

Note publiée par l'AMF en application de l'article 13(5) du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché dans le cadre de l'instauration des contrats de liquidité en tant que pratique de marché admise par l'AMF

Conformément à l'article 13(3) du règlement européen (UE) N°596/2014 sur les abus de marché (ci-après MAR) et aux articles 2(2) et 12 du règlement délégué 2016/908 (le « CDR 2016/908 »), l'AMF a notifié le 31 mars 2021 à l'Autorité européenne des marchés financiers (ci-après l'« AEMF ») et aux autres autorités compétentes européennes son intention d'instaurer une pratique de marché admise modifiée (ci-après, la « PMA » ou la « PMA Modifiée ») relative aux contrats de liquidité qui se substituera à la pratique de marché admise actuelle en place depuis le 1^{er} janvier 2019 (la « PMA de 2019 »). Les contrats de liquidité, conclus entre un émetteur et un intermédiaire financier (entreprise d'investissement ou établissement de crédit), ont vocation à permettre à l'intermédiaire financier d'effectuer des achats et ventes de titres de manière indépendante par rapport à l'émetteur afin d'améliorer la liquidité et la régularité des cotations journalières des actions de l'émetteur.

La notification de la PMA Modifiée à l'AEMF s'est inscrite dans le cadre du réexamen prévu à l'article 13(8) de MAR de la pratique de marché admise entrée en application le 1^{er} janvier 2019. Pour mémoire, l'AMF s'était engagée à prendre plusieurs mesures au cours d'une période transitoire de deux ans afin d'évaluer et tirer des leçons sur les modifications à apporter au cadre réglementaire applicable à la pratique de marché admise.

En conséquence, l'AMF a réalisé des contrôles sur place en 2020 chez cinq prestataires de services d'investissement mettant en œuvre de tels contrats. Une note de synthèse de ces contrôles a été publiée sur le site internet de l'AMF¹. L'AMF a également mené et publié sur son site internet une analyse² rétrospective de l'impact des contrats de liquidité sur le marché français (décembre 2019 - mai 2020) visant notamment à apprécier dans quelle mesure des adaptations du cadre réglementaire devraient être envisagées (ci-après « l'Etude »).

En vertu de l'article 13(4) de MAR, l'AEMF a publié le 31 mai 2021 sur son site³ un avis du 28 mai 2021 estimant que :

- les limites de prix de la PMA Modifiée de l'AMF lors des phases d'enchères, les limites de volumes prévues, notamment en ce qui concerne les actions non liquides, et l'absence de limites sur les positions ne seraient pas compatibles avec l'article 13(2) point b) de MAR tel que complété par l'article 4 du CDR 2016/908 ;
- les limites de prix de la PMA Modifiée pendant les phases d'enchères ne seraient pas non plus compatibles avec l'article 13(2) points c) et d), de MAR tel que complété par les articles 5 et 6 du CDR 2016/908 ; et
- les limites des ressources pouvant être affectées à l'exécution d'un contrat de liquidité au titre de la PMA Modifiée ne le rendraient pas compatible avec l'article 13(2) point e), de MAR tel que complété par l'article 7 du CDR 2016/908.

L'avis de l'AEMF conclut que les incompatibilités susmentionnées de la PMA Modifiée avec MAR tel que complété par le CDR 2016/908 auraient un impact sur le fonctionnement des forces du marché et l'interaction entre l'offre et la demande, menaçant potentiellement la confiance du marché dans les marchés financiers de l'Union.

À l'issue d'un examen approfondi de l'avis de l'AEMF et conformément à l'article 13(5) de MAR, l'AMF expose en détail dans la présente note les motifs de sa décision d'instaurer la PMA Modifiée, à savoir les raisons pour lesquelles la PMA Modifiée ne risque pas de menacer la confiance du marché, compte tenu de certaines dispositions plus strictes que l'AMF a prises pour encadrer les contrats de liquidité au regard des recommandations de l'ESMA (ci-après « PdC » ou « Points de Convergence »)⁴ et des enseignements tirés des travaux conduits lors du réexamen de la PMA de 2019.

¹ Voir à ce sujet la [Synthèse des contrôles SPOT sur les contrats de liquidité](#).

² Voir à ce sujet l'[Analyse rétrospective de l'impact des contrats de liquidité sur le marché français \(décembre 2019 - mai 2020\) et pistes d'évolution de la pratique de marché admise](#).

³ Voir à ce sujet l'[avis de l'AEMF](#) du 28 mai 2021.

⁴ Voir à ce sujet l'avis de l'ESMA « [Points for convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity contracts](#) » publié le 25 avril 2017 et rendu sur le fondement de l'article 29(1) point a) du règlement européen (EC) 1095/2010.

Il sera détaillé ci-après les raisons venant au fondement de la décision de l'AMF d'instaurer la PMA Modifiée au regard de chacun des critères mentionnés à l'article 13(2) de MAR en présentant ceux jugés non respectés par l'AEMF.

La PMA Modifiée entrera en application le 1^{er} juillet 2021.

- a) **L'AEMF considère que les interventions pendant les phases d'enchères, telles qu'autorisées par la PMA Modifiée ne seraient pas compatibles avec les article 13(2) point b), 13(2) point c) et 13(2) point d) de MAR, car elles peuvent avoir un impact sur le prix au cours de cette phase critique de la négociation**

L'AMF est perplexe devant ce qui apparaît comme une évolution inattendue de la doctrine de l'AEMF.

- La PMA n'est pas modifiée par rapport à la PMA de 2019 en ce qui concerne les interventions pendant les phases d'enchères et l'AEMF n'avait pas considéré, dans son avis publié en 2018⁵, que la PMA de 2019 contrevenait à MAR sur ce point particulier puisque l'avis du 11 avril 2018 de l'AEMF indiquait : "*Finally, despite the participation in auctions does not fully align with the ESMA Opinion on liquidity contracts, ESMA does not find evidence whereby the capacity of financial intermediaries to participate in auctions would affect the proper operation of market forces and the interplay of supply and demand, as required by Article 13(2)(b) of MAR and Article 4(2) of the RTS on AMPs.*".
- L'AEMF n'a pas estimé nécessaire de prévoir de disposition *ad hoc* quant aux interventions des contrats de liquidité pendant les phases d'enchères dans son rapport final de mars 2021 sur les modifications de MAR pour la promotion de l'utilisation des marchés de croissance des PME⁶.

Sur le fond, si la PMA Modifiée prévoit bien que le gestionnaire du contrat de liquidité émet uniquement des ordres passifs d'achat ou de vente pendant la phase de négociation en continu (ce qui va au-delà des recommandations prévues par les PdC⁷), cette obligation pendant la seule phase de négociation en continu n'est pas fortuite dans la mesure où une telle disposition n'aurait pas de sens pendant les phases d'enchères⁸ et équivaldrait *de facto* à une interdiction d'intervenir pendant ces phases.

Par ailleurs, l'AMF rappelle que toute émission d'un ordre⁹ dans le carnet d'ordres central pendant la période d'enchères peut avoir un impact sur le prix d'enchère, même si l'ordre présent dans le carnet d'ordres central au moment de la détermination du prix d'enchère n'est pas exécuté. L'AMF a également établi que, plus un ordre est inséré précocement pendant la phase d'accumulation des ordres précédant une enchère, plus il est probable que son impact soit traité par le marché. Afin de limiter significativement le risque de manipulation du marché pendant les phases d'enchères, l'entreprise de marché gérant la plate-forme de négociation a mis en place en 2015 une phase aléatoire concernant les enchères : selon ce mécanisme d'enchères à déclenchement aléatoire (« *randomized auction* »), le cours de l'enchère est fixé aléatoirement pendant un intervalle de temps plutôt qu'à une heure précise (i.e. : de 9h à 9h00m30s, de 17h35 à 17h35m30s). Opérationnel depuis plusieurs années, ce dispositif prévient le risque qu'un intervenant de marché, y compris un gestionnaire de contrat de liquidité, émette un ordre participant à la phase d'enchères sans que les autres participants à ce marché puissent réagir de manière adéquate et rapide.

⁵ Voir à ce sujet l'[avis de l'ESMA publié en 2018](#) sur la pratique de marché de l'AMF.

⁶ Voir à ce sujet le rapport de l'ESMA « [MiFID II review report on the functioning of the regime for SME Growth Markets](#) ». publié le 25 mars 2021 et rendu sur le fondement de l'article 90(1) point b) de la Directive n°2014/65/UE du Parlement Européen et du Conseil du 15 mai 2014.

⁷ Voir à ce sujet le §44 de l'avis de l'AEMF : "*In that sense, by providing for the submission of passive orders only, the AMF AMP goes beyond the recommendation included in the ESMA Opinion on Pfc, as orders in execution of liquidity contracts should not result in a direct impact on the share price, which is one of the main objectives of the price limits.*"

⁸ Au sens du tableau 2 de l'annexe du règlement délégué (UE) 2017/580 de la Commission du 24 juin 2016. A titre d'illustration, lorsque le cours déterminé à l'issue de la phase d'enchères s'élève à 10 euros et que ce cours résulte de l'appariement de deux ordres, l'un d'achat et l'autre de vente, tous deux limités à 10 euros, il est impossible de qualifier l'un des deux de passif et l'autre d'agressif.

⁹ Y compris l'annulation ou la modification d'un ordre, voire même la décision de s'abstenir d'émettre un ordre.

En l'espèce, l'AMF estime que l'encadrement des interventions pendant les phases d'enchères, tel que prévu dans la PMA Modifiée, est suffisant pour offrir des garanties élevées au regard du fonctionnement des forces du marché et de l'interaction adéquate entre l'offre et la demande :

- la PMA Modifiée exige du membre du marché agissant en tant que gestionnaire du contrat de liquidité d'identifier dans les fichiers de l'entreprise de marché chaque ordre participant à une enchère ;
- les fichiers des ordres sont transmis quotidiennement par l'entreprise de marché à l'AMF ;
- les services de l'AMF ont développé un modèle d'impact interne permettant d'identifier les schémas conduisant à des mouvements de prix significatifs au moment des enchères ;
- conformément à l'article 13(1) de MAR¹⁰, le respect de la PMA Modifiée est une condition nécessaire et non suffisante pour bénéficier de la dérogation à l'interdiction de manipuler le marché : toute intervention en application du contrat de liquidité pendant les phases d'enchères et résultant d'un ordre ou d'un comportement illégitime ayant eu pour effet de manipuler le prix de l'enchère serait poursuivie par l'AMF.

b) L'AEMF considère que les limites d'intervention en termes de volume ne seraient pas compatibles avec MAR et ses Points de Convergence

S'agissant des limites d'intervention en termes de volume, la PMA Modifiée prévoit des restrictions différentes selon le segment de liquidité des actions. En l'espèce, les interventions en application du contrat de liquidité des actions très liquides, liquides et non liquides ne doivent pas dépasser respectivement 5%, 20% et 30% du volume quotidien moyen sur le marché des 30 séances de négociation précédentes.

En particulier, l'AEMF observe que, si le mécanisme de différenciation en fonction du niveau de liquidité des actions est conforme aux PdC, les limites journalières pour les actions liquides et non liquides dépassent de 5% celles recommandées dans les PdC. En outre, la PMA prévoit que ces limites en pourcentage du volume quotidien moyen ne s'appliquent qu'au-delà d'un seuil fixé en valeur absolue de 25 000 euros sur les transactions cumulées au cours de la même journée de négociation. Par conséquent, les limites pertinentes en pourcentage du volume d'échanges quotidien moyen ne seront applicables que pour les volumes journaliers supérieurs à 25 000 euros contre 20 000 euros recommandés par l'AEMF dans ses PdC. Ainsi, l'AEMF estime que l'impact du seuil en valeur absolue sur les limites de volume autorisées par la PMA Modifiée pourrait entraîner des volumes exécutés au titre du contrat de liquidité nettement supérieurs à ceux préconisés dans les PdC, en particulier pour les actions non liquides pour lesquelles le ratio entre le volume d'échanges quotidien moyen et le seuil fixe est plus faible.

A cet égard, l'Etude apporte un éclairage précis sur l'apport de liquidité par les contrats de liquidité : il est significatif lorsqu'il s'applique à une action non liquide et plus nuancé quand il concerne une action liquide ou très liquide. En particulier, l'Etude montre que le contrat de liquidité peut être réellement efficace sur le long terme, à savoir apporter de la liquidité au marché quelle que soit sa configuration, lorsqu'il intervient avec un peu plus de flexibilité en termes de volumes que les limites prévues par les PdC, même si, et l'AEMF en convient, le nombre de dépassements est faible. Selon l'analyse de l'AMF, ces rares dépassements surviennent dans des configurations de marché particulières, notamment lorsque des participants de marché indépendants ont besoin d'un complément de liquidité. En tout état de cause, l'Etude montre que sur une longue période la part de marché du contrat de liquidité est très limitée :

- actions non liquides : 2% ;
- actions liquides : 1,3% ;
- actions très liquides : 0,5%.

Par ailleurs, il ressort de l'Etude que l'effet du seuil en valeur absolue est très limité lorsqu'il s'applique aux actions liquides et très liquides. En conséquence, l'AMF estime qu'appliquer le même seuil en valeur absolue à toutes les catégories d'actions peut considérablement simplifier la PMA Modifiée sans effet

¹⁰ Article 13(1) de MAR : « L'interdiction prévue à l'article 15 ne s'applique pas aux activités visées à l'article 12(1) point a), sous réserve que la personne qui effectue une transaction, passe un ordre ou adopte tout autre comportement établisse que cette transaction, cet ordre ou ce comportement répond à des raisons légitimes, et est conforme aux pratiques de marché admises, établies conformément au présent article. »

préjudiciable. En particulier, le suivi des limites de volume est simplifié pour le gestionnaire du contrat et le service de conformité de l'entreprise d'investissement concernée mettant en œuvre plusieurs contrats de liquidité portant sur des actions appartenant aux trois segments de liquidité.

Enfin, l'AMF soutient que les limites d'intervention en volume prévues par la PMA Modifiée sont fixées à des seuils offrant des garanties élevées au regard du fonctionnement des forces du marché et de l'interaction adéquate entre l'offre et la demande, dans un contexte où la PMA Modifiée est plus exigeante que les PdC, en ce qu'elle requiert du membre du marché agissant en tant que gestionnaire du contrat de liquidité d'identifier dans les fichiers de l'entreprise de marché chaque ordre émis vers la plateforme de négociation, étant rappelé que ;

- les fichiers des ordres et des transactions sont transmis quotidiennement par l'entreprise de marché à l'AMF ;
- les services de l'AMF ont développé un modèle d'impact interne permettant d'identifier les schémas conduisant à des mouvements de prix significatifs au moment des enchères et pendant la période de négociation en continu ;
- conformément à l'article 13(1) de MAR¹¹, le respect de la PMA est une condition nécessaire et non suffisante pour bénéficier de la dérogation à l'interdiction de manipuler le marché : toute intervention au titre du contrat de liquidité résultant d'une transaction, d'un ordre ou d'un comportement illégitime ayant eu pour effet de manipuler le marché serait poursuivie par l'AMF et ce, quelle que soit la part de marché du contrat de liquidité.

L'AMF estime que les PdC de l'AEMF, élaborés avant la mise en œuvre de MIF2, sans la capacité à analyser en profondeur l'interaction entre les contrats de liquidité et les mécanismes de marché et sans prendre en compte la capacité des autorités nationales à surveiller les marchés sur lesquels elles sont compétentes, ne sont pas totalement pertinents dans le cas français. L'AMF considère que le dispositif de la PMA Modifiée est en totale conformité avec MAR.

c) L'AEMF considère que l'absence de limites de positions ne serait pas compatible avec MAR

L'AEMF constate que la PMA Modifiée ne fait aucune référence explicite à des limites de positions (article 4(2), du CDR 2016/908), qui ne seraient donc potentiellement plafonnées que par le montant maximal d'espèces et le nombre d'actions pouvant être affectés à la mise en œuvre du contrat de liquidité. Selon l'AEMF, l'absence de limites sur les positions ne serait pas compatible avec l'article 13(2) point b) de MAR tel que complété par l'article 4 du CDR 2016/908.

L'AMF rappelle que la PMA n'est pas modifiée par rapport à la PMA de 2019 en ce qui concerne les limites de position et que l'AEMF n'avait pas considéré, dans son avis publié en 2018¹², que la pratique de marché contrevenait à l'article 13(2) point b) de MAR sur ce point particulier¹³, puisque l'avis du 11 avril 2018 de l'AEMF indiquait : *“ESMA understands that the lack of limits on positions is implicitly addressed through the maximum amount of cash and securities that can be allocated to the liquidity contract and the requirement for the financial intermediary to maintain a credit balance between the shares and the cash on the liquidity contract accounts as important measures to limit the possibility to acquire a dominant position, so Article 4(2) can be considered as met as regards position limits.”* L'évolution de la position de l'AEMF est donc, là encore, inattendue.

En second lieu, si l'AMF convient, en ligne avec l'avis du 11 avril 2018 de l'AEMF, que les positions du contrat de liquidité sont nécessairement plafonnées par les ressources allouées par l'émetteur, elle considère cependant que le contrat de liquidité ne peut être mis en œuvre sur une longue période sans un maintien équilibré des ressources en espèces et en actions.

¹¹ Article 13(1) de MAR : « L'interdiction prévue à l'article 15 ne s'applique pas aux activités visées à l'article 12(1) point a), sous réserve que la personne qui effectue une transaction, passe un ordre ou adopte tout autre comportement établisse que cette transaction, cet ordre ou ce comportement répond à des raisons légitimes, et est conforme aux pratiques de marché admises, établies conformément au présent article. »

¹² Voir à ce sujet l'[avis de l'ESMA publié en 2018](#) sur la pratique de marché de l'AMF

¹³ L'avis publié en 2018 indiquait : « Finally, despite the participation in auctions does not fully align with the ESMA Opinion on liquidity contracts, ESMA does not find evidence whereby the capacity of financial intermediaries to participate in auctions would affect the proper operation of market forces and the interplay of supply and demand, as required by Article 13(2) point b) of MAR and Article 4(2) of the RTS on AMPs. »

En tout état de cause, l'AMF estime que sa surveillance spécifique aux contrats de liquidité et ses outils de surveillance renforcés sont de nature à offrir des garanties élevées au regard du fonctionnement des forces du marché et de l'interaction adéquate entre l'offre et la demande.

d) L'AEMF considère que le plafonnement des ressources prévu par la PMA Modifiée ne permettrait pas de respecter l'article 13(2) point e) de MAR (absence de risque pour l'intégrité des marchés directement ou indirectement liés, sur lesquels se négocie l'instrument financier concerné dans l'Union, qu'ils soient ou non réglementés)

En ce qui concerne les ressources allouées à l'exécution des contrats de liquidité, l'AEMF observe que, en ligne avec les PdC, la PMA Modifiée prévoit des limites modulées selon la liquidité des titres faisant l'objet du contrat :

Segment	Plafond « relatif »	Plafond « absolu »
Actions non liquides	- 1% de la capitalisation boursière	- 2M€
Action liquides	- 300% du volume quotidien moyen	- 20M€
Actions très liquides	- 100% du volume quotidien moyen	- 50M€

L'AEMF estime toutefois que, si la différenciation selon le niveau de liquidité des actions est conforme aux PdC, la méthode de calcul prévue par la PMA Modifiée ne l'est pas :

- s'agissant du segment des actions liquides, l'AEMF observe que les ressources allouées en pourcentage du volume quotidien moyen peuvent excéder jusqu'à 50% les limites recommandées par les PdC ;
- s'agissant du segment des actions non liquides, l'AEMF observe que la PMA Modifiée s'écarte des limites recommandées dans les PdC tant par le pourcentage de ressources allouées, lequel est calculé en proportion de la capitalisation boursière et non en proportion du nombre d'actions émises en circulation au moment de la conclusion du contrat de liquidité, que par le plafond en valeur absolue qui est doublé par rapport à la recommandation des PdC (2 millions d'euros au lieu de 1 million d'euros).

En conséquence, l'AEMF considère qu'une allocation injustifiée de ressources, combinée à l'absence de limites sur les positions, est susceptible d'avoir un impact sur l'interaction de l'offre et de la demande en favorisant la possibilité d'acquérir une position dominante sur le marché, avec des effets potentiellement néfastes sur la confiance du marché. Par ailleurs, l'AEMF observe qu'une large proportion de contrats de liquidité est conforme aux limites de ressources prévues par les PdC selon l'Etude. En conséquence, l'AEMF estime que les ressources supplémentaires autorisées par la PMA ne sont pas à la hauteur de ses objectifs (article 7 point b du CDR 2016/908).

A cet égard, l'AMF a indiqué à l'AEMF que l'un des objectifs de l'Etude était précisément de déterminer dans quelle mesure certains seuils ou limites devraient être modifiés. En d'autres termes, l'AMF a procédé à une analyse des données dans un contexte où, conformément à l'article 2(1) point b) du CDR 2016/908, l'AMF doit consulter les parties prenantes avant d'instaurer une pratique de marché en tant que pratique de marché admise. Au cours de ces consultations, l'AMF a été amenée à constater que les plafonds de ressources fixés par la PMA Modifiée devaient tenir compte de certaines situations particulières, bien que leur nombre soit limité.

S'agissant des actions liquides, il ressort de l'Etude que ce segment de titre est hétérogène¹⁴ et les discussions avec les parties prenantes ont conduit à considérer que la bonne mise en œuvre d'un contrat de liquidité sur les actions les moins liquides appartenant à ce segment pouvait requérir un montant d'actifs plus élevé que celui prévu par les PdC.

S'agissant des actions non liquides, il est observé que les contrats de liquidité dont les ressources dépassent 1 million d'euros portent sur les actions les plus liquides de ce segment dans un contexte où il a été constaté que celui-ci est encore largement plus hétérogène que le segment des actions liquides.

¹⁴ Ainsi, le volume quotidien moyen en 2020 des actions du segment liquide est d'environ 8 M€ alors que le 5^{ème} centile s'élève environ à 370 k€.

Aussi, les discussions avec les parties prenantes ont conduit à considérer que la bonne mise en œuvre d'un contrat de liquidité sur les actions non liquides pouvait nécessiter un montant d'actifs plus élevé que celui prévu par les PdC.

Selon l'analyse de l'AMF, l'assouplissement des plafonds de ressources par rapport aux plafonds recommandés par les PdC ne présente pas de risque pour l'intégrité des marchés directement ou indirectement liés, sur lesquels se négocie l'instrument financier concerné dans la mesure où :

- l'AMF a développé des outils de surveillance des contrats de liquidité permettant d'identifier des schémas de manipulation de marché et de mesurer l'emprise du contrat de liquidité sur le marché du titre concerné ;
- à certains égards, la PMA Modifiée est plus exigeante que les PdC quant aux limites d'intervention en termes de prix. Or, la PMA Modifiée n'autorisant que les seuls ordres passifs, contrairement aux PdC autorisant les ordres agressifs et consommateurs de liquidité émis à une limite de prix égale au prix de la dernière transaction indépendante, est moins à même de porter atteinte à l'intégrité du marché ;
- conformément à l'article 13(1) de MAR, le respect de la PMA Modifiée est une condition nécessaire et non suffisante pour bénéficier de la dérogation à l'interdiction de manipuler le marché : toute intervention du contrat de liquidité résultant d'une transaction, d'un ordre ou d'un comportement illégitime ayant eu pour effet de manipuler le marché serait poursuivie par l'AMF et ce, quel que soit le niveau de ressources du contrat de liquidité.

Là encore, l'AMF considère que les PdC de l'AEMF, élaborés avant la mise en œuvre de MIF2 et sans la capacité à analyser en profondeur l'interaction entre contrats de liquidité et mécanismes de marché, ne sont pas totalement pertinents dans le cas de la France.