

## ► ÉDITO

Les chocs successifs de ces dernières années, sanitaires, géopolitiques et économiques, bousculent profondément les équilibres mondiaux et renforcent la nécessité d'ancrer l'autonomie stratégique au cœur des politiques européennes. La stratégie de rupture choisie par la nouvelle administration américaine, en matière militaire comme commerciale, ne fait que conforter cette exigence.

L'assouplissement par l'Allemagne de ses règles budgétaires, tout comme les initiatives lancées par la Commission européenne pour renforcer l'industrie de défense de l'Union et assurer sa sécurité sur le long terme sont autant de signaux marquants d'un changement de paradigme. La stratégie dévoilée mi-mars pour l'Union de l'Épargne et des Investissements (UEI) représente elle aussi un pas majeur. Son objectif : permettre au système financier européen d'orienter plus efficacement l'épargne vers les investissements productifs pour stimuler la croissance et la compétitivité de l'UE. Car ce n'est qu'en reliant efficacement l'épargne aux besoins d'investissement que les marchés de capitaux, compléments vitaux du système bancaire, pourront nous donner collectivement les moyens de relever ces différents défis (cf. news p.6).

Espérons que les États membres parviendront à avancer de façon coordonnée durablement. En reconnaissant l'intérêt que présenteraient des coalitions de quelques-uns d'entre eux pour réaliser des progrès rapides dans certains domaines, l'exécutif bruxellois fait aujourd'hui preuve d'un pragmatisme bienvenu. Dans un monde qui n'est plus celui « d'avant », la flexibilité gage d'agilité, doit désormais être privilégiée !

Stéphane Giordano  
Stéphanie Hubert

## ► DOSSIER



## Les ETF à la conquête de l'Europe

Les ETF ou fonds d'investissement cotés n'ont eu de cesse de gagner des parts de marché en Europe. Après s'être développés auprès des institutionnels, ils séduisent de plus en plus les particuliers. Retour sur les avantages et les biais inhérents à ces instruments financiers qui ont le vent en poupe.

# Les ETF à la conquête de l'Europe

 Sandra Sebag

Les ETF (*Exchange Traded Funds*) sont des fonds d'investissement cotés en bourse qui répliquent la performance d'un indice, d'un secteur, d'une matière première ou encore d'une classe d'actifs. Ils permettent aux investisseurs d'acheter ou de vendre des parts de fonds en bourse comme ils le feraient pour une action, tout en bénéficiant de la diversification propre à un fonds. Les premiers ETF ont été lancés au Canada à Toronto en 1990 sur l'indice Toronto 35. Aux Etats-Unis, *State Street Global Advisors* a été le premier acteur à s'intéresser à ce véhicule d'investissement et a lancé son premier ETF sur le S&P 500 en 1993. Depuis, leur succès ne s'est jamais démenti à travers le monde. La croissance des ETF est en effet impressionnante. Fin 2024, selon Morningstar, les encours sous gestion au niveau mondial atteignaient 13 816 milliards de dollars, tandis qu'en Europe, ils ont dépassé la barre symbolique des 2 000 milliards de dollars pour finir l'année 2024 à 2 350 milliards de dollars contre seulement 500 milliards en 2015. La dynamique de croissance est restée à deux chiffres en Europe entre 2015 et 2024, à l'exception des années 2018 et 2022. En 2024, la progression a ainsi été d'environ 15 % en Europe et de 13,5 % dans le monde et la tendance se confirme début 2025, « *les ETF ont enregistré en Europe une collecte de 60 milliards d'euros au cours des deux premiers mois de l'année* », souligne Benoît Sorel, Responsable de la ligne ETF, Indiciel et Smart Beta d'Amundi.

La progression des encours sous gestion s'explique par les caractéristiques intrinsèques de ces instruments : ils sont faciles d'accès, étant cotés en bourse, simples d'utilisation et à faibles coûts. Certains produits peuvent en effet afficher des frais de gestion de l'ordre de quelques points de base. Ils sont ainsi de plus en plus souvent utilisés pour piloter une allocation de façon tactique en fonction des conditions de marché et de la performance relative des différentes zones géographiques.

« *Aujourd'hui, quelques grandes valeurs dominent la performance de certains indices, comme les méga-capitalisations de la Tech aux Etats-Unis. Cette concentration a largement favorisé les investissements en ETF l'an dernier, avec des valorisations extrêmes difficiles à surpondérer et avec un impact sur la performance tout autant difficile à ne pas capturer* », avance Benoît Sorel. Les investissements en ETF ont ainsi surtout favorisé jusqu'ici les marchés américains, un biais notable alors que la priorité affichée dans le cadre de l'Union pour l'épargne et l'investissement (UEI) est de financer l'économie européenne ! Mais, depuis le début de l'année, les actions de la zone euro surperforment celles des marchés américains, les flux d'investissement ont ainsi pris le chemin inverse et reviennent et/ou restent en Europe, ... pour l'instant !

## Un comportement procyclique

La réplcation d'indices assure aux ETFs passifs leur simplicité et leurs faibles coûts relatifs. Mais ce mécanisme de réplcation peut induire différents risques. Ainsi, les ETF sont parfois soupçonnés d'accentuer les mouvements de marché. « *Les ETF agissent de façon procyclique, ils ont atteint un tel poids sur les marchés développés aux Etats-Unis, où ils détiennent 20% des actions, et maintenant en Europe, qu'ils renforcent les mouvements de marché à la hausse comme à la baisse* », prévient Stéphane Giordano, Président de l'AMAFI. Selon les experts, ils posséderaient d'autres limites consubstantielles et parmi celles-ci figure leur impact sur l'efficacité des marchés et donc sur l'allocation des ressources. Dans une perspective théorique, les investisseurs - qui disposent d'une information parfaite - sélectionnent et arbitrent sur les marchés financiers en fonction des fondamentaux des entreprises au niveau micro-économique et des indicateurs globaux au niveau macro-économique et participent ainsi à la formation des prix pour chaque valeur, ►►

►► mais aussi des entreprises entre elles. A contrario, les investisseurs en ETF s'appuyant sur des indices ne sélectionnent pas des titres, mais un panier de titres dont ils prennent la composition comme une donnée exogène.

« Ils ne participent pas à la découverte des prix, ce qui a un impact sur l'allocation des ressources », poursuit Stéphane Giordano. Cette critique semble particulièrement pertinente dans le cadre du financement des petites et moyennes capitalisations (PME). En Europe, il existe peu d'ETF investis sur cette classe d'actifs et a contrario, les indices utilisés par les fournisseurs d'ETF ont tendance à privilégier les grandes voire les méga-capitalisations.

### Les particuliers en ligne de mire

Jusqu'à récemment, les investisseurs particuliers européens s'étaient peu intéressés aux ETF qui s'adressaient plutôt à des investisseurs professionnels (investisseurs institutionnels et gérants de fonds). Cependant, depuis la crise sanitaire, un changement de comportement est perceptible : l'intérêt des particuliers et notamment des jeunes, pour la bourse s'est accru, favorisant une adoption plus large des ETF. « Nous assistons ces dernières années à une démocratisation des ETF grâce à la digitalisation de l'épargne. Les plateformes d'épargne en ligne permettent désormais de façon très simple d'ouvrir un compte titre, un plan d'épargne en actions (PEA), un contrat d'assurance-vie voire un plan d'épargne retraite (PER) en

s'appuyant sur les ETF », précise Thibaud de Cherisey, responsable de la distribution des ETF pour la zone EMEA chez Invesco. Ce mouvement a démarré en Allemagne où les plans d'investissement programmés et/ou frac-

tionnés ont connu un fort succès avant de se généraliser à l'ensemble de l'Europe. « 30% des flux des particuliers sur les plateformes de trading concernent maintenant des ETF », souligne ainsi Benoît Sorel. Cette tendance devrait selon les experts encore se renforcer. « Dans les prochaines années, les baby-boomers vont transmettre leurs capitaux aux générations X et Y qui privilégient les néo-brokers et s'intéressent à la bourse via les ETF », souligne Serge Weyland, CEO de l'ALFI (Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement).

Dans un rapport qui a fait beaucoup de bruit l'an dernier, Mario Draghi, ancien Président de la Banque centrale européenne

(BCE) avait affirmé que l'Europe avait décroché d'un point de vue économique et en matière d'innovation par rapport aux Etats-Unis et à l'Asie et qu'il était urgent de relancer l'investissement. L'objectif est d'orienter l'épargne abondante des ménages européens vers les besoins de financement des entreprises de l'UE. Mais pour cela, encore faut-il fléchir l'épargne des particuliers vers les marchés européens. Une gageure si les seuls véhicules d'investissement utilisés sont des ETF fondés sur des indices qui surpondèrent l'économie américaine ...

## La dynamique de croissance des ETF ressort à deux chiffres en Europe entre 2015 et 2024, à l'exception des années 2018 et 2022



## L'analyse de ... Laurent Deville

Professeur de Finance et directeur académique des masters en Finance - Edhec Business School.

### Comment expliquez-vous le succès des ETF ?

Les ETF constituent l'innovation financière majeure de ces quarante dernières années. Il s'agit d'un produit simple d'utilisation, accessible facilement et qui grâce à une structure optimisée constitue certainement la meilleure façon d'investir de façon passive. Les ETF possèdent intrinsèquement une très grande liquidité et affichent des frais de gestion très faibles. Ces derniers peuvent être compris entre 2 et 4 points de base pour des produits investis sur des grands indices américains cumulant plusieurs dizaines milliards de dollars voire davantage. Les ETF ont par ailleurs passé avec succès les différentes crises financières de ces dernières années. A ce titre, au début de la crise liée au covid, les marchés du crédit ont été temporairement fermés, pour autant les ETF obligataires sont restés cotés et ont même pu apporter de la liquidité aux investisseurs.

### Ces instruments ne présentent-ils pas des risques ?

Les risques liés aux ETF sont les mêmes que ceux associés à leurs sous-jacents. Un ETF investi sur l'indice S&P 500 affichera la même perte en capital que celle de son indice en cas de correction. Les principaux risques relèvent ainsi de la méconnaissance de ces produits. Ils rencontrent un succès croissant auprès des particuliers qui doivent bien comprendre qu'étant investis dans des actifs à risque, ils sont exposés à un risque de perte en capital. Il existe de plus maintenant des produits complexes avec du levier ou encore utilisant des ventes à découvert qui doivent être bien compris par les investisseurs. Au-delà de ces risques, ils ont fait l'objet de différentes polémiques depuis leur lancement. Il y a eu un débat il y a quelques années sur les ETF synthétiques soulignant un risque spécifique. Certes, cette technique ajoute un risque de contrepartie, mais qui est généralement très bien géré.

### Les ETF soulèvent-ils encore des débats ?

Les ETF ont fait l'objet de très nombreux débats depuis leur création, sans être pour l'instant tous tranchés. Ils portent par exemple sur leur impact sur l'efficacité des marchés ou encore sur le fait qu'ils puissent ou non accentuer les crises financières. Il est possible de considérer que les ETF sont simplement des révélateurs de problèmes existants. A ce titre, ils ne sont pas directement responsables de la concentration des marchés et/ou des indices sur quelques grandes valeurs ou encore des difficultés dans l'accès aux financements des petites capitalisations. Maureen O'Hara et Ayan Bhattacharya ont rédigé un article pour le CFA Institut en 2020 indiquant que les ETF permettaient de lever certains freins rendant l'investissement passif plus efficace, ce qui modifie par conséquent les équilibres existants entre les acteurs financiers. Elles soulignent aussi qu'il est difficile d'anticiper les problèmes posés par les ETF tant qu'ils ne se matérialisent pas...

ABUS DE MARCHÉ

## Opérations de *pre-hedging*



Après l'ESMA, qui avait travaillé en 2022 et 2023 sur ce sujet ([AMAFI / 22-67](#)), l'OICV (Organisation Internationale des Commissions de Valeurs ou IOSCO) a lancé une consultation sur les opérations réalisées aux fins de couverture par anticipation d'une possible opération d'un client ou d'une contrepartie, opérations dites de *pre-hedging*. L'OICV entend ainsi encadrer cette pratique, notamment au regard des risques d'abus de marché qu'elle peut induire.

Alors que ces opérations sont essentielles au bon fonctionnement des marchés, l'AMAFI a relevé ([AMAFI / 25-15](#)) que, dès lors qu'elles visent à servir les intérêts de la contrepartie ou du client, elles nécessitent d'être appréciées au cas par cas, en fonction de la liquidité des instruments financiers concernés, de la situation d'inventaire du négociateur, ou encore de leur ampleur.

De plus, l'Association a soutenu que les mécanismes d'information des clients ou contreparties sur le recours à cette pratique devraient être variables selon la nature de ces derniers, la sensibilité de l'opération potentielle et le mode de négociation, manuel ou électronique.

Ce sujet sera à l'ordre du jour de la réunion organisée prochainement par l'[EFSA \(European Forum of Securities Associations\)](#) avec Rodrigo Buenaventura, Président de l'OICV, à laquelle l'AMAFI sera représentée.

**Catherine Balençon, Julie Dugourgeot**

## UNION DE L'ÉPARGNE ET DE L'INVESTISSEMENT

### Stratégie de la Commission européenne

La Commission européenne a présenté mi-mars sa stratégie pour l'Union de l'épargne et de l'investissement (UEI), dont l'objectif est de mieux orienter l'épargne abondante des Européens vers les besoins d'investissements colossaux de l'Union et de faciliter l'accès des entreprises européennes aux marchés de capitaux.

Cette stratégie s'articule autour de quatre grands axes :

- ▶ **Citoyens et épargne** : faciliter l'accès des ménages européens aux marchés financiers, à travers notamment la création d'un compte d'épargne et d'investissement européen ou un label pan-européen pour certains produits. À noter concernant le projet de *Retail Investment Strategy (RIS)* : la Commission indique qu'elle pourrait le retirer s'il n'atteignait pas les objectifs initialement fixés.
- ▶ **Investissement et financement** : encourager l'investissement en actions, faciliter les sorties d'investissement pour les investisseurs privés et relancer le marché de la titrisation.
- ▶ **Intégration des marchés** : réduire la fragmentation en supprimant les obstacles réglementaires aux activités transfrontières des infrastructures de marchés et des gestionnaires d'actifs.
- ▶ **Supervision** : renforcer la convergence des pratiques et tendre vers une supervision unique pour certains acteurs exerçant des activités transfrontières (infrastructures de marché et de post-marché, fournisseurs de services de cryptoactifs et gestionnaires d'actifs).

Parmi ces projets, nombre d'entre eux sont attendus d'ici la fin de l'année, signe de la prise de conscience de l'urgence à laquelle est confrontée l'Union.

Dans l'ensemble, l'Association soutient de telles réformes depuis plusieurs années, y compris dans ses dernières propositions (*AMAFI / 23-88*) reprises dans sa réponse à la consultation de la Commission sur l'UEI (*AMAFI / 25-19*).

Arnaud Eard



### Rapport du Parlement européen

La Commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen a, pour sa part, publié un projet de rapport à destination de la Commission et du Conseil sur les priorités du Parlement. Parmi celles-ci : la supervision centralisée par l'ESMA des acteurs de marché ayant des activités transfrontières, la création d'un compte d'épargne / d'un label européen pour des produits simples à bas coûts et la création d'un *safe asset* européen. L'AMAFI déplore que la relance du marché européen de la titrisation ne soit pas mentionnée.

### Simplification administrative et réglementaire

Parallèlement, dans le sillage des travaux d'Enrico Letta et de Mario Draghi, la Commission a publié sa « boussole pour la compétitivité » qui érige la réduction de la charge réglementaire et administrative comme priorité. Dans ce cadre, l'Association a formulé plusieurs propositions de simplification (*AMAFI / 25-19*), issues des travaux menés avec ses Comités et groupes de travail, avec un focus particulier sur :

- ▶ Le *reporting*, dont la charge et la complexité sont devenus particulièrement pesantes.
- ▶ La finance durable (*AMAFI / 25-29*), dans le cadre de la directive Omnibus (*cf. news p.8*).
- ▶ Le cadre prudentiel applicable aux entreprises d'investissement, dans la perspective de la révision d'IFR-IFD (*AMAFI / 25-30*).

Ces réflexions se poursuivent activement.

## RECHERCHE SPONSORISÉE

### Code européen



Dans le cadre de son mandat au titre de MiFID II, l'ESMA a publié un projet de RTS concernant un Code de conduite européen pour la recherche sponsorisée.

L'AMAFI (*AMAFI / 25-26*) se félicite que ce projet s'inspire largement de la *Charte française de bonnes pratiques de la recherche sponsorisée*, élaborée en 2022 par l'AMAFI, l'AFG et la SFAF. Celle-ci a en effet démontré sa pertinence, avec 284 contrats signés, couvrant plus d'un tiers des entreprises d'Euronext Paris dont la capitalisation se situe entre 10 million et 1 milliard d'euros.

L'Association considère cependant que le projet proposé nécessite d'être ajusté, concernant notamment :

- ▶ L'introduction d'une clause de grand-père pour permettre une transition ordonnée des contrats existants vers le nouveau dispositif.
- ▶ La confirmation que les cadres MiFID et MAR s'appliquent pleinement, comme c'est le cas en France.
- ▶ La précision que les analyses produites dans le cadre d'une IPO menée par un syndicat ne relèvent pas de la recherche sponsorisée.
- ▶ L'obligation d'évaluer la conformité au Code de conduite de la recherche produite qui doit concerner les seuls distributeurs de recherche produite par des entités qui ne sont pas des entreprises d'investissement.
- ▶ La recherche partiellement financée par l'émetteur qui ne doit pas faire l'objet d'une diffusion publique.

Ces points ont été abordés lors d'un premier échange avec les services de l'AMF. L'ESMA doit soumettre ce RTS à la Commission européenne d'ici la fin de l'année, pour une entrée en application prévue en juin 2026.

Mathieu Jacolin, Diana Safaryan

## RÈGLEMENT-LIVRAISON

### T+1

La gouvernance européenne du passage à T+1, prévu le 11 octobre 2027, est désormais en place, avec des groupes de travail couvrant l'ensemble de la chaîne d'intervenants, du trading au règlement-livraison (R/L), sous la coordination d'un Comité comprenant les autorités de tutelle et d'un Comité Industrie (*Industry Committee*). Stéphane Giordano, Président de l'AMAFI, représente l'EFSA (*European Forum of Securities Associations*) dans ce dernier.

Giovanni Sabatini, qui préside ce comité, a échangé mi-mars avec l'AMAFI, l'AFG et France Post-Marché, à leur invitation. Conscient de la complexité du passage à T+1 et de l'extrême contrainte calendaire, il a insisté sur l'importance de la phase actuelle de collecte des points d'attention, des spécificités nationales et des pratiques de marché par les groupes de travail, qui alimenteront la feuille de route prévue pour fin juin 2025 et le *rulebook* à produire d'ici fin septembre.

Alors que la Commission a proposé une modification du règlement CSDR, trois points mobilisent particulièrement l'Association :

- ▶ L'exclusion des prêts-emprunts de titres et pensions-livrées (Repos) du champ de T+1, actuellement objet de discussions entre le Comité Industrie et la Commission européenne.
- ▶ L'inscription dans CSDR d'un mécanisme permettant de suspendre temporairement le paiement des pénalités de défaut de R/L en cas de volume anormalement élevé, ceci afin que les intervenants puissent concentrer leurs efforts sur la résolution des défauts.
- ▶ L'identification d'ajustements pour faciliter le R/L des ETFs.

Mathieu Jacolin, Diana Safaryan

## FINANCE DURABLE

### Révision de SFDR - Nouveau cadre



Avec son Groupe de travail *Finance Durable*, l'AMAFI a formulé des propositions de refonte de SFDR (*AMAFI / 25-27*), transmises à la DG FISMA avec laquelle des discussions préliminaires s'étaient tenues.

L'Association soutient la classification des produits en trois catégories - *Sustainable, Transition et ESG Collection* – proposées par la Plateforme sur la Finance Durable. Cependant, les critères envisagés,

pensés pour les fonds, doivent être adaptés pour couvrir d'autres types de produits financiers, notamment les produits structurés.

L'Association suggère également :

- ▶ D'utiliser ces catégories pour évaluer les préférences de durabilité des clients (MiFID), de simplifier le questionnaire ESG et de laisser de la souplesse dans la formulation des questions.
- ▶ D'alléger l'information produit à fournir aux clients.
- ▶ De ne pas soumettre à des obligations de transparence ESG les produits non classés dans les trois catégories, afin d'éviter des coûts inutiles et des informations peu pertinentes pour les clients.
- ▶ D'intégrer les règles de dénomination des fonds dans le nouveau cadre SFDR pour éviter les incohérences.

### Paquet Omnibus et reporting Taxonomie

Dans le cadre des consultations lancées par la Commission européenne sur son paquet Omnibus relatif à CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*), CSDDD (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*) et Taxonomie, l'AMAFI a déploré (*AMAFI / 25-29*) que la publication des indicateurs Taxonomie liés aux portefeuilles de négociation et aux frais et commissions ne soit reportée que d'un an. Ceux-ci ne permettant pas d'évaluer la contribution des acteurs financiers au développement durable et leur calcul étant en outre compromis par la réduction du périmètre des entreprises soumises à la CSRD, l'AMAFI demande leur suppression pure et simple.

Enfin, l'Association a réitéré son appel à inclure les produits dérivés dans le calcul des ratios de durabilité des établissements de crédit (*Green Asset Ratio*) et des gestionnaires d'actifs (*Green Investment Ratio*).

Ambra Moschini

## LISTING ACT

### Abus de marché

Dans le cadre de l'élaboration des RTS relatifs au règlement Abus de Marché (MAR) modifié par le *Listing Act*, l'ESMA a notamment consulté sur l'obligation pour un émetteur de rendre publique une information privilégiée associée à un processus long.

Alors que MAR offre dorénavant une possibilité d'exemption à cette obligation lorsque l'information se rapporte à une étape intermédiaire d'un tel processus, une avancée dont l'Association se réjouit, l'Association a jugé trop strictes les propositions de l'ESMA pour définir les « circonstances finales » qui terminent ces processus longs et qui obligeraient les émetteurs à systématiquement divulguer l'information privilégiée (*AMAFI / 25-12*).

### Prospectus

S'agissant du règlement Prospectus, également modifié par le *Listing Act*, l'ESMA consulte sur de futures lignes directrices concernant les conditions dans lesquelles une émission de titres (autres que des actions) doit donner lieu à un prospectus de base plutôt qu'à un supplément à un prospectus de base existant.

L'enjeu est considérable puisque l'élaboration d'un prospectus de base dans le cadre d'un programme annuel d'émissions obligataires (y compris produits structurés et obligations durables) entraîne un surcoût important et des charges administratives lourdes, aussi bien pour les établissements que pour les autorités nationales compétentes qui doivent les approuver.

Le Groupe de travail *Listing Act* de l'AMAFI répond à cette consultation dans la perspective de ne pas alourdir ces charges financières et administratives, tout en préservant la bonne information du marché.

Thiebold Cremers, Yann Besseau

## FINANCEMENT DES ENTREPRISES

### Manifeste de Place

L'ensemble des acteurs de la Place de Paris, dont l'AMAFI, se mobilisent « pour un meilleur financement des entreprises par les marchés de capitaux », à travers un Manifeste publié le 18 mars dernier.

Inspiré du modèle italien « *Il Manifesto* », ce projet, coordonné par Euronext, vise à renforcer l'attractivité des marchés de capitaux en France, en valorisant les atouts de la Place et en proposant des mesures concrètes pour faciliter l'accès des entreprises, et notamment des PME et ETI, à la bourse. Cette initiative émane du constat que la Place financière française court aujourd'hui un risque d'atrophie, particulièrement marqué sur le segment des valeurs petites et moyennes, qui affaiblirait notre pays dans sa capacité à faire face aux défis économiques et stratégiques actuels.

Trois groupes de travail ont ainsi élaboré des propositions pour promouvoir la cotation des PME et ETI, dont plusieurs ont reçu le soutien du Comité Valeurs Moyennes de l'AMAFI, telles que l'incitation à référencer un fonds PEA PME dans les supports d'épargne salariale, la stabilité des dispositifs comme le régime FCPI, et l'introduction d'un « *Bonus IPO* » qui viendrait aider les PME et ETI à entrer en bourse. Un tel dispositif a permis de relancer fortement le marché italien avec plus de 150 IPO réalisées en Italie entre 2020 et 2024, dont 147 concernant des PME et ETI.

*Communiqué et Manifeste*

Mathieu Jacolin

## CONFÉRENCE > DÉBRIEF

### L'AMAFI partenaire de la Conférence Financement des PME par la cotation en Bourse



Le 20 février, dans le cadre du programme ETIncelles, une initiative du Ministère de l'Economie et des Finances dédiée à l'accompagnement des PME en croissance et à la facilitation de leurs interactions avec les services de l'État et les administrations, une conférence s'est tenue à Bercy sur un sujet clé : la cotation en Bourse comme levier de financement pour les PME. Cet événement a permis aux entreprises participantes de comprendre comment une introduction en bourse peut soutenir leur croissance et a été l'occasion d'échanger

avec des banques spécialisées et des acteurs du marché.

L'AMAFI est fière d'avoir été partenaire de cette initiative, aux côtés d'Euronext, de la CDC, de la Direction Générale des Entreprises et d'y avoir participé activement grâce à la mobilisation des membres de son Comité Valeurs Moyennes (CVM), présidé par Vincent Le Sann, qui a fait une intervention lors des tables rondes.

Mathieu Jacolin, Diana Safaryan

## RÉGIME PRUDENTIEL DES EI

### Révision d'IFR-IFD

Dans la perspective de la révision du cadre prudentiel applicable aux entreprises d'investissement (IFR - *Investment Firms Regulation* et IFD - *Investment Firms Directive*), l'Association a transmis à la Direction Générale du Trésor des propositions de simplification (*AMAFI / 25-30*) visant à assurer une meilleure proportionnalité des règles et à alléger les charges de conformité excessives. Celles-ci concernent :

- ▶ La simplification de certaines procédures liées aux règles de rémunération.
- ▶ L'ouverture aux entreprises d'investissement de certaines possibilités offertes par le cadre prudentiel applicable aux établissements de crédit, par exemple en matière de gestion des risques de concentration et de contrepartie.
- ▶ La clarification des critères utilisés par les autorités pour déterminer les exigences additionnelles de capital (Pilier 2).
- ▶ La non-contamination à son groupe, au niveau prudentiel, d'une entreprise d'investissement petite et non interconnectée.

Cette première étape sera suivie de travaux complémentaires, menés au sein du Groupe de travail IFR-IFD.

Ambra Moschini

## PRODUITS STRUCTURÉS

### Distribution d'AMC standards

Face au développement des certificats à gestion active (AMC), l'AMF a publié, fin 2024, une Recommandation encadrant leur commercialisation aux clients non professionnels. Elle appelle notamment à restreindre le marché cible de ces instruments financiers aux clients disposant du niveau de connaissances et d'expérience le plus élevé et d'exclure ceux présentant un niveau faible. Une souplesse est toutefois prévue pour les AMC ne présentant pas certains critères de complexité.

Aux côtés de l'AFPDB (Association Française des Produits de Bourse), l'AMAFI a travaillé avec les services de l'AMF pour sécuriser le périmètre de cette souplesse (AMAFI / 25-24). Il a ainsi été confirmé que certains AMC dits « standards » peuvent être commercialisés largement auprès des clients de détail, y compris s'ils sont assortis d'un filtre ESG répondant à certaines conditions.

### Rencontre annuelle de l'AMF avec l'industrie

La rencontre annuelle entre les services de l'AMF et les producteurs de produits structurés, qui s'est tenue début mars, a permis de faire le bilan des travaux de l'année écoulée menés sur ces produits :

- ▶ Une cartographie des émissions et de la distribution de ces produits au cours des années 2021, 2022 et 2023, réalisée dans le cadre du pôle commun avec l'ACPR.
- ▶ Une étude, déléguée à l'institut CSA, sur la lisibilité de l'information entourant les placements ESG, parmi lesquels certains produits structurés.
- ▶ Les réflexions du groupe de travail du Collège de l'AMF, à l'initiative de sa Commission Consultative Épargnants.
- ▶ La supervision par la Direction des Émetteurs de la documentation afférente aux émissions de l'année 2024.

Bien que n'ayant pas constaté d'anomalie grave dans la communication sur ces produits, les services de l'AMF ont appelé les producteurs à être vigilants sur leur structuration, documentation et marché cible. Ils ont notamment insisté sur la nécessité de réserver aux investisseurs avertis les produits à décrétement adossés à une action unique (dits *single stock*) et demandé une meilleure transparence sur les mécanismes de décrétements, en particulier ceux « à points ».

Catherine Balençon, Julie Dugourgeot

## DISPOSITIF MIF 2



### Travaux de l'AMF et de l'ACPR sur les dispositions ESG

Face aux difficultés d'application par les distributeurs d'instruments financiers des dispositions de MiFID II et de DDA (Directive sur la distribution d'assurances) en matière de finance durable, l'ACPR et l'AMF ont soumis à consultation des propositions destinées à en faciliter la mise en œuvre.

Estimant toutefois que ces propositions n'apportent pas d'allègement significatifs (AMAFI / 25-25), et dans l'attente de la refonte en cours du cadre européen, l'Association a suggéré que les deux Autorités dépriorisent plutôt la supervision de ces obligations.

Catherine Balençon, Julie Dugourgeot

## RAPPORTS AMF

### Rapport RCSI des PSI

Comme chaque année, les RCSI doivent remettre à l'AMF un rapport, sous forme de questionnaire. Pour 2025, de nouvelles questions ont été ajoutées concernant, entre autres, la clientèle, les fournisseurs de données de marché, la prestation de services sur cryptoactifs, ou encore le recueil des préférences ESG.

En réaction, l'AMAFI a appelé à ne pas allonger indéfiniment ce questionnaire, déjà trop long, en supprimant régulièrement les questions relatives aux sujets qui ne sont plus prioritaires. Elle a également proposé de clarifier certaines des nouvelles questions, afin de résoudre les problèmes de compréhension soulevés par son Comité conformité. La plupart des suggestions de l'Association ([AMAFI / 25-13](#)) ont été retenues.

Enfin, un report de la date de remise du rapport au 30 mai a été obtenu, un délai que l'Association souhaite voir pérenniser.

### Questionnaires succursales

Afin d'assurer un suivi des succursales établies en France, l'AMF recueille chaque année des informations sur leurs activités et organisation. La fourniture de ces informations pose toutefois certaines difficultés. Ainsi :

- ▶ S'agissant des succursales entrantes de pays tiers, l'Association a alerté sur le caractère excessif et redondant des obligations de *reporting* qui leur sont imposées. Elle a notamment demandé que ces succursales soient dispensées de remettre le questionnaire annuel RCSI ([AMAFI / 25-14](#)). Les services de l'Autorité ont souhaité conserver le *statu quo* pour 2025 mais l'AMAFI poursuivra les échanges en vue d'obtenir des simplifications à compter de 2026.
- ▶ S'agissant des succursales entrantes européennes, l'Association a proposé des ajustements concernant le délai de remise, la suppression de questions qu'elle considère hors du champ de compétence de l'Autorité, et la clarification de certaines questions. Bien que toutes ces demandes n'aient pas été satisfaites, des clarifications et allègements ont été obtenus, notamment sur les questions relatives au *trading* algorithmique et à l'exercice de services d'investissement.

Catherine Balençon, Julie Dugourgeot

## CONFÉRENCE > DÉBRIEF

### Actualité fiscale, Deloitte Société d'Avocats – AMAFI, 6 mars 2025

En partenariat avec Deloitte Société d'Avocats, l'AMAFI a organisé la 15<sup>ème</sup> édition de sa conférence annuelle sur l'actualité fiscale et les impacts de la loi de finances pour le secteur financier. En raison du décalage du calendrier législatif et de l'adoption définitive de la loi de finances mi-février, cet événement a eu lieu en mars avec, cette année, la participation de la Fédération Bancaire Française.

La conférence a totalisé près de 130 inscrits et s'est articulée autour du thème « *Budget 2025 : à la recherche de la martingale* ».

Le support de [présentation](#) est disponible sur le site de l'AMAFI.

Maguette Diouf

## TTF

### Mise à jour du Guide AMAFI

L'édition 2025 du Guide d'application de la taxe sur les transactions financières (TTF) est disponible sur le site de l'Association ([AMAFI / 25-20](#)). Celle-ci prend notamment en compte :

- ▶ L'augmentation du taux de la taxe par la loi de finances pour 2025 à 0,4%, qui sera applicable aux acquisitions de titres éligibles réalisées à compter du 1<sup>er</sup> avril 2025.
- ▶ La mise à jour de la liste des valeurs éligibles à la TTF en 2025, dont le nombre (121) est resté stable par rapport à 2024.
- ▶ L'actualisation des données budgétaires relatives à la TTF avec un rendement prévisionnel global pour 2025 fixé à 1,89 Md€ et une suppression de la part du produit de la taxe (528 M€) précédemment affectée à l'aide au développement.
- ▶ La publication par Unibail-Rodamco du ratio fiscal d'allocation de valeur applicable aux acquisitions de ses titres réalisées entre le 1<sup>er</sup> mars 2025 et le 28 février 2026, établi à 100%.

Maguette Diouf

## ACTIVITÉS

**Chiffres-clés**  
du 01/03/2024  
au 01/03/2025

**31**

Réponses à des consultations  
publiées ou en cours

**32**

Notes de position /  
de problématique

**22**

Notes d'information

**17**

Conférences et événements  
AMAFI

## Actuellement en vigueur

**14**

Bonnes pratiques  
professionnelles

**7**

Contrats types

## NOUVEAUX ADHÉRENTS

- ▶ **CACEIS Bank**, établissement de crédit qui exerce des activités de réception-transmission d'ordres, d'exécution et de négociation pour compte propre. Ses dirigeants sont Jean-Pierre Michalowski (Directeur général) et Philippe Renard (Directeur général adjoint).
- ▶ **DealerBox Technologies**, entreprise d'investissement qui développe une plateforme MTF spécialisée dans les swaps de taux. Ses dirigeants sont Michael Cohen-Hadad (Président) et Gilles Duret (Directeur général).
- ▶ **Herbert Smith Freehills Paris LLP**, cabinet d'avocats, qui rejoint l'Association en qualité d'adhérent correspondant.

## EQUIPE



L'AMAFI est ravie d'annoncer l'arrivée de **Mathieu Jacolin** en tant que Directeur des activités de marché. Diplômé d'AgroParisTech et de la SFAF (Société Française des Analystes Financiers), Mathieu apporte plus de 20 ans d'expérience en banque d'investissement, notamment sur les produits actions, les dérivés, le *Delta One*,

le prêt emprunt, les produits structurés et les *commodities*. *Chief Operating Officer* en salle de marchés, responsable de projets ou encore acteur de la transformation digitale, il a évolué dans un contexte international, notamment à Londres et Hong Kong. Toute l'équipe de l'AMAFI lui souhaite la bienvenue et se réjouit de collaborer avec lui.

Il succède à **Emmanuel de Fournoux**, qui devient Conseiller auprès du Directeur des activités de marché jusqu'à son départ à la retraite le 1<sup>er</sup> juillet prochain. Nous le remercions chaleureusement pour son engagement au sein de l'Association et le soutien qu'il continue d'apporter pour assurer une passation réussie.

S'ABONNER À L'INFO AMAFI

SUJETS EN COURS DANS LES GROUPES DE TRAVAIL

## 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

### Thiebold Cremers

01 53 83 00 91 | tcremers@amafi.fr

### Maguette Diouf

01 53 83 00 88 | mdiouf@amafi.fr

### Arnaud Eard

01 53 83 00 75 | aeard@amafi.fr

### Julie Dugourgeot

01 53 83 00 81 | jdugourgeot@amafi.fr

### Emmanuel de Fournoux

01 53 83 00 78 | edefournoux@amafi.fr

### Stéphanie Hubert

01 53 83 00 95 | shubert@amafi.fr

### Mathieu Jacolin

01 53 83 00 79 | mjacolin@amafi.fr

### Alexandra Lemay-Coulon

01 53 83 00 71 | alemaycoulon@amafi.fr

### Ambra Moschini

01 53 83 00 86 | amoschini@amafi.fr

### Diana Safaryan

01 53 83 00 73 | dsafaryan@amafi.fr



ASSOCIATION  
FRANÇAISE  
DES MARCHÉS  
FINANCIERS



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



AMAFI Financial Newsletter



[in amafi-france](https://www.linkedin.com/company/amafi-france)



Nos vidéos Professeur Spot



Nos vidéos Métiers

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.