

► ÉDITO

Bruxelles a lancé une vaste consultation sur l'intégration des marchés européens, pièce maîtresse de sa stratégie en faveur d'une Union de l'épargne et de l'investissement, l'UEI (*cf. News p. 6*). L'enjeu est de doter l'Europe d'une autonomie financière à la hauteur de ses besoins économiques - colossaux - et de ses ambitions géopolitiques.

Si cette consultation porte principalement sur les questions d'organisation et de supervision des marchés et du post-marché, pour l'Association l'enjeu central demeure l'attractivité des marchés européens pour les investisseurs. Et ce, en particulier pour les ménages européens, dont l'épargne reste trop peu orientée vers l'investissement productif et l'innovation.

L'initiative espagnole « *EU Competitiveness Lab* » s'inscrit dans cette perspective, en réunissant des États volontaires, dont la France, pour avancer ensemble sur plusieurs chantiers prioritaires. Le premier vise à créer un label européen pour les produits d'épargne de long terme. Ce label, qui sera rendu public prochainement, sera-t-il suffisamment incitatif pour amener nos concitoyens à accepter davantage de risque dans leurs choix d'épargne, notamment en faveur des actions ?

Au-delà, dans un contexte de déficits budgétaires et sociaux croissants, peut-on faire l'économie d'un débat de fond sur l'introduction d'une part de capitalisation dans notre système de retraite ? Une telle évolution, certes complexe à mettre en œuvre et nécessitant des mécanismes de transition robustes, pourrait pourtant constituer un levier déterminant pour orienter durablement l'épargne vers le financement de long terme et contribuer à la prospérité de nos concitoyens.

# Stéphane Giordano Stéphanie Hubert

► DOSSIER



# Dollar : la guerre des devises n'aura pas lieu !

**Symbol de la puissance américaine, le dollar est aujourd’hui au cœur de nombreux paradoxes. Si son statut de monnaie de réserve mondiale demeure, les pressions économiques et géopolitiques fragilisent sa suprématie.**

## ► SOMMAIRE

Dossier 02

International Q5

Europe 06

France 09

News AMAEI 11

# Dollar : la guerre des devises n'aura pas lieu !

 Sandra Sebag

Le 16 mai, l'agence américaine Moody's a dégradé la note des États-Unis la faisant passer de AAA à AA1, en y ajoutant une perspective stable. Ils quittent ainsi le cercle très fermé des pays bénéficiant des meilleures notations. L'agence a justifié sa décision par la hausse de l'endettement qui s'élève à quelques 36.000 milliards de dollars et par son coût pour le budget fédéral. Elle s'attend aussi à un creusement du déficit public qui avait déjà atteint 6,4% du PIB en 2024 ! Cette nouvelle intervient alors que depuis quelques mois le rôle de valeur refuge du dollar est challengé. Depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, la devise américaine s'est imposée comme l'épicentre du système monétaire international (SMI). Monnaie de réserve mondiale, devise de référence pour le commerce international et valeur refuge ultime en période de turbulence, elle représente un levier de puissance au point de parler de « privilège exorbitant », selon l'expression consacrée dès les années 70 par le Président Valéry Giscard d'Estaing. En effet, d'une part, les États-Unis peuvent cumuler des déficits jumeaux (commerce extérieur et budget) et les financer sans difficulté, le reste du monde ayant besoin de dollars pour commercer, se financer et investir. Et d'autre part, les ménages américains n'ont pas besoin d'épargner massivement pour financer les déficits, le pays disposant d'un taux d'épargne très bas, inférieur à 5% du PIB actuellement contre 17% en France, et d'un niveau de vie en moyenne supérieur au reste du monde.

## Un privilège aux conséquences défavorables

Paradoxalement, la nouvelle administration américaine présidée par Donald Trump considère que la capacité des États-Unis à battre monnaie pour le reste du monde induit une vulnérabilité. « L'économie américaine croissant moins vite que celle du reste du monde du fait de l'essor des pays émergents, la demande mondiale d'actifs liquides en dollars augmente plus vite que sa taille. Ce dynamisme de la demande maintient le dollar à un niveau trop élevé au regard du déficit à résorber, et les taux d'in-

térêt à un niveau trop bas pour décourager les emprunteurs américains, privés comme publics, de s'endetter encore davantage », précise Agnès Bénassy-Quéré, seconde sous-Gouverneure de la Banque de France dans une Tribune publiée par la Banque de France le 19 mars dernier. Pour Stephen Miran, le Conseiller économique de Donald Trump, le déficit commercial et le niveau trop élevé du dollar conduisent aussi à une désindustrialisation de l'économie américaine qu'il convient d'arrêter. Pour lui, il faudrait affaiblir le dollar afin de restaurer la compétitivité américaine et cela doit passer par un accord international à l'image de celui du Plaza en 1985 et/ou par une hausse des droits de douane. Pour rappel, au début des années 80, le dollar s'était fortement apprécié à la suite de la hausse brutale des taux d'intérêt initiée par la Banque centrale américaine (Fed) en 1979 pour diminuer l'inflation. Dans les années qui ont suivi, les déséquilibres commerciaux entre les États-Unis d'une part et le Japon et l'Allemagne d'autre part se sont creusés. En 1985, le G5 s'est réuni au Plaza Hotel à New York et a décidé d'une action concertée des banques centrales pour faire baisser le dollar, ce qui fut le cas les deux années suivantes. Mais un tel accord serait aujourd'hui difficile à mettre en œuvre compte tenu des tensions internationales et surtout des changements dans les mécanismes de change. Les taux de change sont maintenant majoritairement flottants (ils étaient fixes dans les années 80) et déterminés par les flux mondiaux de capitaux, les banques centrales étant par ailleurs devenues indépendantes. « Dans les années 80, l'essentiel des flux internationaux était réalisé par les banques centrales alors que maintenant il s'agit surtout de capitaux privés, il est donc plus complexe d'intervenir sur les changes », prévient Patrick Artus, Conseiller économique chez Ossiam.

## L'impossible dédollarisation

Si l'administration américaine n'est pas satisfaite de cette situation (la domination du dollar), c'est le cas également pour de nombreux pays, certaines grandes puissances



►►► émergentes (Chine, Russie, Brésil...) cherchent à dédolaliser leurs économies, tandis que l'Europe aimerait imposer l'euro comme monnaie alternative. La part du dollar dans les réserves internationales a ainsi eu tendance à diminuer, elle représente 57,8% en 2024 selon le Fonds monétaire international (FMI) contre un peu plus de 70% dans les années 2000. La tendance est ainsi à la diversification sur différentes monnaies (euro, yen, livre sterling, renminbi...). Cependant aucune monnaie alternative ne parvient à s'imposer. « Si on considère le montant total des bons du Trésor américains, il ressort à environ 36 000 milliards de dollars, les bons du Trésor européens affichent un encours d'environ 12 000 milliards de dollars en cumulant le total des principaux pays (Allemagne, France, Italie...) », précise Julian Baker, co-Responsable de l'activité de trading sur les taux euro chez JP Morgan Chase & Co à Londres. Outre le décalage en termes d'encours, les marchés de capitaux européens restent fragmentés : la liquidité est variable d'un marché à l'autre ainsi que les niveaux de spreads. Les avancées dans le projet d'Union de l'épargne et de l'investissement (UEI) pourraient dans ce cadre être déterminantes, mais elles prendront encore du temps, même si les institutions européennes apparaissent déterminées en la matière. La Chine, deuxième puissance mondiale, n'est pas non plus en mesure d'imposer sa monnaie et n'y a d'ailleurs pas intérêt. Le renminbi est strictement contrôlé par Pékin et n'est pas librement convertible. Du côté des acteurs privés aussi le dollar est incontournable. « Pour investir dans l'innovation notamment dans l'intelligence artificielle, les États-Unis offrent le plus d'opportunités », souligne Julian Baker. Le dollar s'impose donc par défaut. « Le système monétaire international a toujours reposé sur une seule monnaie, le dollar ayant détrôné la livre sterling après la première guerre mondiale. Un système multidevises serait beaucoup moins efficace », avance Patrick Artus. D'ailleurs la part du dollar dans les transactions mondiales s'est plutôt affirmée ces dernières années, même s'il y a de la concurrence. « Le dollar représente plus de 50% des transactions internationales via le système Swift et sa part

a eu tendance à augmenter régulièrement depuis une vingtaine d'années même si les transactions en euro ont grimpé et représentent maintenant environ 30% des échanges sur Swift et si la Chine tente d'imposer des paiements en renminbi dans le cadre notamment des achats de pétrole aux pays du Golfe Persique », précise Guy Stear, Responsable de la recherche sur les marchés développés à Amundi Investment Institute.

Malgré son statut privilégié, le dollar est régulièrement sous pression. Comme dans les années 80 (avant l'accord du Plaza) ou encore au début des années 2000 (éclatement de la bulle internet, déficits jumeaux, baisse des taux d'intérêt...), depuis l'annonce de la hausse des droits de douane, il se déprécie. « En début d'année, le dollar valait 1,02 euro contre 1,12 actuellement, il s'est donc déprécié et cela d'autant plus si l'on considère les écarts de taux d'intérêt des deux côtés de l'Atlantique qui ressortent à 200 points de base, mais il reste encore au-dessus du niveau équivalent à la parité de pouvoir d'achat qui ressort à 1,15 », précise Patrick Artus. Cette dépréciation sera-t-elle suffisante pour diminuer les déséquilibres et/ou restaurer durablement la confiance dans un dollar qui serait à nouveau en ligne avec ses fondamentaux économiques ? Rien n'est moins certain, la plupart des experts tablant plutôt sur un très lent déclin. En attendant qu'éventuellement un véritable concurrent n'émerge (devises, monnaie numérique ou cryptomonnaie), la nouvelle pause décrétée par les États-Unis sur les mesures tarifaires face cette fois-ci à la Chine est de bon augure. D'autres tests cruciaux sont aussi attendus : le vote du prochain budget - la dégradation de la note par Moody's entraînera-t-elle des actions correctrices de la part de l'administration américaine ? - et surtout le renouvellement du mandat du Président de la Réserve fédérale en 2026. Une politisation excessive de la banque centrale américaine pourrait entraîner une défiance sur les marchés de la dette et saper davantage la stabilité du dollar. À l'inverse, une confirmation de l'indépendance de la Fed rassurerait grandement les investisseurs.



## L'analyse de ... Guy Stear

Responsable de la recherche sur les marchés développés chez Amundi Investment Institute.

### **Peut-on considérer que le dollar ne constitue plus une valeur refuge pour les investisseurs internationaux ?**

L'annonce de la hausse des droits de douane par Donald Trump a déclenché des mouvements de panique sur les marchés financiers. Les bons du Trésor américains qui servent traditionnellement de valeur refuge lorsque les investisseurs deviennent adverses au risque n'ont pas rempli leur rôle cette fois-ci. Les rendements offerts sur le 10 ans souverain dépasse maintenant 4,5%. Ce mouvement s'inscrit dans une tendance plus générale depuis plusieurs mois dans laquelle les bons du Trésor américains affichent un rendement inférieur au taux *asset swap* en dollar, ce qui les rend moins attractifs.

Deux raisons principales expliquent ce phénomène. D'abord, la dette publique américaine et les dépenses publiques ont fortement augmenté depuis la crise sanitaire de 2020, les investisseurs anticipent ainsi une hausse importante des émissions de papiers. Par ailleurs, la détention de bons du Trésor par les investisseurs internationaux n'a pas augmenté dans des proportions équivalentes à celle des émissions. Les pays asiatiques notamment n'ont pas cédé de titres, mais en ont moins acheté en proportion des émissions. De son côté, la Banque centrale américaine (Fed) cherche à réduire son bilan et acquiert moins de bons du Trésor. L'offre augmente et il y a un peu moins d'appétit pour ces titres. Lors des dernières adjudications, les équipes du Trésor auraient ainsi elles-mêmes appelé directement certains gros investisseurs pour permettre que celles-ci se passent correctement.

### **Les investisseurs internationaux ont-ils perdu tout intérêt pour les actifs américains ?**

Le désintérêt pour la dette américaine doit être relativisé. Selon les données annuelles du Trésor américain, sur le long terme, la détention d'actifs américains par les investisseurs étrangers correspond à des flux annuels équivalents à 3% du PIB américain. Ils se répartissent équitablement entre les actions, les obligations souveraines et les obligations d'entreprise. Le marché américain de la dette est l'un des plus profonds au monde et les actions, en particulier les valeurs de croissance, affichent une croissance des bénéfices bien supérieure à celle de l'ensemble du reste du monde. Rappelons que les actions américaines représentaient environ un tiers des grands indices mondiaux dans les années 90 alors qu'actuellement elles grimpent à plus de 70% !

ICSA

## ICSA, Assemblée générale, Cambridge, 19-20 mai



Stéphanie Hubert, Directrice générale de l'AMAFI et membre du *Board* d'ICSA (*International Council of Securities Associations*), et Arnaud Eard, Directeur des affaires européennes et internationales, ont participé à la rencontre annuelle de cette institution qui réunit des associations du monde entier représentant les marchés financiers.

Alors que les tensions économiques mondiales s'intensifient, cette édition fut l'occasion de constater que de nombreux États poursuivent des objectifs de simplification réglementaire, comme souligné par les représentants des États-Unis, de l'Inde, de l'Australie, du Royaume-Uni ou encore d'États membres de l'Union européenne. À ce sujet, *Martin Moloney*, Secrétaire général adjoint du Conseil de Stabilité Financière (FSB), a mis en garde contre le risque d'un affaiblissement global des standards. Il a appelé à réconcilier attractivité économique et régulation, avertissant que sans stabilité financière et soutenabilité, les gains économiques réalisés ne seraient pas pérennes.

Cette édition, organisée à Cambridge, a aussi mis l'accent sur les enjeux européens, notamment l'Union de l'épargne et de l'investissement (ex-UMC). Stéphanie Hubert est intervenue au sein d'un panel dédié à la structure de marché, qui fait actuellement l'objet d'une consultation de la Commission européenne (cf. News 6). À cette occasion, elle a souligné l'importance que l'intégration des marchés européens préserve la diversité des acteurs de marché, qui seule permet de répondre aux besoins variés des agents économiques.

Arnaud Eard

ABUS DE MARCHÉ

## Opérations de *pre-hedging*

Le Président du Comité conformité, Etienne Valence, et la Directrice du pôle conformité de l'AMAFI, Catherine Balençon, ont été invités par IOSCO, l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs, à participer à une table ronde sur le sujet du *pre-hedging*. Il s'agissait pour eux de partager les vues développées par l'Association dans sa réponse ([AMAFI / 25-15](#)) à l'Organisation sur ces opérations réalisées aux fins de couverture par anticipation d'une possible opération d'un client ou d'une contrepartie.

Catherine Balençon, Julie Dugourgeot

## INTÉGRATION DES MARCHÉS DE CAPITAUX Union de l'épargne et de l'investissement



Dans le cadre de la stratégie de la Commission européenne pour bâtir une Union de l'épargne et de l'investissement, l'exécutif bruxellois a lancé une consultation très large, allant du *trading* à la supervision, en passant par le post-marché. L'objectif est, rappelons-le, de mieux orienter l'épargne abondante des Européens vers le financement des entreprises européennes et de faciliter l'accès de ces dernières aux marchés de capitaux.

L'AMAFI a formulé plusieurs propositions ([AMAFI / 25-49](#)) :

- ▶ Limiter les nouvelles règles à ce qui est strictement nécessaire, conformément à l'objectif de simplification, et assurer une meilleure application de celles déjà en place.
- ▶ En matière de négociation, toute obligation d'interconnexion systématique est à proscrire, tout comme l'adoption du modèle américain de *trading* (RegNMS). Ces deux approches se heurtent au principe européen de meilleure exécution, conçu pour répondre efficacement à la diversité des infrastructures européennes.
- ▶ Certaines barrières du post-marché à l'intégration des marchés peuvent être levées en harmonisant les pratiques des infrastructures, en simplifiant les procédures de retenue à la source et en encourageant l'interopérabilité et le recours généralisé à T2S.
- ▶ Les nouvelles technologies et notamment la *blockchain* ne sauraient résoudre à elles seules la fragmentation actuelle.
- ▶ Renforcer l'indépendance de la gouvernance de l'ESMA est indispensable et va de pair avec sa capacité à assurer la convergence des pratiques des régulateurs nationaux. La supervision par l'Autorité est ainsi envisageable pour certains acteurs d'importance significative en Europe.

Mathieu Jacolin, Arnaud Eard

## RÈGLEMENT-LIVRAISON Passage à T+1

L'ambitieuse transition vers un cycle de règlement-livraison à un jour (T+1), prévue le 11 octobre 2027, se traduit notamment par une révision du règlement européen sur les titres et dépositaires centraux (CSDR). Dans cette perspective, deux propositions clés, sur lesquelles l'AMAFI s'était fortement mobilisée ([AMAFI / 25-22](#)) afin de sécuriser le bon fonctionnement du marché, ont été intégrées par le Conseil et le Parlement européen :

- ▶ La possibilité de suspendre temporairement, en cas de crise, les pénalités de défaut.
- ▶ L'exemption des opérations de financement sur titres (*Securities Financing Transactions – SFT*) du règlement-livraison à T+1.

L'ESMA préparant par ailleurs des normes techniques relatives à ce même règlement, récemment révisé, l'AMAFI s'est positionnée sur des sujets clés pour le passage à T+1 ([AMAFI / 25-37](#)), en insistant notamment sur :

- ▶ La nécessaire mise en cohérence de ces normes avec les travaux en cours de l'industrie.
- ▶ Une approche fondée, au moins dans un premier temps, sur les pratiques de marché existantes, plutôt que de nouvelles règles, en cohérence avec l'objectif de simplification exprimé par la Commission.
- ▶ Une période transitoire suffisante pour permettre aux acteurs de s'adapter, plutôt qu'une application dès janvier 2026.

L'AMAFI poursuit ses travaux, en lien avec les autorités françaises et européennes, pour une mise en œuvre réaliste et efficace de la réforme.

Mathieu Jacolin, Arnaud Eard

## EUROFI

### Forum Eurofi, Varsovie



Le Forum Eurofi de Varsovie, qui s'est tenu du 9 au 11 avril dernier, a été l'occasion pour l'AMAFI de mettre en avant ses priorités ([AMAFI / 25-34](#)) s'agissant de la *Stratégie* de la Commission européenne sur l'Union de l'épargne et de l'investissement (UEI).

Ainsi, Stéphane Giordano, Président de l'AMAFI, Arnaud Eard, Directeur des affaires européennes et internationales, et plusieurs membres de la Commission Action Européenne, ont rencontré des interlocuteurs institutionnels, notamment Stéphanie Yon-Courtin, membre de la Commission des Affaires économiques et monétaires du Parlement européen, Alexandra Jour-Shroeder, Directrice générale adjointe de la DG FISMA, ainsi que les représentants des ministères des finances de douze États membres.

Les priorités de l'Association sur l'UEI ont été globalement bien accueillies, notamment celles visant à relancer la titrisation, à mobiliser l'épargne des ménages pour financer l'économie européenne par des incitations fiscales et la création d'un label européen, ou encore à soutenir les marchés locaux moins matures. Il convient de souligner que si un consensus se dégage pour une relance du marché de la titrisation, les modalités pour y parvenir divisent encore : certains États membres privilégient un assouplissement des obligations de *due diligence*, d'autres une réforme des cadres prudentiels bancaires et assurantiels, voire la mise en place de garanties publiques.

En revanche, la réforme de la gouvernance de l'ESMA et la possibilité de tendre vers davantage de supervision centralisée pour les acteurs ayant des activités transfrontières, ne font pas l'unanimité.

Arnaud Eard

## MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES

### Régulation

Alors que la Commission européenne a proposé des évolutions structurantes pour les marchés de matières premières, l'Association a appelé ([AMAFI / 25-39](#)) à agir de manière ciblée et proportionnée, en tenant compte des spécificités de ces marchés, essentiels pour la couverture des risques des acteurs non financiers dans des secteurs tels que l'énergie, l'agriculture ou les métaux. L'AMAFI a ainsi préconisé de centrer les réflexions sur les véritables enjeux, sans durcissement injustifié du cadre existant.

L'Association recommande de conforter les mécanismes ayant prouvé leur efficacité, tels que les *circuit breakers* ou les tests d'exemption pour activité accessoire, tout en allégeant les charges inutiles. Elle s'oppose notamment à la déclaration systématique des positions de gré à gré aux plateformes de négociation, qui ferait doublon avec EMIR.

Plus largement, l'AMAFI alerte sur la complexité croissante du *reporting* et propose une stratégie en trois temps (cf. *News p. 8*). Elle insiste également sur les questions liées au calcul des appels de marge et à l'éligibilité des collatéraux, ces aspects ayant contribué lors de la crise énergétique de 2022 à un déplacement de l'activité vers les marchés de gré à gré.

Mathieu Jacolin, Diana Safaryan

## MIF

### Meilleure exécution

L'ESMA a publié début avril son [rapport final sur le projet de RTS MIF sur la meilleure exécution](#). L'AMAFI se réjouit de constater que celui-ci lève un certain nombre des difficultés qu'elle avait soulignées ([AMAFI / 24-68](#)). En particulier, le niveau de détail de la politique de meilleure exécution concernant les différentes classes d'actifs a été sensiblement réduit pour être ramené à son niveau actuel et les spécificités de l'exécution en compte propre sont désormais mieux prises en considération.

Quant à la base de données consolidée prévue par MiFIR révisé (*consolidated tape*), elle n'est désormais plus considérée comme obligatoire pour la sélection des lieux d'exécution et le contrôle de la politique d'exécution.

Comme souhaité par l'AMAFI, ces RTS devraient donc être globalement cohérents avec les dispositions actuelles, à l'exception de celles concernant le contrôle de la politique de meilleure exécution, substantiellement modifiées, et dont l'impact pratique reste à examiner.

Catherine Balençon, Julie Dugourgeot

## REPORTING DES TRANSACTIONS

### Simplification



Dans un contexte où la simplification réglementaire est érigée en priorité par la Commission européenne, l'AMAFI a formulé un ensemble de propositions concrètes afin de réduire la charge de *reporting* des transactions pesant sur les acteurs de marché (issu d'EMIR, SFTR et surtout de MiFID-MiFIR), sans nuire aux objectifs de supervision :

- ▶ À court terme, suspendre la révision des mesures de niveau 2 de MIFIR et reporter l'application des normes relatives aux données de référence des instruments financiers, une demande par ailleurs soutenue par l'EFSA (*European forum of securities associations*) qui l'a adressée à l'ESMA.
- ▶ Repousser la transposition de MiFID II révisée afin de se concentrer sur la simplification réglementaire et de permettre une mise en œuvre cohérente des ajustements qui seront retenus. Dans l'intervalle, continuer d'utiliser les identifiants existants, sans en créer de nouveaux spécifiques à chaque régime de *reporting*, et harmoniser les contrôles menés par l'ESMA et les autorités nationales.
- ▶ Au-delà, des évolutions de fond sont nécessaires pour réduire la complexité du système tout en assurant la qualité des données transmises : suppression du double *reporting* redondant, exclusion de certains instruments déjà couverts par d'autres régimes, et recentrage sur les champs clés.

Enfin, l'Association plaide pour une refonte à long terme de l'architecture européenne de *reporting*, fondée sur une base de données centralisée au niveau de l'ESMA et une convergence progressive des cadres EMIR, MiFIR et SFTR vers un dispositif unifié et stabilisé.

Ambra Moschini

## PROSPECTUS

### Utilisation de suppléments

Dans le cadre de la consultation de l'ESMA sur des lignes directrices relatives à l'utilisation d'un prospectus de base, plutôt qu'un supplément, pour l'émission de titres de dette, l'AMAFI a exprimé de fortes réserves ([AMAFI / 25-44](#)) quant à l'interprétation proposée. L'ESMA souhaite en effet interdire l'ajout, via un supplément, de « *nouvelles caractéristiques* » à des titres existants (par exemple, une clause de remboursement anticipé ou un mécanisme lié à la durabilité). Or, cela irait au-delà de ce que prévoit le règlement Prospectus et allongerait très sensiblement les processus d'émission, en les rendant de surcroît plus coûteux.

Ceci ne peut être satisfaisant pour la compétitivité des marchés européens et l'accès des entreprises aux financements de marché, deux objectifs centraux de l'Union de l'épargne et de l'investissement et poursuivis par le *Listing Act* récemment adopté. En ligne avec ces objectifs, l'harmonisation européenne doit viser un alignement, non pas sur les approches les plus strictes des autorités nationales compétentes, mais sur celles les plus flexibles, dès lors que celles-ci sont conformes au cadre réglementaire.

Ambra Moschini, Thiebald Cremers

## FINANCE DURABLE

### Révision du règlement SFDR

Dans sa réponse à l'appel à contributions lancé par la Commission européenne sur la révision du règlement SFDR, *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, l'AMAFI plaide pour améliorer la clarté juridique et la cohérence de celui-ci avec les autres textes de la réglementation durable ([AMAFI / 25-46](#)).

Elle appelle aussi à étendre SFDR aux produits conçus pour intégrer une dimension ESG, tels que les produits structurés, afin de mettre fin à l'insécurité juridique pesant sur leurs émetteurs et à renforcer leur lisibilité à l'égard des investisseurs. Ceci suppose toutefois de prendre en compte le fonctionnement spécifique de ces instruments, distincts des produits de gestion active qui sont au cœur des principes gouvernant SFDR. L'AMAFI se félicite que cette proposition, portée de longue date, soit désormais relayée par l'Institut de la Finance Durable ainsi que par l'EUSIPA (*European Structured Investment Products Association*).

Par ailleurs, l'Association appelle à clarifier les définitions clés, notamment celles d'investissement durable et des indicateurs PAI, à améliorer la lisibilité de l'information destinée aux clients de détail, et à préciser le traitement des produits dérivés dans les indicateurs de performance durable. Enfin, elle insiste sur la nécessité de coordonner les réformes en cours de SFDR, MiFID II, CSRD et de la Taxonomie pour assurer la cohérence globale du cadre européen.

Ces recommandations s'inscrivent dans la volonté de construire un environnement réglementaire plus efficace, plus lisible et plus propice au développement d'une offre ESG diversifiée en Europe.

Ambra Moschini

## PRODUITS STRUCTURÉS

### Rapport du Groupe de travail de l'AMF

Un groupe de travail du Collège de l'AMF a récemment soumis à consultation restreinte son rapport consacré aux produits structurés, à l'égard duquel l'AMAFI a exprimé des réserves de fond :

- ▶ La constitution du groupe de travail semble faire suite à certaines préoccupations exprimées sur les conditions de la commercialisation de produits structurés aux épargnants. Toutefois, ces préoccupations devraient être fondées sur des dysfonctionnements effectivement constatés, par exemple par les services de l'AMF, sa médiatrice ou le Pôle commun AMF-ACPR.
- ▶ Alors que ces produits sont déjà encadrés par une règlementation européenne et une doctrine nationale exigeantes, imposer de nouvelles obligations nationales, parfois redondantes, serait contraire à l'objectif largement partagé, y compris par l'AMF, d'éviter la surréglementation et la surtransposition et de renforcer la convergence des pratiques de supervision. Cela contredit également la volonté de simplifier le parcours client au cœur de la *Retail Investment Strategy*.
- ▶ Sur l'ESG, dans le contexte d'échanges nourris entre l'AMAFI et les services de l'AMF et d'une règlementation européenne en pleine évolution, les propositions du groupe de travail apparaissent prématurées : le dialogue doit se poursuivre sur des bases structurées.

L'Association, qui soutient par ailleurs pleinement les observations détaillées de l'Association Française des Produits d'investissements de Détail et de Bourse (AFPDB), avec laquelle elle a travaillé étroitement, a ainsi recommandé de ne pas publier le rapport en l'état. Si des bonnes pratiques devaient être édictées, elles devraient l'être en concertation étroite avec les professionnels concernés et les services de l'AMF.

Catherine Balençon, Julie Dugourgeot

## ACTIONS FRACTIONNÉES

### Projet d'ordonnance

Alors que l'offre d'actions fractionnées se développe, l'AMF a invité le Haut Comité Juridique de Place (HCJP) à rédiger un rapport sur ce type d'actifs. La DG Trésor, dans le cadre de l'habilitation que lui a conférée la loi Attractivité de juin 2024, a consulté la Place concernant un projet d'ordonnance visant à préciser le régime de ces instruments.

L'AMAFI, qui participe aux travaux du HCJP, s'est déclarée favorable ([AMAFI / 25-40](#)) sur le principe aux actions fractionnées, celles-ci pouvant contribuer à orienter l'épargne vers les fonds propres des entreprises et, surtout, à familiariser les épargnants avec le fonctionnement des marchés boursiers.

Elle a néanmoins relevé que le texte proposé ne se concentre que sur l'éligibilité des actions fractionnées au PEA/PEA-PME, sans cadrage juridique clair ni dispositions relatives à la protection des investisseurs. Le traitement fiscal de ces instruments, notamment s'agissant de la taxe sur les transactions financières, doit par ailleurs être clarifié pour éviter des effets non anticipés.

Thiebald Cremers

## NÉGOCIATION COLLECTIVE

### Accords de branche



#### Avenant à l'accord sur le temps de travail

Afin de répondre aux réserves exprimées par les pouvoirs publics dans le cadre de l'extension de l'accord de substitution relatif à la réduction du temps de travail, les partenaires sociaux ont signé un avenant à l'accord sur le temps de travail. La principale modification concerne les modalités de calcul de la rémunération en cas d'absences, d'arrivées ou de départs en cours de période de référence.

#### Accord sur la participation de branche

Les partenaires sociaux ont également signé un accord de branche destiné à faciliter la mise en place par les entreprises de moins de 50 salariés d'un dispositif de participation, notamment grâce à une formule de calcul dérogatoire. Grâce à cet accord, les entreprises qui le souhaitent pourront accéder à un outil de partage de la valeur sécurisé et encadré.

L'AMAFI a procédé aux dépôts et aux demandes d'extension de ces deux accords auprès du Ministère du travail.

Alexandra Lemay-Coulon,  
Jeanne Auriac

## CONFÉRENCE > DÉBRIEF

### Régime Pilote et MiCA, AMAFI - Cabinet Ashurst



Dans le cadre de ses travaux sur la finance numérique, l'AMAFI a organisé avec le cabinet Ashurst une conférence consacrée au Régime Pilote et au règlement MiCA. L'événement, qui s'est tenu le 13 mai, a réuni juristes, acteurs de marché et représentants de start-ups autour des enjeux opérationnels et réglementaires de ces deux dispositifs.

Le Régime Pilote, applicable depuis mars 2023, ouvre aux infrastructures de marché la possibilité de tester, sous conditions, l'usage de la technologie DLT pour la négociation et le règlement-livraison de certains instruments financiers. L'AMAFI a souligné l'intérêt de cette expérimentation pour accompagner l'innovation, tout en pointant la complexité des exemptions encadrant le régime, notamment s'agissant de la ségrégation des actifs et des manières d'éviter l'inflation de titres.

Le règlement MiCA, en vigueur depuis fin 2024, encadre quant à lui les cryptoactifs non assimilables à des titres financiers. La conférence a permis d'approfondir les obligations des prestataires de services sur cryptoactifs (PSCA), les règles spécifiques applicables aux stablecoins, ainsi que les interactions avec les autres réglementations européennes, comme DORA ou la seconde directive sur les services de paiement.

L'AMAFI continuera d'explorer les implications de ces évolutions réglementaires en s'attachant à analyser les enjeux que soulève la transformation numérique des marchés financiers et à identifier les points de vigilance pour les professionnels.

**Yann Besseau et Thiebald Cremers**



### ENQUÊTE DE SATISFACTION DES ADHÉRENTS DE L'AMAFI

Principaux résultats 2024

**98% DES ADHÉRENTS SONT GLOBALEMENT SATISFAITS À L'ÉGARD DE L'AMAFI**

Dont 88 % sont "Totalement" ou "Très" satisfaits

**95% CONSIDÈRENT QUE L'AMAFI MÈNE UNE ACTION UTILE**



**93% ESTIMENT SON ACTION EFFICACE ET CRÉDIBLE AU NIVEAU FRANÇAIS**



**83% AU NIVEAU EUROPÉEN**  
(Adhérents ayant connaissance de l'action de l'Amapi au niveau européen)



**91% JUGENT UTILE LA CONTRIBUTION DE L'AMAFI AU DÉBAT PUBLIC SUR LE RÔLE ET L'UTILITÉ DES MARCHÉS**

**88% TROUVENT LES MAILINGS ENVOYÉS PAR L'AMAFI ADAPTÉS À LEURS BESOINS**



**94% ONT UNE PERCEPTION POSITIVE DE LA DISPONIBILITÉ ET DE LA REACTIVITÉ DES SALARIÉS DE L'AMAFI**

**95% ÉVALUENT POSITIVEMENT LES RÉFLEXIONS MENÉES AU SEIN DES COMITÉS ET GROUPES DE TRAVAIL**



**99% DES ADHÉRENTS FONT CONFIANCE À L'AMAFI POUR RÉPONDRE À LEURS BESOINS ET ATTENTES**

Dont 85 % font "Totalement" ou "Très" confiance

## ACTIVITÉS

**Chiffres-clés  
du 01/05/2024  
au 01/05/2025**

**35**

Réponses à des consultations publiées ou en cours

**31**

Notes de position / de problématique

**23**

Notes d'information

**20**

Conférences et événements AMAFI

## Actuellement en vigueur

**14**

Bonnes pratiques professionnelles

**7**

Contrats types

## CONTACTS

### Jeanne Auriac

01 53 83 00 74 | jauriac@amafi.fr

### Catherine Balençon

01 53 83 00 87 | cbalencon@amafi.fr

### Yann Besseau

01 53 83 00 83 | ybesseau@amafi.fr

### Philippe Bouyoux

01 53 83 00 84 | pbouyoux@amafi.fr

### Thiebald Cremers

01 53 83 00 91 | tcremers@amafi.fr

## PUBLICATION

### Déclin économique : comment l'Europe peut-elle rebondir ?

L'AMAFI et Revue Banque publient un nouveau supplément intitulé : « Déclin économique : comment l'Europe peut-elle rebondir ? »

Dans un contexte international très tendu, marqué par des besoins de financement urgents et massifs et alors que, malgré une épargne abondante, les capitaux européens ne sont toujours pas suffisamment orientés vers le financement de l'économie de l'UE, le décrochage économique et financier de l'Europe par rapport notamment aux États-Unis et à la Chine paraît de plus en plus alarmant. Quelles en sont les causes structurelles et conjoncturelles ? Comment l'Europe peut-elle rebondir et mettre fin au déclin économique ? Quelles mesures prioritaires ? Ce numéro spécial explore ces questions clés à travers les contributions d'experts français et internationaux, offrant des perspectives variées sur les défis et enjeux liés à cette dynamique.

[Accédez à la publication](#)

Cette publication fera l'objet d'un débat public le 11 juin prochain à 14h30 (uniquement par webcast) [Inscription](#).

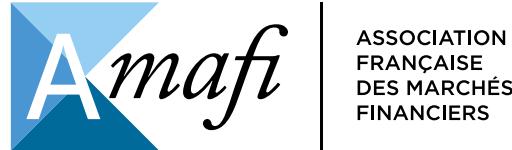
[Retrouvez toutes les publications](#) réalisées dans le cadre du partenariat AMAFI-Revue Banque

Philippe Bouyoux



## NOUVEAUX ADHÉRENTS

- ▶ **Circlub**, entreprise d'investissement dont les activités sont la réception-transmission d'ordres, le placement non-garanti et le conseil en investissement. Ses dirigeants sont Emmanuel Seviran (Président), Brahim Benaïssa (Directeur général) et Sébastien Mellot (Directeur technique).
- ▶ **Saxo Bank**, entreprise d'investissement dont les activités sont la réception-transmission et l'exécution d'ordres. Son responsable en France est Thomas Jegu.



ASSOCIATION  
FRANÇAISE  
DES MARCHÉS  
FINANCIERS



[www.amafi.fr](http://www.amafi.fr)



AMAFI Financial Newsletter



L'Info sociale



Nos vidéos Professeur Spot



Nos vidéos Métiers



in amafi-france

S'ABONNER À L'INFO AMAFI

SUJETS EN COURS DANS LES GROUPES DE TRAVAIL

13, rue Auber, 75009 Paris | Tél.: 01 53 83 00 70 | email : [info@amafi.fr](mailto:info@amafi.fr)

Les documents cités dans cette lettre sont disponibles sur le site [www.amafi.fr](http://www.amafi.fr) lorsqu'il s'agit de documents publics (notamment les réponses de l'AMAFI aux consultations publiques identifiables par *la couleur verte*). Pour les autres documents, ils sont disponibles sur le site réservé aux adhérents.