

## ► ÉDITO

La fin de l'année met en lumière un contraste préoccupant.

Au niveau européen, l'intégration des marchés de capitaux est désormais assumée comme un enjeu stratégique : il s'agit de mieux aiguiller une épargne abondante vers le financement des entreprises, condition de la compétitivité et de la souveraineté économiques de l'Union. La Commission vient d'ailleurs de dévoiler sa proposition pour un marché intégré de l'épargne et de l'investissement (*v. News page 6*), dont l'ambition est réelle, notamment en matière de supervision centralisée (*v. notre supplément réalisé avec Revue Banque : Europe fédérale : une bonne solution pour l'économie et les marchés ?*).

Les débats parlementaires français envoient des signaux à contre-courant de cette dynamique. Envisager d'augmenter les cotisations sociales sur les revenus d'actions ou de relever le taux de la taxe sur les transactions financières (*v. News page 9*) procèdent d'une même logique : il ne serait pas grave de décourager les Français de financer les entreprises, y compris domestiques, car ceux d'entre eux qui choisissent cette forme d'épargne à risque sont minoritaires.

Pourtant, les entreprises françaises ont plus que jamais besoin de capitaux longs pour innover et s'adapter à un environnement profondément évolutif. C'est aussi une condition du financement de notre souveraineté et de notre modèle de société.

À l'heure où l'Europe met l'investissement productif au cœur de son agenda, la France ne peut rester sur le côté : elle doit s'inscrire pleinement dans la dynamique de l'investissement en actions et de la croissance.

**Stéphane Giordano**

**Stéphanie Hubert**

## ► DOSSIER



## La ruée vers l'or : faut-il s'en inquiéter ?

Plus de cinquante ans après la fin de Bretton Woods, l'or flambe à nouveau, porté par la guerre en Ukraine, la dépréciation du dollar et des dettes publiques record. Les banques centrales accumulent le métal jaune, alimentant le fantasme d'une dédollarisation. Mais si l'or s'envole, c'est surtout grâce aux ETF et au risque géopolitique.

# La ruée vers l'or : faut-il s'en inquiéter ?

 Sandra Sebag

Plus de cinquante ans après la décision historique de Richard Nixon, le 15 août 1971, de suspendre la convertibilité du dollar en or – mettant fin au système monétaire international de Bretton Woods –, le métal jaune revient en fanfare. Certes, l'or n'avait jamais totalement disparu du paysage financier et continuait d'être ponctuellement perçu comme une valeur refuge. Mais, sur le long terme, il avait glissé au second plan, cantonné à ses usages traditionnels – joaillerie et thésaurisation. Tout change avec la guerre en Ukraine. L'once d'or qui cotait environ 1 800 dollars fin février 2022 s'est envolée à plus de 4 000 dollars au mois d'octobre de cette année ! Certains experts anticipent une poursuite de la hausse jusqu'à 5 000 dollars l'once. Cet envol est d'abord lié aux tensions géopolitiques : guerre en Ukraine, au Moyen-Orient, guerre commerciale entre les États-Unis et le reste du monde... « *Le gel des avoirs russes en 2022 à la suite de l'invasion de l'Ukraine a marqué un tournant : la Chine et d'autres pays non alignés tels que le Kazakhstan ou l'Azerbaïdjan ont compris que leurs réserves en dollars pouvaient être gelées à tout moment en cas de conflit avec les États-Unis. Dès lors, ils ont recherché des alternatives et se sont tournés naturellement vers l'or* », résume Benjamin Louvet, Directeur des gestions matières premières chez Ofi Invest Asset Management. Pour l'administration américaine, le dollar est en effet une arme au service de différentes causes : économiques, politiques, diplomatiques... Les achats d'or par les banques centrales ont ainsi fortement augmenté sur tous les continents. La banque centrale de Pologne par exemple vient de revoir son objectif et souhaite que l'or atteigne 30 % de ses réserves contre actuellement 20 % et de son côté, la Banque centrale de Corée du Sud vient d'annoncer qu'elle souhaitait augmenter ses réserves d'or, alors que celles-ci étaient restées inchangées depuis 2013, selon le World Gold Council, l'organisme de référence sur l'or. Les déséquilibres macroéconomiques américains sont également pointés du doigt par les spécialistes pour expliquer cet emballement. « *Historiquement, il existe*

*une corrélation négative entre l'or et les taux d'intérêt réels américains : quand ces derniers baissent, l'or, en tant qu'actif non rémunéré, devient relativement plus attractif* », rappelle Yoann Attuil, Broker spécialisé sur les métaux précieux chez TP ICAP. Et depuis 2024, la Fed a en effet engagé un cycle de détente monétaire qui n'en est qu'à ses débuts. « *Nous sommes à l'aube d'une nouvelle période de liquidités abondantes : la Fed sort du resserrement quantitatif et retournera inévitablement à une stratégie de quantitative easing* », avance Alain Corbani, Responsable des stratégies sur les minières et les matières premières chez Montbleu Finance. L'année 2025 se caractérise aussi par une dépréciation du dollar sans précédent, elle ressort à - 10,8 % contre l'euro au premier semestre, soit la pire performance sur six mois depuis 1973 ! Les deux dynamiques sont d'ailleurs intimement liées, même si la baisse du dollar est induite par des facteurs multiples dont la hausse inquiétante de l'endettement public. « *Qu'il s'agisse des États-Unis sous l'ère Biden ou sous celle de Donald Trump, les déficits n'ont jamais été aussi élevés. L'endettement public croît continuellement* », souligne Alain Corbani. Et les États-Unis ne sont pas les seuls concernés : la France affiche un ratio dette publique sur PIB de 120 % du PIB, la Chine d'environ 200 % et le Japon de plus de 250 %...

## Or, Bitcoin, des monnaies alternatives ?

Dans ce contexte, certains interprètent la ruée vers le métal jaune – et, dans une moindre mesure, vers le Bitcoin qualifié d'or numérique – comme un mouvement généralisé d'emancipation vis-à-vis du dollar. Cela est vrai pour partie seulement car s'il sert de réserves pour les banques centrales, il ne peut cependant être assimilé à une monnaie. Pour l'être pleinement, un actif doit remplir trois fonctions : réserve de valeur, unité de compte et moyen de transaction. Or, ni l'or ni le Bitcoin ne satisfont à ce triptyque. Le métal jaune reste avant tout un actif



►►► d'épargne universel, mais il n'est plus utilisé pour fixer les prix ni pour régler les échanges. Le Bitcoin a un usage très limité dans les transactions et sa fonction de réserve de valeur prête à discussion. Et si la monnaie américaine est régulièrement attaquée dans son rôle de réserve de valeur, la baisse de sa parité n'est pas uniquement le symptôme d'un affaiblissement, mais aussi le résultat d'une stratégie implicite des États-Unis : laisser s'éroder le pouvoir d'achat du billet vert pour alléger le poids réel de la dette publique. Par ailleurs, l'utilisation du dollar comme une arme ne traduit pas une perte d'influence, mais bien au contraire constitue une affirmation de puissance.

### L'essor des ETF, moteur invisible de la hausse

En réalité, si l'or s'envole aujourd'hui, c'est aussi parce qu'il bénéficie de puissants ressorts techniques, au premier rang desquels l'essor des ETF (fonds indiciels cotés). Longtemps réservé aux banques centrales et aux négociants, l'or est devenu un actif financier liquide et accessible au plus grand nombre grâce aux ETF adossés, la plupart du temps, à de l'or physique. « Les ETF avec de l'or pour sous-jacent, qu'il soit physique ou non, représentent aujourd'hui environ 661 milliards de dollars d'en-cours, ce qui correspond à une hausse de 68 milliards sur l'année », précise Antoine Lesné, Directeur de la recherche chez SPDR, marque ETF de la banque State Street, figurant parmi les principaux fournisseurs mondiaux d'ETF. Ces produits ont démocratisé l'investissement aurifère, qui reposait auparavant, pour les particuliers, sur l'acquisition de pièces – les fameux Napoléon en France – ou de lingots. L'investisseur peut désormais

y accéder aussi simplement qu'à une action. Le marché de l'or physique est en effet complexe d'accès pour les non-initiés. Il repose sur plusieurs grands centres :

« Londres, qui concentre environ 85 % des échanges physiques via la London Bullion Market Association (LBMA) ; le prix de référence y est fixé deux fois par jour par un panel de banques, et New York, où se négocient les contrats à terme. Ces dérivés offrent levier et couverture, attirant banques et hedge funds », détaille Yoann Attuil. Entre les deux, Zurich joue un rôle logistique essentiel : les barres de

400 onces y étant refondues au format conforme aux exigences de la bourse de New York sur les matières premières. « De vrais lingots volent par avion entre Londres, Zurich et New York selon les différentiels de prix et la géopolitique », poursuit-il. Malgré cette démocratisation via les ETF, les investisseurs professionnels restent paradoxalement peu présents sur ce marché, en particulier en Europe. Qu'il s'agisse de la réglementation bancaire ou assurantielle, la détention d'or est en effet plutôt découragée : elle exige par exemple un ratio de 49 % de fonds propres dans le cadre de la réglementation sur l'adéquation des fonds propres (*Solvency Capital Requirement*), contre 0 % pour les emprunts d'État. Ainsi, la part d'or dans les allocations d'actifs des gérants demeure réduite. « Elle représente à peine 2,4 % des allocations en moyenne, et 39 % des gérants n'y sont pas exposés d'après l'étude de Bank of America publiée en septembre 2025 », relève Benjamin Louvet. Ce cadre prudentiel explique en grande partie leur faible présence. Mais la combinaison de prix durablement élevés, d'une liquidité accrue via les ETF et d'un besoin de diversification pourrait progressivement les inciter à renforcer leurs positions, ajoutant un nouveau facteur de soutien aux cours de l'or.

## L'once d'or s'est envolée à plus de 4 000 dollars au mois d'octobre



## L'analyse de ... Philippe Chalmin

Professeur à l'Université Paris-Dauphine, fondateur et Président du CyclOpe Commodity Research Institute

### Avez-vous été surpris par l'envolée de l'or ?

Venant de l'or, plus rien ne me surprend ! Ce métal reste le meilleur baromètre des malheurs du monde : il réagit toujours positivement aux bruits de bottes et aux tensions géopolitiques. La hausse récente est toutefois vertigineuse : nous étions déjà étonnés quand les cours ont franchi les 2 000 dollars l'once, et voilà que certains spécialistes évoquent désormais — malgré la correction récente — la possibilité d'un cours à 5 000 dollars l'once, voire davantage !

Un marché de matières premières réagit en principe à l'équilibre entre offre et demande. Or, le stock mondial d'or est considérable. Du côté de la demande, elle est portée à la fois par les usages traditionnels — joaillerie et thésaurisation, notamment en Inde et en Chine —, mais aussi par les banques centrales, qui cherchent à diversifier leurs réserves. La spéculation a également alimenté cette flambée, tout comme les échanges via les ETF. Mais n'oublions pas une vérité essentielle : l'or est stérile. Il ne produit rien, ne rapporte rien. Comme l'a joliment résumé Warren Buffet, « *l'industrie de l'or consiste à creuser toujours plus profond pour extraire le métal... avant d'aller le réenterrer dans les coffres des banques* » !

### Qu'en est-il des autres métaux précieux ? Suivent-ils la même tendance ?

Les autres métaux — argent et platinoïdes (platine, palladium) — ont en effet profité du sillage haussier de l'or, mais leur dynamique est différente : ce sont avant tout des métaux industriels. L'argent a connu une belle remontée ces derniers mois. Il bénéficie d'une demande structurelle forte, notamment avec le développement des panneaux solaires, et souffre d'un déficit de production depuis cinq ans. Le platine, lui, a longtemps été utilisé pour la fabrication des pots catalytiques des moteurs diesel. La transition vers l'électrique a pesé sur cette demande, mais il pourrait retrouver un second souffle grâce à son rôle clé dans la production d'hydrogène vert. Là encore, l'offre reste insuffisante face à la demande potentielle.

### Si l'or ne peut reprendre son rôle clé au sein du système monétaire international, comment voyez-vous celui-ci évoluer ?

Aujourd'hui, une seule monnaie joue véritablement un rôle universel : le dollar. Certes, on observe ici ou là des velléités d'alternatives — avec l'euro ou le yuan pour certaines transactions, notamment sur le pétrole —, mais le yuan n'est pas convertible, ce qui limite fortement son usage international. Les grandes institutions avaient bien tenté d'imposer les DTS (Droits de tirage spéciaux) comme unité de compte mondiale, mais l'initiative n'a jamais vraiment pris. Le dollar devrait donc rester dominant encore longtemps, conférant aux États-Unis un pouvoir considérable, notamment à travers l'extraterritorialité de leur droit et de leurs sanctions. Le monde cherche une alternative, mais pour l'instant, il reste bel et bien dollarisé.

OICV

## Pre-hedging - Rapport final de l'OICV



L'OICV (Organisation Internationale des Commissions de Valeurs ou IOSCO) a publié son rapport final 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*). Le rapport définit cette pratique et formule des recommandations à l'attention des régulateurs.

L'AMAFI se félicite que, conformément aux positions qu'elle avait soutenues ([AMAFI / 25-15](#)), l'utilité du *pre-hedging* soit reconnue et que les conditions proposées pour l'encadrer soient proportionnées, notamment concernant la gestion des risques, l'information due aux clients ou encore la limitation de la pratique à certaines tailles de transactions ou à des valeurs présentant un certain niveau de liquidité.

L'ESMA, qui attendait les conclusions de l'OICV pour éventuellement se prononcer, pourrait intégrer ces recommandations dans son corpus réglementaire. Dans ce contexte, l'Association mène des réflexions avec ses adhérents pour leur mise en œuvre opérationnelle, par exemple pour ce qui est du consentement des clients au *pre-hedging*.

Catherine Balençon

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

### Publication du *Market Integration Package*



Dans le cadre de sa stratégie pour une Union de l'Épargne et de l'Investissement, la Commission européenne a publié début décembre un paquet réglementaire très large (*Market Intergration Package*). Couvrant la négociation, le post-marché et la supervision, il vise à mieux orienter l'épargne abondante des Européens vers le financement des entreprises européennes et à faciliter l'accès de celles-ci aux marchés de capitaux. Plusieurs orientations font écho aux observations formulées par l'AMAFI dans le cadre de la consultation menée en début d'année ([AMAFI / 25-49](#)) :

- ▶ **Négociation.** Abandon de l'interconnexion généralisée des infrastructures au profit d'une réouverture ciblée de MiFIR et de la création d'un statut de PEMO (*Pan-European Market Operator*) pour les infrastructures de négociation paneuropéennes.
- ▶ **Post-marché.** Suppression des barrières entre infrastructures de post-marché permettant notamment de choisir son dépositaire central pour le règlement-livraison sur un marché donné.
- ▶ **Supervision.** Renforcement de l'ESMA avec :
  - La création d'un *Executive Board* indépendant, un prérequis certes nécessaire pour la supervision directe d'acteurs ayant des activités paneuropéennes, mais qui ne s'étend malheureusement pas à l'élaboration de la réglementation.
  - L'extension du champ d'application des « *no actions letters* » de l'Autorité, mais un mandat inchangé, sans objectif explicite de compétitivité, contrairement à ce qui prévaut au Royaume-Uni ou aux États-Unis pour des autorités comparables.

L'Association suivra les négociations au Parlement européen et au Conseil qui débutent dès ce mois-ci.

Arnaud Eard, Mathieu Jacolin

## IFR-IFD

### Révision du cadre prudentiel des EI

L'EBA et l'ESMA ont publié leur rapport final sur la révision du cadre prudentiel des entreprises d'investissement (EI). Ce travail constitue la première évaluation d'ensemble du régime IFR/IFD depuis son entrée en vigueur en 2021 et présente plusieurs ajustements ciblés pour renforcer sa clarté et sa pertinence, sans en bouleverser l'architecture.

À noter parmi les principales évolutions proposées :

- ▶ Le relèvement des seuils de bilan (de 100 M€ à 200 M€) et de chiffre d'affaires (de 30 M€ à 50 M€) qui définissent les petites entreprises non interconnectées soumises à un régime allégé.
- ▶ Des précisions techniques sur les facteurs utilisés pour mesurer les différents types de risque (*K-factors*) et déterminer les exigences en fonds propres afférentes.
- ▶ L'introduction d'une mesure de risque des activités sur cryptoactifs.
- ▶ Une clarification du périmètre de consolidation prudentielle des groupes : inspirée de CRR (*Capital Requirements Regulation*), cette clarification vise à éviter les divergences d'interprétation sur les entités à inclure dans le calcul des exigences en fonds propres au niveau groupe.

Par ailleurs, en matière de rémunérations, il est proposé d'alléger certaines règles, notamment celles applicables aux entreprises d'investissement de taille plus modeste.

Ces orientations répondent en grande partie aux demandes formulées par l'AMAFI, soucieuse de préserver la lisibilité et la proportionnalité d'un dispositif opérationnel depuis trois ans et reconnu comme efficace par les superviseurs eux-mêmes.

L'Association suivra avec attention les travaux techniques à venir avec l'objectif que les spécificités des entreprises d'investissement soient pleinement prises en compte.

Ambra Moschini

## OPEN FINANCE

### Projet de règlement FIDA



La proposition de règlement européen FiDA (*Financial Data Access*), qui exige que les établissements financiers donnent accès aux données de leurs clients à des tiers autorisés, fait peser des risques majeurs en termes d'égalité du champ concurrentiel, de souveraineté des données et de cybersécurité ([AMAFI / 24-28](#)).

Alors que les négociations ont lieu en trilogue, sur la base d'un texte insuffisamment modifié depuis sa parution initiale, l'EFSA (*European Forum of Securities Associations*), dont l'AMAFI est membre, a fait part de ses fortes préoccupations ([AMAFI / 25-84](#)) à la Commission européenne, au rapporteur du Parlement européen et à la Présidence danoise. Ce courrier souligne notamment qu'il convient de :

- ▶ Laisser les forces de marché s'exercer.
- ▶ Cibler les données clients pertinentes, justifiées par des besoins avérés.
- ▶ Exclure du bénéfice de ces données les grands acteurs globaux de la tech (dits *gatekeepers*).
- ▶ Renforcer la sécurité des données des consommateurs.

À défaut, le forum pan-européen appelle au retrait de ce règlement.

Catherine Balençon

## PROTECTION DES INVESTISSEURS

### Retail Investment Strategy

La *Retail Investment Strategy* avance à un rythme soutenu sous l'impulsion de la présidence danoise de l'Union européenne, qui souhaiterait aboutir à un accord politique d'ici la fin de l'année, avant que Chypre ne lui succède.

Un accord provisoire a été trouvé sur certains sujets très débattus comme la réglementation PRIIPs, qui encadre l'information donnée aux clients de détail sur les produits « packagés », et pour laquelle l'accord laisse néanmoins ouvertes des questions importantes concernant la présentation des performances ou le recours à des outils de simulation ou de comparaison qui pourraient poser des difficultés pour les produits structurés. Il en est de même du mécanisme d'*opt-up* qui permet aux clients de détail d'être traités comme des professionnels et qui serait assoupli sans néanmoins répondre aux attentes de l'Association ([AMAFI / 25-76](#)).

Quant aux sujets les plus contentieux, qui concernent les *inducements*, le parcours client dont notamment les conditions auxquelles les produits peuvent être conseillés (*best interest test*) et la performance espérée des produits au regard de leurs coûts (*value-for-money*), ils devraient faire l'objet d'une dernière réunion de trilogue sous présidence danoise le 17 décembre prochain.

Catherine Balençon

## RECOURS À DES PRESTATAIRES TIERS

### Orientations de l'EBA

L'Association a fait part de ses vives préoccupations ([AMAFI / 25-75](#)) sur le projet d'orientations de l'Autorité Bancaire Européenne (EBA) concernant la gestion des risques liés aux prestataires tiers non-TIC (technologie de l'information et de la communication).

En s'inspirant de la logique du règlement DORA sur la résilience opérationnelle et numérique du secteur financier, le projet alourdit considérablement les obligations existantes en matière d'externalisation, à rebours des objectifs de simplification énoncés par la Commission.

Dépourvues de base juridique explicite et insuffisamment proportionnées aux risques en cause, les obligations projetées seraient en outre étendues à la quasi-totalité des prestataires, y compris en l'absence d'externalisation.

Dans ce contexte, l'Association appelle à l'abandon de ces orientations ou, à défaut, à leur refonte en profondeur selon une approche réellement fondée sur les risques et avec des exigences allégées pour les services non critiques et les prestataires intragroupes.

Julie Dugourgeot

## FINANCE DURABLE

### Révision du règlement SFDR



La Commission européenne a publié un projet de révision du règlement SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*) qui, sans refondre totalement le cadre de transparence des produits durables, introduit des évolutions majeures. Appliquant désormais une logique d'harmonisation maximale afin d'éviter les surtranspositions par les États membres, le règlement instituerait une classification des produits durables en trois catégories liées à leur objectif : transition, ESG général ou durable.

Des propositions d'allègement sont par ailleurs introduites avec la suppression du *reporting* des entités sur les "principaux impacts négatifs" (PAI), le retrait des conseillers financiers du champ d'application et la simplification de la documentation précontractuelle.

S'il faut saluer ces propositions, il est toutefois regrettable que les produits structurés demeurent hors champ du règlement, nuisant ainsi à la lisibilité pour les investisseurs de ceux ayant un caractère durable et décourageant les émetteurs de ces instruments de considérer des critères ESG.

L'AMAFI poursuit ainsi sa mobilisation afin que la contribution à la durabilité de ces produits soit dûment reconnue, tout comme celle d'autres instruments non couverts par SFDR, notamment via l'ajustement de MiFID.

### Produits structurés ESG et Règlement Prospectus

L'AMAFI a lancé un groupe de travail relatif aux impacts de la révision du règlement Prospectus concernant les informations ESG à faire dorénavant figurer dans les documents d'émission.

L'application de ces nouvelles dispositions, notamment aux produits structurés, est en effet source d'incertitude pour ce qui concerne d'une part, la répartition des informations entre le prospectus de base et les conditions définitives, et d'autre part, les informations à fournir sur les indices ESG utilisés comme sous-jacents.

L'enjeu est de clarifier ces aspects, en concertation avec les services de l'AMF, avec lesquels des discussions sont en cours.

Ambra Moschini, Thiebald Cremers

## RÈGLEMENT-LIVRAISON

### Rapport final de l'ESMA T+1

Dans la foulée de la publication en octobre dernier du règlement sur les dépositaires centraux de titres (CSDR), révisé dans la perspective de T+1, l'ESMA a diffusé son rapport final sur le RTS visant à raccourcir le cycle de règlement-livraison.

Ce rapport vise à adapter le cadre applicable à la discipline de règlement-livraison et clarifie les ajustements opérationnels nécessaires en vue du passage à T+1.

L'AMAFI salue l'approche pragmatique et proportionnée adoptée par l'Autorité à cette occasion afin de favoriser cette transition. Le rapport traite notamment des aspects suivants, nécessaires pour atteindre la rapidité attendue :

- ▶ Allocations et confirmations : un horaire limite de transmission a été défini (23h), conformément à ce que souhaitait l'Association.
- ▶ Instructions de règlement-livraison : alors que plusieurs horaires limites de transmission coexistent aujourd'hui, une limite unique est définie (23h59).
- ▶ Formats électroniques : l'ESMA impose des standards pour les échanges électroniques, sans retenir toutefois la mise en œuvre progressive demandée pour certaines classes d'actifs, comme les Repos.
- ▶ Instructions de règlement ou SSIs (*Standard Settlement Instructions*) : les clients pourront transmettre leurs SSIs dans un format électronique standardisé.

Le rapport final propose une entrée en application progressive (en lien avec ces nouvelles dispositions), à partir de décembre 2026 mais les établissements sont invités à évaluer dès maintenant les adaptations nécessaires de leurs systèmes et processus.

Mathieu Jacolin

## TTF

### Impacts de la hausse de taux survenue en avril 2025

Dans le cadre du PLF 2026, plusieurs propositions parlementaires ont consisté à alourdir la taxe sur les transactions financières (TTF), par une hausse de son taux et son extension aux transactions intra-journalières et aux produits dérivés.

Sur la base des résultats de l'étude qu'elle vient de publier ([AMAFI / 25-86](#)), l'Association a alerté ([Communiqué de presse](#)) sur les effets contre-productifs d'un nouveau durcissement d'une taxe entièrement supportée par les épargnants qui investissent en fonds propres dans nos entreprises, et dont ces dernières pâtissent par ricochet.

De telles évolutions ne peuvent en effet être envisagées sans mettre à mal les capacités de financement des entreprises françaises par le marché, dans un contexte de très vive concurrence et de décrochage économique. La France se verrait ainsi singularisée alors que les politiques européennes actuelles appellent à renforcer les marchés de capitaux pour financer le sursaut requis.

Dans ce contexte, l'étude menée par l'Association sur l'impact de la hausse de la taxe intervenue en avril 2025 a révélé une baisse marquée du volume des transactions sur les titres taxés, une évolution non constatée pour les autres titres. Les exemptions dont bénéficient les activités intra-journalières et les activités de tenue de marché ont toutefois permis de préserver la qualité du marché, mesurée par l'écart de prix à l'achat et à la vente (*spread*) et la volatilité.

Les amendements relatifs à la TTF ayant été repoussés en première lecture au Sénat, la possibilité de réintroduire ultérieurement ces propositions dans les discussions semble très limitée. Cependant, l'AMAFI demeure pleinement mobilisée pour préserver l'attractivité des marchés financiers français et poursuit ses efforts d'explication, notamment auprès des parlementaires. Elle a également été auditionnée par la Cour des comptes dans le cadre d'une évaluation globale de la TTF.

Mathieu Jacolin, Maguette Diouf

## INTRODUCTIONS EN BOURSE

### Évolution de la doctrine de l'AMF



Dans la continuité des *recommandations* formulées par le groupe de travail de Paris Europlace sur les évolutions possibles des pratiques d'introduction en bourse (IPO) en France, auquel l'AMAFI a activement contribué, l'AMF fait évoluer sa *doctrine* et sa pratique afin de moderniser et de rendre plus attractif le processus d'introduction en bourse en France, tout en encourageant la généralisation de certaines pratiques.

L'AMAFI se félicite en particulier de la prise en compte de la préférence exprimée pour le prospectus tripartite et de la réduction de la période de *bookbuilding* et, ce faisant, la moindre exposition de l'émetteur aux risques de marché.

Thiebald Cremers, Léa Moukah

## LUTTE CONTRE LA FRAUDE FINANCIÈRE

### Pouvoir répressif de l'AMF

Une *proposition de loi* visant à lutter contre la fraude financière et à renforcer la sécurité financière a été déposée à l'Assemblée nationale avec pour objectif de renforcer les pouvoirs répressifs de l'AMF en la matière.

L'AMAFI partage les objectifs ainsi poursuivis de renforcement de la lutte contre les arnaques financières et la criminalité organisée telle que les réseaux d'initiés ([AMAFI / 25-50](#)), ou encore de simplification des procédures répressives de l'AMF.

Toutefois, l'Association regrette l'absence de consultation des associations professionnelles représentant les acteurs directement soumis aux pouvoirs de l'AMF. Une réforme des pouvoirs répressifs de l'Autorité, qui touche aux équilibres de procédure et aux droits de la défense gagne à être construite de manière transparente et concertée, gage de qualité juridique, d'acceptabilité de la réforme et, au final, de son efficacité.

Sur le fond, l'Association préconise plusieurs aménagements ([AMAFI / 25-83](#)) afin que la proposition de loi prenne en compte certains impératifs. En effet, la simplification comme le renforcement des mesures répressives de l'AMF doivent se faire au travers d'une procédure juste et équitable garantissant le contradictoire et encadrant le pouvoir discrétionnaire de l'Autorité.

Thiebald Cremers, Julie Dugourgeot

## CRYPTOACTIFS

### Commercialisation de produits indexés sur cryptoactifs

Dans l'objectif de renforcer l'attractivité de la France pour les produits adossés à des cryptoactifs, aujourd'hui commercialisés sur le territoire par des acteurs étrangers, l'AMF a consulté sur l'introduction de dérogations à sa doctrine (Position AMF 2010-05) encadrant la commercialisation des produits complexes ([AMAFI / 25-63](#)).

L'AMAFI se réjouit qu'au terme de cette consultation l'Autorité ait repris les principales observations des associations professionnelles, étendant sa proposition initiale aux produits structurés (au-delà des seuls *exchange-traded notes* ou ETN), à l'exposition synthétique (et plus seulement physique) et à la possibilité d'offrir une protection en capital.

Enfin, répondant à la demande des associations qui considèrent essentiel que la doctrine de l'AMF soit connue de tous les acteurs rendant disponible ce type de produits sur le territoire, l'Autorité a rappelé, via [un communiqué](#), que lorsque les critères qu'elle a fixés pour en limiter la complexité ne sont pas remplis, d'une part, les producteurs doivent apposer une mention « repoussoir » sur les documents commerciaux éventuellement produits et, d'autre part, les distributeurs s'exposent au risque d'être considérés comme effectuant une mauvaise commercialisation.

Catherine Balençon

## ÉDUCATION FINANCIÈRE

### L'AMAFI lance une série de podcasts, avec le soutien de l'Opclo Atlas



Dans le cadre des actions d'éducation financière qu'elle mène avec l'Opclo Atlas, l'Association a lancé avec sa collaboration une nouvelle série de podcasts intitulée « *Dans les coulisses des marchés financiers* ». Cette initiative vise à mieux faire comprendre les marchés financiers et à rendre accessibles au plus grand nombre les grands enjeux économiques liés à leur fonctionnement. Pour cela, les podcasts décryptent ce qui semble souvent obscur, expliquent sans simplifier à l'excès, et abordent aussi, sans détour, des sujets complexes ou parfois sensibles. Les deux premiers épisodes illustrent cette approche : « *les produits dérivés servent-ils vraiment l'économie ?* » explore le rôle souvent méconnu de ces instruments, tandis que « *Se coter en Bourse : est-ce utile pour une PME ?* » revient sur les apports et les conditions de succès de l'introduction en Bourse pour les petites entreprises.

Ces formats courts sont disponibles sur les principales plateformes d'écoute et le [site de l'Association](#).

Ambra Moschini, Alexandra Lemay-Coulon, Fabien Brouez

## PUBLICATION

### Europe fédérale : une bonne solution pour l'économie et les marchés ?

Dans un contexte marqué notamment par une concurrence exacerbée et par des besoins de financement de l'économie européenne urgents et massifs, et alors que la Commission européenne vient de publier un paquet législatif sur l'intégration des marchés européens (v. *News page 6*), ce numéro spécial de la Revue Banque, préparé avec l'AMAFI, aborde une question fondamentale : l'Union de l'Épargne et de l'Investissement, que tous appellent de leurs voeux, est-elle possible sans un saut fédéraliste ?

La publication met en lumière les points de vue politiques et les aspects techniques de cette question clé à travers les contributions d'experts français et internationaux.

➤ [Accédez à la publication](#)

➤ **Débat public le 10 décembre prochain à 11h**, animé par Fabrice Lundy, avec Stéphane Giordano (Président, AMAFI), Hélène Bussières (*Head of Asset Management*, Commission européenne), Jacques de Larosière (Gouverneur honoraire, Banque de France) et Olivier Vigna (Délegué général adjoint, Paris Europlace) (uniquement par webcast) [Inscription](#).

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

Philippe Bouyoux



## ACTIVITÉS

### Chiffres-clés du 01/11/2024 au 01/11/2025

**34**

Réponses à des consultations publiées ou en cours

**37**

Notes de position / de problématique

**21**

Notes d'information

**19**

Conférences et événements AMAFI

### Actuellement en vigueur

**14**

Bonnes pratiques professionnelles

**7**

Contrats types

## NOUVEAUX ADHÉRENTS

- ▶ **Caisse Fédérale de Crédit Mutuel**, établissement de crédit, dont le groupe mère est Crédit Mutuel Alliance Fédérale, qui offre tous les services d'investissement sauf l'exploitation de SMN et OTF. Ses dirigeants sont Eric Petitgand (Directeur Général) et Anne Sophie Van Hoove (Directrice Générale Déléguée).
- ▶ **Quideos**, entreprise d'investissement dont les activités sont la réception-transmission d'ordres, l'exécution d'ordres, la négociation pour compte propre et le conseil en investissement. Ses dirigeants sont Mikael Delmas (Président) et Gaël Pages (Chief Data Officer).
- ▶ **Lise (Lightning Stock Exchange)**, entreprise d'investissement qui exploite un système de négociation (MTF) et un système de règlement-livraison (CSD) sur technologie DLT (Blockchain), destinés aux PME et ETI. Ses dirigeants sont Mark Kepeneghian (Directeur Général) et Hervé Labbé (Administrateur).

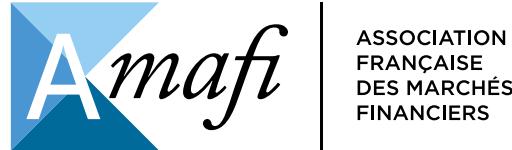


## CONTACTS

**Catherine Balençon**  
01 53 83 00 87 | cbalencon@amafi.fr  
**Philippe Bouyoux**  
01 53 83 00 84 | pbouyoux@amafi.fr  
**Fabien Brouez**  
01 53 83 00 74 | fbrouez@amafi.fr  
**Yannick Chassort**  
01 53 83 00 85 | ychassort@amafi.fr  
**Thiebald Cremers**  
01 53 83 00 91 | tcremers@amafi.fr

**Maguette Diouf**  
01 53 83 00 88 | mdiouf@amafi.fr  
**Julie Dugourgeot**  
01 53 83 00 81 | jdugourgeot@amafi.fr  
**Arnaud Eard**  
01 53 83 00 75 | aeard@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  
**Léa Moukah**  
01 53 83 00 83 | lmoukah@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



L'Info sociale



Nos vidéos Professeur Spot



Nos vidéos Métiers



in amafi-france



Nos Podcasts

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.