérateurs dédiées avec des effectifs de taille assez réduite allant de trois opérateurs pour trois PSI du panel, à cinq et huit opérateurs pour les deux autres PSI du panel. Le nombre de contrats ramené au nombre d'opérateurs dédiés à cette activité correspond à une moyenne de quinze contrats par opérateur avec une faible disparité entre quatre des cinq PSI du panel dont le ratio varie entre neuf et treize contrats par opérateur. Toutefois, pour le cinquième PSI du panel, le nombre de contrats par gestionnaire s'avère plus élevé en s'établissant à près de 31.

	Prestataires de services d'investissement contrôlés				
	PSI "A"	PSI "B"	PSI "C"	PSI "D"	PSI "E"
Nombre moyen de contrats par opérateur	11,8	12,5	9,7	9,3	30,7

Cette situation pourrait s'expliquer par la disparité des segments de liquidité des titres concernés (segment « non liquide » pour 96 % des contrats gérés par le PSI « E » qui a le ratio le plus élevé).

Segments de liquidité (en % d'émetteurs concernés)	Prestataires de services d'investissement contrôlés				
	PSI "A"	PSI "B"	PSI "C"	PSI "D"	PSI "E"
Titre de capital non liquide ⁷	66,1 %	68,0 %	24,1 %	10,7 %	95,7 %
Titre de capital liquide ⁸	22,0 %	29,0 %	62,1 %	57,1 %	4,3 %
Titre de capital très liquide ⁹	11,9 %	3,0 %	13,8 %	32,2 %	0,0 %

- Le rattachement des équipes d'animation est similaire pour quatre des cinq PSI du panel, avec un rattachement hiérarchique aux unités en charge de l'activité de *Corporate Broking* (ci-après « intermédiation »). Pour l'un des PSI, l'animation des contrats de liquidité relève de l'unité négociation,

⁷ Titres de capital non liquides : titres ne respectant pas les exigences de liquidité applicables aux actions, définies à l'article 1er du Règlement délégué (UE) 2017/567 de la Commission du 18 mai 2016 (pour les actions et instruments assimilés : flottant > 100 MEUR si négocié sur un marché réglementé ou > 200 MEUR si négocié sur un MTF, nombre quotidien moyen de transactions > 250 et volume d'échanges quotidien moyen > 1 MEUR).

⁸ Titres de capital liquides : titres respectant les exigences de liquidité applicables aux actions, définies à l'article 1er du Règlement délégué (UE) 2017/567 de la Commission du 18 mai 2016 et n'entrant pas dans la composition du principal indice boursier national déterminé par l'AMF

⁹ Titres de capital très liquides : titres respectant les exigences de liquidité applicables aux actions, définies à l'article 1er du Règlement délégué (UE) 2017/567 de la Commission du 18 mai 2016 et entrant dans la composition du principal indice boursier national déterminé par l'AMF

distincte de l'activité d'intermédiation. Cette organisation s'accompagne de modalités de fonctionnement visant à satisfaire les objectifs de séparation physique et informationnelle garantissant un premier niveau d'indépendance au sein des équipes :

- Ainsi, quatre établissements organisent une séparation physique des opérateurs de contrats de liquidité et des négociateurs de l'activité d'intermédiation :
 - ✓ pour quatre établissements, les opérateurs de contrats de liquidité disposent d'une salle dédiée à leur activité d'animation de liquidité et séparée des autres négociateurs ;
 - ✓ de plus, pour un de ces quatre établissements, l'équipe d'animation ne fait pas partie de l'équipe d'intermédiation. Ainsi, en termes de *reporting* hiérarchique, les opérateurs de contrats de liquidité ont une ligne hiérarchique distincte de celle des autres négociateurs et reportent donc directement au Secrétaire général de l'établissement.
 - De plus, les cinq établissements du panel ont mis en place une séparation logique ou informatique entre les activités d'animation de liquidité et les activités d'intermédiation :
 - ✓ les flux et les données liés aux activités d'animation de contrats de liquidité et aux activités d'intermédiation sont séparés en terme de système, sans accès possible par une équipe au système de l'autre ;
 - ✓ les systèmes de passation des ordres (OMS – *Order Management Systems*) sont distincts entre les deux types d'activités pour quatre établissements ;
 - ✓ l'ensemble de l'environnement informatique est même spécifique pour un des établissements.
 - Par ailleurs, les cinq établissements du panel ont pris des mesures afin d'encadrer la relation entre les opérateurs de contrats de liquidité et leurs clients émetteurs :
 - ✓ pour deux établissements, il n'y a aucun contact quotidien entre les opérateurs de contrats et les émetteurs ;
 - ✓ pour un troisième établissement, un changement temporaire d'opérateur est imposé en cas d'accès par le premier à une information concernant l'émetteur en dehors du cadre du contrat de liquidité. Cette situation se serait produite une fois au sein de l'établissement en septembre 2019 ;
 - ✓ pour un quatrième établissement, les analyses destinées aux émetteurs sont adressées par le *middle-office* de l'activité d'intermédiation, et non par les opérateurs de contrats de liquidité ;
 - ✓ de façon analogue, pour un cinquième établissement, les analyses de marché sont adressées aux émetteurs par les chargés de relation de l'activité d'intermédiation, et non par les opérateurs de contrats de liquidité.
- Deux PSI du panel ont mis en place un contrôle périodique visant à s'assurer que les opérateurs de contrats de liquidité sont dédiés exclusivement à cette activité et n'exécutent aucun autre ordre sur les titres de la société émettrice en dehors du cadre de ces contrats.

3.1.2. Gestion des conflits d'intérêt

Les dispositions de la décision AMF 2018-01 imposent aux PSI d'identifier les cas potentiels de conflits d'intérêt et de mettre en place des mesures appropriées pour s'en prémunir. Ces dispositions visent à encadrer les situations des PSI pour lesquels l'organisation des équipes d'animation ne permet pas un strict respect des règles d'indépendance visées¹⁰ par la décision AMF 2018-01. Dans ce cadre, la mission s'est attachée à analyser le cadre

¹⁰ Extrait du point 5. de l'article 4 de la décision AMF 2018-01 : « Lorsque le prestataire de services d'investissement, compte tenu de sa taille, ne peut assurer l'indépendance des collaborateurs en charge de l'exécution des contrats ni par la séparation physique des équipes d'animation et de négociation, ni par leur rattachement hiérarchique à une activité autre que celle de négociation, il identifie les cas de conflits d'intérêts potentiels et met en place des mesures appropriées pour les gérer »

procédural relatif à cette thématique. Ainsi, il est apparu que tous les PSI du panel ont défini et identifié le risque de conflit d'intérêt lié à l'activité d'animation de liquidité dans le cadre de procédures globales ou dédiées.

Toutefois, un établissement n'a effectué aucun contrôle relatif à l'identification des conflits d'intérêts potentiels de ses opérateurs de contrats de liquidité ce qui ne respecte pas le point 5. de l'article 4 de la décision précitée.

3.1.3. Les modalités de rémunération associées aux contrats de liquidité

La mission s'est attachée à contrôler le respect de la condition afférente aux modalités de rémunération telles que visées notamment à l'article 6 de la décision 2018-01 qui limite la part variable à 15 % de la rémunération totale. Elle s'est également intéressée aux prestations additionnelles qui peuvent être proposées par les PSI à l'émetteur en sus du contrat de liquidité afin de veiller au strict respect du principe d'indépendance énoncé à l'article 1^{er} de la décision précitée.

- Quatre établissements ont indiqué avoir conclu des contrats de liquidité prévoyant une rémunération exclusivement forfaitaire du prestataire et ainsi aucune rémunération variable. En revanche, la mission a identifié un prestataire pour lequel deux contrats de liquidité comportent une part variable, dont l'un prévoit une part variable supérieure à 15 % du total de la rémunération (sur un total de 60 contrats gérés par le PSI concerné et de plus de 300 contrats pour le périmètre complet de la mission de contrôle). Toutefois, selon l'établissement, cette part variable n'a jamais donné lieu à un versement effectif. En application des dispositions visées à l'article 6 de la décision précitée, le maintien de la clause en l'état sur ce dernier contrat ne permettrait pas de bénéficier du cadre dérogatoire prévu à l'article 13 du règlement MAR quand bien même la rémunération variable correspondante ne serait jamais effectivement payée par l'émetteur.
- Par ailleurs, la mission a recensé une pratique largement répandue de fourniture de prestations additionnelles au contrat de liquidité par les cinq PSI du panel. Parmi ces prestations, la surveillance des marchés est la prestation la plus couramment commercialisée en complément des contrats de liquidité : de manière systématique (i.e. pour tous les émetteurs ayant conclu un contrat de liquidité avec le PSI) pour deux établissements, à hauteur de 75 %, 5 % et 0 % pour les trois autres PSI du panel. Les établissements ont indiqué les prestations additionnelles suivantes, fournies aux émetteurs ayant signé un contrat de liquidité :

Prestations additionnelles (en % d'émetteurs concernés)	Prestataires de services d'investissement contrôlés				
	PSI "A"	PSI "B"	PSI "C"	PSI "D"	PSI "E"
Surveillance de marché	5,1 %	100,0 %	100,0 %	75,0 %	0,0 %
Rachat d'actions	33,9 %	non communiqué	38,7 %	17,9 %	53,3 %
Gestion de participations	non	non communiqué	6,5 %	non	non
Echange de blocs de titres	6,8 %	non communiqué	3,2 %	non	non
Communication financière	non	non	non	3,6 %	0,0 %
Marketing boursier	non	non	non	non	89,1 %
Recherche financière	20,3 %	non	non	non	89,1 %
Listing sponsor	non	non	non	non	17,4 %

- Deux établissements du panel ne disposent pas de procédure pour encadrer les prestations additionnelles mentionnées ci-dessus. De plus, il existe *de facto* au sein de ces deux établissements des interactions régulières entre les opérateurs de contrats de liquidité et les émetteurs en dehors du cadre de l'animation de liquidité, par exemple en lien avec la surveillance de marché.

3.1.4. La tenue du compte de liquidité de l'émetteur

Les obligations incombant aux PSI ont pour objectif de prévenir tout risque de porter atteinte à l'intégrité des marchés directement ou indirectement lié tel que visé notamment à l'article 6 de la décision AMF 2018-01¹¹. En outre, les dispositions du point 6 de l'article 4 de la décision précitée imposent que le compte de liquidité soit « *créditeur en toutes circonstances* ». Ainsi la mission s'est attachée à vérifier i) l'existence d'un compte de liquidité pour chaque émetteur, ii) son utilisation exclusive dans le cadre du contrat de liquidité et iii) les modalités de contrôle permettant de veiller à ce que le solde demeure crééditeur.

- Parmi les cinq PSI du panel, deux établissements assurent directement la tenue de compte-conservation pour les comptes associés aux contrats de liquidité. Les trois autres PSI ont procédé à l'ouverture des comptes de liquidité auprès d'un autre établissement (dont un auprès d'une société du groupe auquel il appartient et un auprès d'une société avec laquelle il dispose de liens capitalistiques sans appartenance au même groupe).
 - Les cinq PSI du panel disposent effectivement de procédures pour encadrer l'utilisation exclusive des comptes de liquidité par l'opérateur dédié pour le contrat de liquidité associé.
 - Quatre établissements n'ont pas, ou pas suffisamment, mis en œuvre de dispositif de contrôle afin de s'assurer que les comptes de liquidité ne soient pas débiteurs, ni en titres ni en espèces :
 - ✓ ainsi, trois établissements n'ont pas mis en place de contrôle bloquant ou d'alerte intégrée au système de passation des ordres sur les ordres susceptibles de produire un solde débiteur du compte de liquidité ;
 - ✓ par ailleurs, au sein de deux établissements (dont un établissement concerné par ces trois points), les équipes de la conformité n'ont pas d'accès direct au compte de liquidité afin d'effectuer les contrôles, mais doivent faire la demande d'accès opérationnelle ou informatique auprès des négociateurs ou du *middle-office* ;
 - ✓ pour deux établissements, un mécanisme de blocage automatique rejette les ordres susceptibles de produire un solde débiteur, soit directement quand l'établissement est lui-même teneur de compte-conservateur, soit au moyen d'un accord contractuel avec le fournisseur de ce service si ce n'est pas le cas ;
 - ✓ les cinq établissements du panel n'ont pas, selon leur déclaration, constaté de solde débiteur depuis l'entrée en application de la décision AMF 2018-01.

Bonnes pratiques :

- Réserver un emplacement dédié aux opérateurs de contrats de liquidité.
- Séparer informatiquement les flux de données liés aux activités d'animation des contrats de liquidité par rapport aux activités de négociation, sans accès possible par une équipe au système de l'autre.
- Mettre en place des systèmes de passation des ordres (OMS – *Order Management Systems*) distincts entre les deux types d'activités.
- Mettre en place un dispositif de surveillance voire de blocage visant à s'assurer que les comptes de liquidité soient créditeurs en toutes circonstances.
- Interdire toute interaction directe ou régulière entre les opérateurs des contrats de liquidité et les émetteurs.

Mauvaises pratiques :

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

¹¹ Extrait de l'article 6 de la décision AMF 2018-01 : « Pour prévenir tout risque pour l'intégrité d'un marché directement ou indirectement lié sur lequel se négocie le titre de capital concerné, l'Émetteur veille à ce que :
- le prestataire de services d'investissement enregistre les transactions dans un compte d'instruments financiers ouvert à cet effet (« Compte de liquidité ») dans ses livres ou dans ceux d'un prestataire de services d'investissement fournissant le service de tenue de compte et de conservation d'instruments financiers ;

3.2. GESTION DES LIMITES ET DES DÉPASSEMENTS EN VOLUME ET EN PRIX

Les conditions fixées par la décision AMF 2018-01, en particulier à l'article 4, visent à garantir le libre jeu des forces du marché ainsi qu'une interaction adéquate entre l'offre et la demande par l'instauration de restrictions en prix, en volume et pendant les phases de détermination d'une enchère (*fixing*).

Ainsi, ces restrictions, qui s'appliquent aux transactions entrant dans le cadre des contrats de liquidité, se déclinent selon deux niveaux pour les volumes et les prix. Le 1^{er} niveau de limite (appelé conventionnellement « limite de niveau 1 » dans la suite du document) correspond à un seuil qui nécessite en cas de franchissement la documentation par le PSI, pour chaque journée de négociation, des éléments ayant « *conduit à considérer que le dépassement a été nécessaire à la mise en œuvre du contrat de liquidité et n'a pas altéré le fonctionnement ordonné du marché* ». Le 2nd niveau de limite (appelé conventionnellement « limite de niveau 2 » dans la suite du document) est un plafond absolu au-delà duquel, le cadre dérogatoire prévu à l'article 13 du règlement MAR ne trouve plus à s'appliquer.

Il est par ailleurs précisé que, s'agissant des limites de volume, les limites de niveau 1 ne trouvent à s'appliquer que pour les transactions conclues sur des titres de capital « *non liquides* » ou « *liquides* », les transactions sur des titres de capital « *très liquides* » étant beaucoup plus fortement encadrées (plafond absolu de 5 % comparativement à 25 % et 50 % respectivement pour les segments « *liquides* » et « *non liquides* »).

Dépassements de limites <i>(en nombre total de dépassements constatés entre le 01/01/2019 et le 30/06/2020)</i>	Prestataires de services d'investissement contrôlés				
	PSI "A"	PSI "B"	PSI "C"	PSI "D"	PSI "E"
Nombre de dépassements en volume :	139	182	237	46	410
- dont dépassements de niveau 1 *	107	171	229	46	409
- dont dépassements de niveau 2 **	32	11	8	0	1
Nombre de dépassements en prix :	696	0	259	32	19
- dont dépassements de niveau 1 *	446	0	231	32	18
- dont dépassements de niveau 2 **	250	0	28	0	1

* Seuil nécessitant justification pour bénéficier du cadre dérogatoire relatif à l'article 13 du règlement MAR.

** Limite au-delà de laquelle, le cadre dérogatoire relatif à l'article 13 du règlement MAR ne s'applique plus.

Dépassements de limites <i>Part de dépassements entre le 01/01/2019 et le 30/06/2020 par segment de liquidité (en %)</i>	Prestataires de services d'investissement contrôlés				
	PSI "A"	PSI "B"	PSI "C"	PSI "D"	PSI "E"
Dépassements en volume :					
- dont portant sur des titres "Très liquides"	10,1%	0,5%	0,0%	0,0%	0,00%
- dont portant sur des titres "Liquides"	20,2%	32,0%	55,0%	65,2%	0,2%
- dont portant sur des titres "Non liquides"	69,7%	67,5%	45,0%	34,8%	99,8%
Dépassements en prix :					
- dont portant sur des titres "Très liquides"	31,3%	0,0%	7,6%	0,0%	0,0%
- dont portant sur des titres "Liquides"	26,1%	0,0%	69,7%	0,0%	5,0%
- dont portant sur des titres "Non liquides"	42,6%	0,0%	22,7%	100,0%	95,0%

Source : Données communiquées par les établissements à la mission de contrôle sur la base du *reporting* mensuel transmis à la Direction des marchés depuis l'entrée en application de la décision AMF 2018-01

Gestion des franchissements en amont des interventions :

Concernant le dispositif de gestion des dépassements, la mission s'est attachée à analyser les dispositifs mis en place par les PSI du panel afin de prévenir, *a priori*, les franchissements de limites de niveau 2 et d'encadrer les limites de niveau 1. Ainsi, l'analyse des procédures mises en place a montré une insuffisance dans les définitions et rappels réglementaires afférents à la gestion des dépassements.

- Pour l'un de ces quatre établissements, le corps procédural ne comporte que très peu de dispositions relatives aux contrats de liquidité, ne mentionne pas l'obligation de justifier les dépassements de niveau 1 et ne prévoit aucune restriction ou disposition visant à encadrer les transactions opérées lors des périodes de *fixing*.

En pratique, les dispositifs mis en œuvre par trois des cinq établissements permettent de restreindre opérationnellement les franchissements de limites.

- Trois établissements ont en effet mis en place un dispositif d'alerte (limite de niveau 1) et/ou de limites bloquantes (limite de niveau 2) en volume et en prix afin de ne pas émettre ou de rejeter un ordre susceptible d'avoir un impact significatif sur le cours du titre, et donc de limiter les dépassements.
- En particulier, l'un de ces trois établissements a également mis en œuvre des restrictions quantitatives pour les interventions lors des phases de *fixing* alors que la décision AMF 2018-01 n'en prévoit pas.

En revanche pour les cinq établissements, il est possible de confirmer un ordre pouvant générer un dépassement sans saisie préalable d'une justification. Pour l'un de ces établissements, les limites de volume et de prix sont même modifiables par les opérateurs dans le système de gestion des ordres sans information ou contrôle de la hiérarchie ni de la direction de la conformité.

Gestion des franchissements en aval des interventions :

Concernant le dispositif de gestion des dépassements, *a posteriori*, la mission a observé quelques pratiques communes entre les cinq PSI du panel mais également certaines insuffisances au regard notamment du contenu des justifications apportées, qui peut apparaître très succinct, voire standardisé et parfois non renseigné. Pour deux établissements, les justifications des dépassements sont standardisées ou bien automatisées¹², par exemple en utilisant uniquement la nomenclature mise à disposition par l'AMAFI¹³ (ex. : « Justification volume V1 », « Justification prix P2 »...). Ainsi, les justifications ne permettent pas d'expliquer les raisons précises des dépassements ce qui ne respecterait pas les conditions fixées à l'article 4 de la décision AMF 2018-01 pour bénéficier du cadre dérogatoire.

- Afin de permettre un pilotage quotidien du respect des restrictions en prix et volume, les cinq établissements ont mis en place des *reportings* de suivi des dépassements de limites en volume et en prix. En revanche, pour l'un des établissements, les *reportings* de dépassements de limites de prix reposent uniquement sur les déclarations des opérateurs sans qu'il ne soit possible d'en vérifier l'exhaustivité informatiquement.
- En cas de dépassements de limites, deux établissements fournissent des justifications précises aussi bien par l'emploi de la nomenclature standard de l'AMAFI que par l'ajout de commentaires spécifiques et détaillés au cas par cas et selon les conditions de marché ou d'intervention en lien avec les dépassements constatés.
- Par ailleurs, deux établissements ont prévu la possibilité de revoir et d'enrichir en fin de journée après la clôture des marchés les justifications saisies pendant la journée.
- De plus, pour quatre établissements, aucun contrôle systématique n'est opéré *a posteriori* sur les justifications apportées.

¹² Pour un de ces deux établissements, cette possibilité ne concerne que les dépassements de niveau 1.

¹³ Nomenclature incluse dans le document intitulé « Conditions de mise en œuvre de la décision n° 2018-01 de l'AMF - Points de clarification » publié par l'AMAFI le 15 janvier 2019

- Enfin, la mission a constaté également que les justifications peuvent ne pas être apportées dans un délai restreint par rapport à la constatation du dépassement mais plus tardivement voire à la demande expresse de la mission de contrôle dans le cadre de l'échantillon constitué. Dans ce cas particulier, à l'issue des investigations, pour quatre dépassements¹⁴ sur les 10 testés par la mission de contrôle, les justifications apportées ne permettent pas de répondre aux exigences précitées.

Bonnes pratiques :

A priori

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

A posteriori

- Prévoir la possibilité d'enrichir les justifications saisies pendant la journée après la clôture des marchés.

Mauvaises pratiques :

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

3.3. DISPOSITIF DE CONTRÔLE DE LA CONFORMITÉ

Afin d'évaluer le dispositif de contrôle mis en place par le panel, et cela au regard des obligations visées à l'article 4 de la décision AMF 2018-01, la mission de contrôle a analysé le cadre procédural y afférent ainsi que l'effectivité des contrôles définis dans le cadre des activités d'animation de la liquidité (en particulier concernant le suivi des dépassements).

L'analyse de la mission montre un niveau de maturité et d'efficacité des contrôles hétérogène selon le PSI concerné. Ainsi, même si tous les établissements disposent de procédures relatives au contrôle de conformité portant sur l'activité d'animation de liquidité, le périmètre d'application de ce contrôle est plus ou moins exhaustif. De plus, les contrôles effectués pour deux PSI sont insuffisamment détaillés, formalisés voire insuffisants dans leur conception au regard de l'objectif visé. Ces insuffisances portent notamment sur le contrôle des justifications des dépassements constatés en volume et en prix, ne permettant pas de vérifier leur pertinence au regard des dispositions de l'article 4 de la décision AMF 2018-01.

D'un point de vue méthodologique, l'ensemble des PSI du panel a mis en place un dispositif de contrôle dédié à l'activité d'animation de liquidité.

- En particulier, un établissement a mis en place un contrôle annuel systématique (et non par échantillonnage) des ressources allouées à chaque contrat, un contrôle de conformité de niveau 2 semestriel, et a réalisé deux missions d'audit interne depuis l'entrée en application de la pratique de marché admise. De plus, ce même établissement effectue un deuxième calcul des limites et procède à l'analyse des conditions de marché pour la vérification des justifications dans le cadre du contrôle de niveau 2.
- Un établissement dispose d'une procédure de contrôle détaillée et d'un mode opératoire précis, et effectue des contrôles de conformité de niveau 2 au fil de l'eau pour chaque dépassement ou dépassement potentiel grâce un outil spécifique de gestion des alertes.

¹⁴ Limites de niveau 1

En revanche, un des établissements du panel présente un dispositif de contrôle de l'activité d'animation de liquidité très insuffisant voire défaillant dans sa mise en œuvre. En particulier, les contrôles de 1^{er} niveau n'ont pas été réalisés au cours du premier semestre 2020, les contrôles de 2^{ème} niveau n'ont pas non plus été exécutés en 2018 et n'ont porté que sur les mois de janvier et février pour l'exercice 2019. Ces insuffisances pourraient constituer des situations de non-conformité à la réglementation.

Bonnes pratiques :

- Disposer d'un système de *reporting* spécifique pour le contrôle des dépassements et dépassements potentiels.
- Mettre en place un contrôle périodique exhaustif des ressources allouées par les émetteurs pour la mise en œuvre de leur contrat de liquidité.

3.4. INFORMATIONS ET OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE

La mission a analysé le dispositif des prestataires en matière de communication d'informations aux émetteurs et aux services de l'AMF pour vérifier le respect de leurs obligations de transparence conformément à l'article 241-4 du règlement général de l'AMF permettant de bénéficier du cadre dérogatoire en application des articles 2 et 3 de la décision AMF 2018-01.

Selon l'article 2, paragraphe 1 de la décision précitée, le prestataire de services d'investissement chargé de la mise en œuvre du contrat de liquidité communique en effet à l'émetteur toute information nécessaire au respect par ce dernier de ses obligations de transparence vis-à-vis du public et de l'AMF avant, pendant et à la fin du contrat de liquidité. Par ailleurs, le prestataire de services d'investissement est également tenu d'informer l'AMF des services rendus à l'émetteur dans le cadre du contrat de liquidité ainsi que des diverses rémunérations perçues dans ce cadre.

À cette fin, la mission a étudié un échantillon de communications adressées par les PSI aux émetteurs.

À cet égard, la mission de contrôle a constaté des pratiques globalement conformes et homogènes au sein des cinq établissements du panel. Toutefois, il convient de souligner que les diligences réalisées par la mission ne portaient pas sur l'exhaustivité et la fiabilité des *reportings* mais uniquement sur le respect de la périodicité et sur les modalités de transmission.

Au-delà du respect d'une communication semestrielle à l'émetteur relative à l'exécution des contrats de liquidité telle que visée à l'article 2.1 de la décision AMF 2018-01, les cinq établissements du panel transmettent aux émetteurs des informations complémentaires sous forme de *reporting* sur une base mensuelle, hebdomadaire et même quotidienne. Ainsi, les établissements du panel adressent chaque jour à l'émetteur, après la clôture des marchés, un rapport comportant des informations générales de marché et une analyse spécifique au titre de capital. Quatre des cinq PSI communiquent également à l'émetteur une information sur les transactions (achat / vente) effectuées au cours de la séance dans le cadre du contrat de liquidité. Pour deux établissements, le *reporting* ne comporte pas seulement une information agrégée mais également une liste exhaustive des ordres exécutés dans la journée. Ces deux établissements fournissent également quotidiennement aux émetteurs le détail des soldes en titres et en espèces inscrits sur le compte de liquidité à l'issue de la journée.