

## ▶ ÉDITO

Il est des paradoxes français qui finissent par structurer durablement notre économie. Celui de l'épargne en fait partie. Les ménages français épargnent beaucoup. Pourtant, leur patrimoine financier demeure, rapporté au revenu disponible, sensiblement inférieur à celui observé dans plusieurs pays européens et aux États-Unis. Ce constat, mis en évidence dans *l'étude réalisée par Rexecode* avec le soutien de l'AMAFI, de l'AFG et de France Invest (v. News p. 9), mérite d'être regardé pour ce qu'il est : non pas le résultat d'une aversion au risque particulièrement élevée, mais la conséquence d'un rendement de l'épargne inférieur à celui de tous les pays étudiés, résultant d'une épargne insuffisamment orientée vers les fonds propres, autour de 19 % aujourd'hui. Une hausse de 8 points de l'allocation en actions aurait permis sur les vingt dernières années d'accroître le patrimoine financier net des Français de près de 340 milliards d'euros, soit 12 % du PIB, avec un surcroît de risque limité, voire nul sur la période.

Le sujet dépasse toutefois la seule question du rendement de l'épargne. Car une mobilisation plus efficace de l'épargne vers les fonds propres constitue aussi l'une des réponses aux enjeux majeurs de financement et de croissance de la France, particulièrement dans un contexte de marges budgétaires publiques fortement contraintes. Il n'y a donc pas d'opposition entre intérêt collectif et intérêt individuel. Les deux convergent !

Sans remettre en cause les principes de solidarité auxquels notre pays est attaché, l'assouplissement de certains freins à l'investissement peut permettre ce rééquilibrage de quelques points de l'épargne. Plus structurellement, la question d'une dose de capitalisation dans le financement des retraites mérite également d'être posée.

**Stéphane Giordano, Stéphanie Hubert**

## ▶ DOSSIER



Imantsu

## Financer l'énergie dans un monde fragmenté

**La guerre au Moyen-Orient rappelle la vulnérabilité de l'Europe face à ses approvisionnements énergétiques. Si les marchés financiers n'intègrent pas un scénario de rupture durable, cet évènement renforce l'intérêt pour l'électrification au prix d'un défi de taille : mobiliser des capitaux longs et les orienter vers l'ensemble de la chaîne industrielle de la transition.**

# Financer l'énergie dans un monde fragmenté

 Sandra Sebag

La guerre au Moyen-Orient vient à nouveau rappeler aux Européens qu'une partie significative de l'économie mondiale repose sur quelques goulets d'étranglement. Le détroit d'Ormuz en est l'un des plus emblématiques avec environ 20 % du trafic pétrolier mondial qui y transite ainsi qu'une part significative du gaz naturel liquéfié (GNL). Pour l'heure, s'il y a eu une réaction des prix à la hausse à la fermeture du détroit, le prix du baril de Brent se situant légèrement au-dessus des 100 dollars depuis plusieurs semaines, elle reste beaucoup plus mesurée que lors du premier choc pétrolier de 1974, durant lequel les prix avaient été multipliés par quatre. « *Tant que le scénario central du marché n'est pas celui d'une pénurie durable, la crise actuelle devrait probablement se traduire par un pic d'inflation* », estime Mathieu Nègre, Responsable *Impact Investing* de l'Union Bancaire Privée (UBP). Si du point de vue de l'inflation, la question centrale est celle de la durée de la guerre, cet épisode modifie plus profondément la perception des investisseurs quant à l'accès à l'énergie. La crise au Moyen-Orient agit en effet comme un catalyseur, après la guerre en Ukraine qui a conduit l'Europe à réduire sa dépendance au gaz russe. « *80 % de la population mondiale vit dans des pays qui sont nets importateurs de pétrole et de gaz, la plupart d'entre nous dépendons d'économies étrangères pour une ressource critique* », indique Xavier Chollet, Responsable de la stratégie *Clean Energy Transition* chez Pictet AM.

Comment diminuer cette dépendance et renforcer la souveraineté de l'Europe ? « *Le pétrole est utilisé à 70 % pour le transport, l'électrification peut donc constituer une solution* », poursuit Xavier Chollet. Le gaz sert par ailleurs en France surtout à la génération de chaleur et là encore des alternatives sont possibles comme la géothermie. C'est dans cette perspective que les investisseurs sont en train de revoir leurs stratégies d'investissement. « *La crise actuelle renforce l'intérêt des investisseurs pour les actifs capables de réduire l'exposition aux chocs d'approvisionnement* », confirme

Mathieu Nègre. L'électrification qui est au centre de la transition énergétique n'est donc plus seulement un thème lié à la nécessité de lutter contre le réchauffement climatique, elle s'inscrit dans une logique de souveraineté. « *La durabilité, ce n'est pas seulement une histoire de baisse des émissions ou de respect des accords de Paris. C'est aussi la capacité à disposer d'un système énergétique plus résilient face aux chocs* », ajoute Mathieu Nègre. Ce dernier repose notamment sur les énergies renouvelables. Cette place grandissante qui leur est attribuée a aussi un motif économique. « *Les coûts de l'énergie solaire et de l'énergie éolienne, surtout onshore, ont fortement diminué et sont désormais moins élevés que ceux du gaz* », souligne Hua Cheng, Gérant chez Mirova. Leur rapidité de déploiement renforce encore cet avantage. « *Les renouvelables peuvent jouer un rôle très important, car il est plus rapide d'augmenter des capacités solaires ou éoliennes que de développer des capacités d'énergie traditionnelle* », ajoute Hua Cheng. Un projet renouvelable peut être développé en un an ou un an et demi, quand un projet gazier ou une infrastructure énergétique traditionnelle peut nécessiter cinq à dix ans, sans même évoquer le nucléaire.

## L'électrification sert aussi les besoins de l'IA

Ce besoin d'électrification ne vient pas seulement de la transition climatique ou des enjeux de souveraineté. Elle est aussi tirée par la numérisation de l'économie. *Data centers*, réseaux électriques, transformateurs, équipements de distribution, stockage d'énergie : les besoins de l'intelligence artificielle (IA) et ceux de la transition énergétique convergent vers les mêmes infrastructures. Aux États-Unis, la croissance annuelle de la demande d'électricité était historiquement limitée autour de 0,5 % à 1 % par an. Les prévisions pour les dix prochaines années suggèrent une progression trois à quatre fois plus forte, selon Mirova. Cette convergence com-



►►► mence déjà à se lire dans les cours financiers. « De fin février à fin avril, l'indice MSCI Electrical Equipment a bondi de 10,2 %, contre 1,5 % pour le MSCI World avant de retracer une partie de ses gains au mois de mai, mais la tendance pourrait reprendre », avance Mathieu Nègre. Mais cette accélération ne doit pas se limiter à l'installation de nouvelles capacités renouvelables : elle suppose aussi de drainer des capitaux vers les réseaux, le stockage et les infrastructures permettant à l'électricité de circuler jusqu'aux zones de consommation. « L'investissement dans les réseaux électriques sera probablement l'un des points les plus importants dans les années à venir », anticipe Hua Cheng. Cette contrainte élargit aussi le champ des opportunités. Quand on parle d'électrification de l'économie, il ne convient pas de regarder seulement un segment isolé, mais l'ensemble de l'écosystème. Les métaux, le stockage, les batteries, les réseaux, les équipements électriques : toute la chaîne de valeur devient cruciale.

### Des besoins de capitaux gigantesques

Reste à savoir comment financer cette chaîne complète. C'est là que la crise énergétique rejoint directement le débat sur la profondeur des marchés de capitaux européens. Les besoins sont estimés à environ 660 milliards d'euros par an de 2026 à 2030, soit un niveau très supérieur aux investissements historiques de 240 milliards d'euros annuels, selon la Commission européenne. Le défi est d'autant plus grand que

l'électrification ne renvoie pas seulement aux énergies renouvelables chiffrées par la Commission. Ces investissements s'inscrivent de plus dans le temps long, sont intensifs

en capital et parfois difficiles à classer dans les catégories traditionnelles de l'investissement durable (voir entretien p.4). Ils ne peuvent donc pas relever uniquement de la sphère publique ni des seuls fonds d'infrastructure non cotés. « Les infrastructures constituent un thème central de l'électrification, mais les secteurs associés sont plus nombreux et peuvent être financés par des fonds publics, des fonds privés cotés ou non cotés, mais aussi par des investisseurs particuliers en Bourse », précise Hua Cheng. Les banques et les marchés cotés y contribuent à travers le finance-

ment des entreprises industrielles, des services aux collectivités locales, des opérateurs de réseaux ou des fabricants d'équipements électriques. Les chiffres disponibles sur le seul domaine des infrastructures illustrent cette complémentarité.

À l'échelle mondiale, les fonds d'infrastructure privée représentent près de 1 400 milliards de dollars d'encours mi 2024, selon des données Prequin. Sur le segment coté, les stratégies mondiales d'infrastructure cotée représentaient environ 154 milliards de dollars d'encours en 2024, selon BlackRock. Cette articulation entre capitaux publics, fonds d'infrastructure, marchés cotés et épargne des particuliers devient d'autant plus stratégique que l'électrification s'inscrit désormais dans une logique de souveraineté qui doit faire face à un monde fragmenté.

//

**La durabilité, ce n'est pas seulement une question de baisse des émissions. C'est aussi la capacité à disposer d'un système énergétique plus résilient face aux chocs**

//



## L'analyse de ... Benjamin Louvet

Directeur des gestions matières premières chez Ofi Invest AM.

### La hausse des prix du pétrole traduit-elle un choc de flux ou de production ?

La capacité de production de pétrole n'est pas détruite, la fermeture du détroit d'Ormuz empêche simplement celui-ci d'être assuré, transporté, raffiné puis livré. Plusieurs mécanismes ont par ailleurs permis d'amortir ce choc, comme l'utilisation par l'Arabie saoudite d'un ancien gazoduc transformé en oléoduc vers la mer Rouge, le recours à des infrastructures de contournement aux Emirats arabes unis (EAU) ou encore la mobilisation de stocks stratégiques dans différentes régions du monde. Mais ces solutions ne suppriment pas les tensions logistiques. Même si le détroit d'Ormuz devait rouvrir demain, l'approvisionnement en pétrole resterait perturbé pendant plusieurs mois.

### Comment lire la différence entre le marché spot du pétrole et les prix à terme ?

Le marché spot (au comptant) reflète le prix du pétrole disponible immédiatement, tandis que les contrats à terme indiquent le prix auquel les acteurs acceptent d'acheter ou de vendre du pétrole pour livraison future. Lorsque les prix spot sont supérieurs aux prix à terme, comme c'est le cas actuellement, beaucoup d'observateurs en déduisent que le marché anticipe une guerre courte. Pour nous, c'est une mauvaise lecture de la situation. Cette configuration - appelée *backwardation* - relève d'abord d'un mécanisme d'équilibrage du marché physique. Elle incite les producteurs à vendre rapidement, car les prix immédiats sont élevés, et les acheteurs à différer leurs achats lorsque c'est possible. Elle traduit donc une tension immédiate sur les disponibilités, plus qu'une prévision fiable sur la durée du conflit.

### Le marché du gaz fonctionne-t-il de la même manière ?

Non, le gaz s'inscrit dans un marché beaucoup plus local tandis que le pétrole est un marché mondial, avec un prix international très intégré. Le gaz reste davantage régionalisé, même si l'usage du GNL (ou gaz liquéfié) a renforcé les connexions entre bassins, mais il ne représente qu'un peu plus de 10 % du marché du gaz. Les États-Unis disposent d'un avantage grâce à des prix domestiques bas, tandis que l'Europe et l'Asie doivent se concurrencer pour attirer les cargaisons de GNL américain.

### Comment la transition énergétique peut-elle réduire la vulnérabilité de l'Europe ?

Elle le fera seulement si toute la chaîne industrielle est financée, ce qui n'est pas le cas actuellement. La transition énergétique consiste actuellement en grande partie à transformer notre dépendance aux énergies fossiles en une dépendance aux métaux. Les renouvelables nécessitent des réseaux, du stockage, des batteries, du raffinage, des mines et des métaux critiques, dont une large part reste concentrée hors d'Europe. L'enjeu est donc de financer non seulement les actifs verts visibles, mais aussi les intrants industriels qui rendent l'électrification possible. Cette approche suppose de dépasser une lecture trop étroite de l'analyse extra-financière. Le secteur minier illustre ce paradoxe : indispensable à la transition, il ne figure pourtant pas dans la taxonomie européenne. Il n'est pas considéré comme propre. Pour mobiliser davantage l'industrie financière, il faut donc rendre ces projets financables, avec de la visibilité réglementaire, des véhicules adaptés au capital long et, pour certains actifs comme le nucléaire, des mécanismes de partage du risque avec la puissance publique.

## INTÉGRATION ET SUPERVISION DES MARCHÉS (MISP)

### Échanges avec les décideurs européens



Dans un contexte de forte pression exercée par le groupe dit « E6 » (Espagne, Italie, Pays-Bas, France, Allemagne, Pologne) en faveur d'un accord politique rapide sur le paquet *Intégration des marchés et supervision* (MISP), l'AMAFI a présenté ses priorités (AMAFI / 26-14) aux représentants de onze ministères des finances européens et à M. Merlin, Directeur Marchés financiers de la DG FISMA.

Les principaux enseignements de ces échanges sont les suivants :

#### Négociation actions

Les États sont divisés sur la microstructure de marché et la *Consolidated Tape* (CT).

Constatant la baisse de la part de échanges sur les marchés organisés, dits « Lit », certains évoquent la redirection vers ces derniers d'une partie des flux traités en internalisation systématique. Par ailleurs, la question se pose d'enrichir dès à présent les données pré-négociation de la CT prévue par MIF2 révisée, avant même sa mise en œuvre opérationnelle.

#### Post-marché

L'interopérabilité entre infrastructures de post-marché, soutenue par l'AMAFI, semble faire assez largement consensus. À l'inverse, le projet de passeport permettant à un fonds de choisir librement son dépositaire dans tout État membre, à la faveur des États qui y voient un moyen de développer l'attractivité de leur offre en matière de gestion d'actifs tandis que d'autres considèrent qu'une telle évolution suppose, au préalable, une harmonisation du cadre applicable aux dépositaires.

Arnaud Eard

#### Supervision centralisée de certains acteurs

La supervision directe par l'ESMA de certaines infrastructures de marché ayant des activités transfrontières et des prestataires d'actifs numériques est un sujet central de MISP, qui suscite sans doute les divergences les plus marquées. L'Association a rappelé les conditions nécessaires à une centralisation efficace de cette supervision, qui ne sont pas réunies à ce stade des négociations : assigner à l'ESMA un objectif secondaire de compétitivité dans l'exercice de sa mission réglementaire, limiter l'accroissement des coûts, enjeu central pour tous les interlocuteurs rencontrés, et renforcer l'expertise opérationnelle de l'Autorité, notamment par un recours accru à des profils issus du secteur privé, point identifié par certains interlocuteurs.

#### Régime pilote DLT

Alors que certains acteurs plaident pour une réforme rapide du régime pilote DLT, distincte du reste du paquet MISP, le groupe « E6 » s'y oppose, considérant que l'ensemble des sujets doit être traité selon un calendrier ambitieux. Le point le plus débattu concerne le seuil au-delà duquel les exemptions offertes par le régime tombent, que certains souhaitent relever et d'autres, supprimer. Consciente qu'une suppression serait politiquement compliquée à obtenir, l'AMAFI prône pour un relèvement substantiel des seuils ainsi qu'un mandat confié à l'ESMA pour les ajuster rapidement.

S'agissant de la rencontre avec M. Merlin au cours de laquelle tous ces sujets ont été évoqués, l'Association a également souligné l'importance de préserver la compétitivité des entreprises d'investissement de l'Union opérant dans un pays tiers. L'Association a notamment souligné l'importance d'éviter des situations de double *reporting* en matière de transparence post-négociation, préoccupation qui semble avoir été favorablement accueillie. À noter néanmoins les réserves exprimées sur l'ajout d'un objectif secondaire de compétitivité pour l'ESMA s'agissant de ses missions réglementaires et l'intérêt suscité par la proposition d'accroître le recrutement en provenance du secteur privé.

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

### Compétitivité du secteur bancaire européen

Dans le cadre de sa stratégie pour l'Union de l'épargne et de l'investissement (UEI) et dans le prolongement des rapports Letta et Draghi qui avaient souligné la perte de compétitivité de l'Union, la Commission européenne a mené une consultation sur la compétitivité du secteur bancaire. Dans sa réponse ([AMAFI / 26-18](#)), l'Association met en avant plusieurs priorités concernant les activités de marché :

- ▶ Le renforcement de la compétitivité des établissements est indispensable pour développer des marchés de capitaux profonds, attractifs et capables de financer les ambitions économiques de l'Union. À ce titre, la compétitivité devrait constituer un objectif explicite des politiques européennes, aux côtés de la stabilité financière et de la protection des investisseurs.
- ▶ L'Association rappelle plusieurs des freins connus à la compétitivité : la complexité excessive du cadre réglementaire européen, son instabilité, sa faible adaptabilité face aux évolutions de marché, son application extraterritoriale, ainsi que les divergences de mise en œuvre et de supervision entre États membres. Ces facteurs pèsent sur les coûts, réduisent l'agilité des acteurs de l'UE et créent des désavantages compétitifs vis-à-vis des établissements de pays tiers.
- ▶ Préserver un cadre prudentiel proportionné pour les entreprises d'investissement est essentiel pour leur compétitivité : certaines exigences notamment en matière de gouvernance, de rémunération ou de consolidation prudentielle, ne sont pas toujours adaptées à leur profil de risque et leurs activités. L'AMAFI plaide ainsi pour des ajustements ciblés du régime IFR/IFD afin de préserver la diversité des acteurs de marché et leur rôle dans le financement de l'économie.
- ▶ L'enjeu de compétitivité devrait être intégré dans le mandat de l'ESMA, s'agissant de ses missions réglementaires, afin de favoriser une approche du risque plus équilibrée.
- ▶ Le *reporting* des transactions, qui constitue aujourd'hui une source conséquente de coûts et d'inefficacité avec la coexistence de plusieurs régimes déclaratifs, notamment MiFIR, EMIR et SFTR, devrait être revu pour évoluer vers une architecture harmonisée et efficace, voire un *reporting* unique, tout en préservant l'efficacité de la supervision (v. *News* p. 8).

Mathieu Jacolin, Ambra Moschini, Arnaud Eard, Léopold Bérézay

## CHAMBRES DE COMPENSATION

### Utilisation des garanties bancaires et publiques comme collatéral



L'ESMA a lancé une consultation sur les conditions d'acceptation par les chambres de compensation (CCP) des garanties publiques et bancaires comme collatéral. L'objectif est de pérenniser le dispositif temporaire introduit par la mise en œuvre du Règlement EMIR 3 sur les dérivés, désormais caduc, qui offrait aux contreparties non financières une alternative aux garanties en espèces ou en actifs liquides. Cette possibilité permet en effet de réduire les tensions de liquidité pouvant résulter d'appels de marge importants, comme lors de la crise énergétique de 2022.

L'AMAFI accueille favorablement ([AMAFI / 26-21](#)) cet allègement des contraintes, de nature à renforcer l'attractivité des marchés organisés, alors qu'un certain déplacement des volumes vers le gré à gré avait pu être observé pendant la crise en raison des contraintes de liquidité pesant sur certains participants. Elle souligne toutefois que l'efficacité du dispositif dépendra de sa simplicité opérationnelle et de son adoption effective par les CCP. Elle appelle en particulier à une définition harmonisée des garanties publiques et des banques publiques, ainsi qu'à un cadre clair évitant les divergences d'interprétation entre États membres.

L'Association insiste également sur la nécessité d'éviter les duplications de contrôles entre CCP et membres compensateurs, d'adapter les limites de concentration au profil spécifique des garanties publiques, et de clarifier le traitement prudentiel de certains instruments comme les lettres de crédit *stand-by* (ou SBLC).

Mathieu Jacolin, Léopold Bérézay

## FINANCEMENT DES ENTREPRISES

### Sorties du capital-investissement



Les difficultés rencontrées par les sorties du *private equity* ont conduit la Commission européenne à consulter les différents acteurs des marchés européens dans une perspective de développement d'une plateforme multilatérale de négociation dédiée aux actions non cotées.

Faciliter les sorties du capital-investissement constitue en effet un enjeu important pour le financement du développement des entreprises. Le recours à une plateforme de négociation soulève toutefois plusieurs défis, notamment en matière de formation des prix, les transactions de *private equity* étant généralement négociées de manière confidentielle et bilatérale (AMAFI / 26-23).

Pour l'Association, la création d'une plateforme centralisant l'offre et la demande, qui permettrait de réduire certaines frictions de marché, pourrait cependant être un premier pas vers une plus grande structuration du marché secondaire des titres non cotés.

Mathieu Jacolin, Léopold Bérézay

## ABUS DE MARCHÉ

### Différé dans la publication d'informations privilégiées

En vertu du Règlement Abus de Marché, les émetteurs doivent publier dès que possible toute information privilégiée les concernant. Ils peuvent toutefois en différer la publication, sous certaines conditions et lorsqu'un intérêt légitime le justifie.

En pratique, ce régime posait des difficultés importantes pour les opérations menées en plusieurs étapes, comme les opérations de croissance externe. À chaque phase du processus, les émetteurs devaient en effet déterminer si l'information détenue constituait déjà une information privilégiée, créant une forte insécurité juridique.

Le *Listing Act*, qui entrera en vigueur le 5 juin 2026, apporte une clarification bienvenue : dans les processus à étapes, les informations n'auront plus à être publiées avant la réalisation de l'événement final de l'opération. Le mécanisme classique de différé n'aura donc plus vocation à s'appliquer dans ces situations.

C'est dans ce contexte que l'ESMA a été chargée de préciser les contours de cette exemption et a lancé une consultation visant à adapter ses orientations. Dans ce cadre, l'AMAFI soutient notamment le maintien du cas de différé lié à un danger grave et imminent pour la viabilité financière de l'émetteur, estimant que cette situation n'est pas pleinement couverte par le nouveau régime (AMAFI / 26-20).

L'Association salue également les nouveaux exemples d'intérêts légitimes proposés par l'ESMA pour justifier un différé de publication :

- ▶ Obligation de confidentialité imposée par une autorité publique.
- ▶ Informations encore incomplètes ou indisponibles.
- ▶ Opérations successives d'offres publiques similaires.

L'AMAFI appelle toutefois à ce que cette liste reste indicative et non exhaustive, afin de préserver une appréciation au cas par cas par les émetteurs.

Barbara Linath, Léa Moukah

## REPORTING DES TRANSACTIONS

### Simplification

Alors que la simplification constitue un objectif affiché des institutions européennes, l'ESMA a publié un rapport intérimaire consacré à la rationalisation des régimes de *reporting* des transactions, en suite de sa consultation de juillet 2025. Les orientations retenues rejoignent plusieurs positions défendues de longue date par l'Association ([AMAFI / 25-67](#) et [25-54](#)), et notamment une approche en deux étapes :

- ▶ Une première étape, à horizon de cinq ans, vise à réduire les doublons de déclaration entre les régimes EMIR, MiFIR et SFTR et à alléger le cadre existant. Il est notamment envisagé d'étendre la délégation obligatoire de déclaration, de supprimer la réconciliation, et de réduire le périmètre du *reporting* EMIR aux dérivés non-cotés.
- ▶ Une seconde phase, prévue à plus long terme (cinq à sept ans), vise à consolider les différents dispositifs de déclaration d'EMIR, MiFIR et SFTR, suivant une logique de déclaration unique.

Dans son rapport final, attendu pour juillet 2026, l'ESMA devrait préciser quelle option elle entend privilégier pour la première étape et présenter une analyse coûts-bénéfices.

L'AMAFI se félicite de la trajectoire de long terme ainsi envisagée, mais également de la simplification proposée à un horizon court pour alléger la charge des entités déclarantes. L'Association continuera également de plaider pour une diminution du nombre de champs à déclarer, suivant l'exemple britannique.

Ambra Moschini

## LCB - FT

### Projets de normes techniques de l'AMLA

Alors que l'Autorité européenne de lutte contre le blanchiment (AMLA) poursuit la mise en œuvre du nouveau paquet européen de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme (LCB-FT), plusieurs consultations ont porté ces derniers mois sur les futures normes techniques relatives à l'identification des relations d'affaires et aux obligations de vigilance à l'égard de la clientèle.

À cette occasion, l'Association a rappelé l'importance d'une application cohérente des règles au niveau européen pour préserver des conditions de concurrence équitables entre établissements ([AMAFI / 26-24](#) et [26-25](#)). À cet égard, l'AMLA doit jouer un rôle essentiel, en coordination avec les autorités nationales, pour favoriser une convergence effective des pratiques de supervision.

Face à la rigidification des règles proposées, l'Association a également insisté sur la nécessité de préserver une approche fondée sur les risques et proportionnée aux activités exercées.

S'agissant de la définition de la « relation d'affaires », celle-ci doit être clarifiée afin d'éviter une extension excessive des obligations de vigilance à des acteurs qui ne sont pas des clients au sens des textes européens, comme certains distributeurs ou plateformes.

Enfin, s'agissant des mesures de connaissance du client (KYC), l'Association appelle à des exigences opérationnellement applicables par les établissements et adaptées aux réalités des marchés financiers. Elle plaide ainsi pour limiter certaines obligations de collecte ou de vérification aux seules informations pertinentes et fiables, pour éviter des dispositifs excessivement complexes qui alourdiraient les procédures sans bénéfice avéré en matière de LCB-FT.

Julie Dugourgeot

## FINANCE DURABLE

### Révision de SFDR



Les travaux de révision du Règlement SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*), entamés fin 2025, se poursuivent, aussi bien au niveau du Conseil, qui a publié son texte de compromis, que du Parlement européen qui a récemment publié son rapport.

S'agissant de ce dernier, l'AMAFI se félicite que les produits structurés soient intégrés dans le champ du règlement, en reprenant la définition issue du Règlement PRIIPs proposée conjointement par l'AMAFI, l'AFPDB et la FBF ([AMAFI / 26-08](#)), alors que le texte du Conseil ne les inclut pas.

Certaines propositions du Parlement suscitent néanmoins des préoccupations, comme l'introduction d'un avertissement à l'encontre des produits non catégorisés au titre de SFDR, même lorsqu'ils présentent des caractéristiques ESG. L'obligation de communiquer aux clients certains indicateurs de *Principal Adverse Impacts* (PAI) pose également question, ceux-ci n'étant pas nécessairement adaptés à toutes les stratégies d'investissement.

Enfin, l'Association souhaite que les règles MIF relatives aux préférences de durabilité soient adaptées une fois SFDR révisé, afin que les produits hors champ du règlement mais présentant des caractéristiques ESG, comme certains produits structurés ou les obligations vertes, puissent continuer à être commercialisés comme tels.

Le Groupe de travail *Révision SFDR* de l'Association poursuit ses travaux afin de finaliser les propositions de l'Association dans la perspective des prochaines discussions européennes sur ce texte.

Ambra Moschini

## ALLOCATION OPTIMALE DE L'ÉPARGNE

### Étude Rexecode



Dans un contexte où le financement de l'économie européenne et la compétitivité des marchés de capitaux sont au cœur des réflexions engagées au niveau européen, l'Institut Rexecode (Centre de recherche pour l'expansion de l'économie et le développement des entreprises) vient de publier, avec le soutien de l'AMAFI, l'AFG et France Invest, une étude consacrée à l'allocation optimale de l'épargne des ménages en France et en Europe.

Intitulée « *Repenser l'allocation de l'épargne en France et en Europe : comment l'optimiser sous un prisme macroéconomique ?* », l'étude s'organise autour de deux modules :

- Un état des lieux de l'allocation de l'épargne des ménages, en comparaison internationale
- Une analyse d'allocation optimale, sous le double prisme du couple rendement/risque pour les épargnants et de la maximisation du potentiel de croissance de l'économie

L'étude met en évidence un paradoxe : les Français épargnent beaucoup, mais disposent d'un patrimoine financier

relativement limité au regard d'autres pays développés. En cause notamment, une sous-exposition structurelle aux actions, qui ne représentent que 19 % du patrimoine financier des ménages. Cette situation pèse sur le rendement de l'épargne à long terme en France, le plus faible des pays étudiés, et limite les capacités de financement des entreprises, en particulier dans les phases de croissance et d'innovation.

Les travaux de Rexecode montrent ainsi qu'une allocation plus importante vers les actions cotées et non cotées (de 19 % à 27 %) aurait permis d'améliorer significativement le rendement de l'épargne des ménages sur longue période, avec un risque additionnel limité, voire nul. Une telle évolution contribuerait également à renforcer le financement de l'investissement productif et à fluidifier les goulets d'étranglement constatés dans le financement des entreprises innovantes, cotées et non cotées, en particulier dans la phase « *scale-up* ». Comme l'exemple suédois le montre, une épargne beaucoup plus orientée vers les fonds propres irrigue les entreprises, notamment nationales, favorisant les introductions en bourse et le développement des entreprises.

Il apparaît ainsi souhaitable d'augmenter l'épargne longue investie en actions cotées et non cotées des Français. Cela ne nécessite pas forcément d'évolution structurelle, mais déjà une allocation plus optimale, même si une couche de capitalisation en vue de la retraite aurait également des vertus en termes de finances publiques.

**Stéphanie Hubert**

## AMF

### Inducements

Plusieurs décisions récentes de la Commission des sanctions de l'AMF ont suscité des interrogations sur les diligences attendues des sociétés de gestion pour démontrer que les rétrocessions qu'elles versent aux distributeurs de leurs fonds s'accompagnent d'une amélioration du service rendu aux clients. L'AMF travaille avec les acteurs de la gestion pour définir ces diligences.

Dans ce contexte, elle a également demandé aux associations représentant les distributeurs, parmi lesquelles l'AMAFI, de proposer une approche harmonisée des informations que ces derniers devraient transmettre aux sociétés de gestion pour leur permettre de remplir leurs obligations sans engendrer de processus trop complexes.

Aussi, l'Association travaille avec son Comité Conformité Banque Privée à proposer à l'AMF des formats standardisés. Si une telle initiative semble nécessaire pour apporter de la sécurité juridique aux sociétés de gestion, il conviendrait néanmoins d'éviter un formalisme excessif, d'autant qu'il s'appliquerait aux seuls acteurs français, la réglementation européenne étant muette en la matière. Un dispositif proportionné apparaît donc souhaitable, excluant notamment la distribution en assurance-vie, relevant d'un régime distinct.

**Catherine Balençon**

## CONTRÔLE DES PSI

### Rencontre avec l'AMF

Le pôle Conformité de l'Association a rencontré la Directrice des contrôles de l'AMF nouvellement nommée. Cet entretien a été l'occasion d'évoquer la possibilité, pour le régulateur, de mener des actions de pédagogie auprès des adhérents de l'Association sur le programme des contrôles et les constats effectués à l'occasion de ces derniers, notamment les contrôles spot.

Les synthèses de ces contrôles suscitent en effet régulièrement des questions de la part des membres des Comités Conformité et Conformité Banque Privée. Cette proposition a été accueillie favorablement.

**Catherine Balençon, Julie Dugourgeot, Yannick Chassort**

## TVA

### Recodification des dispositions législatives

L'administration a engagé une recodification des dispositions législatives relatives à la TVA, consistant à transférer ces dispositions du Code général des impôts vers le Code des impositions sur les biens et services (CIBS), avec une entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2027.

Cette réforme s'inscrit dans le cadre du chantier, engagé de longue date par les pouvoirs publics, visant à rationaliser et clarifier la fiscalité applicable aux biens et services. L'administration fiscale a par ailleurs précisé que cette recodification est réalisée à droit constant.

Dans ce contexte, l'Association a adressé une note à la Direction de la législation fiscale afin de lui faire part d'un certain nombre de points concernant le traitement des services d'investissement tant au regard des nouvelles dispositions d'exonération que de celles applicables en matière de prorata de TVA, dont la clarification apparaît nécessaire pour sécuriser les pratiques de place.

À cette occasion, plusieurs prises de position et rescrits antérieurement formulés par l'administration ont également été recensés. L'AMAFI sollicite leur confirmation afin d'assurer la continuité des traitements actuellement appliqués.

**Mélanie Herbodeau-Brachet**

## LUTTE CONTRE LA CORRUPTION

### Rencontre avec l'AFA



Le pôle Conformité de l'AMAFI a rencontré des représentants de l'Agence Française Anticorruption (AFA) pour leur présenter la nouvelle version, en cours de finalisation, de son Guide pour l'élaboration de la cartographie des risques de corruption. A également été évoquée la possibilité que l'Autorité vienne échanger avec les adhérents de l'Association sur les risques de corruption associés aux activités de marché.

L'AFA s'est montrée ouverte à de telles actions. Elle a néanmoins souligné certains axes d'amélioration du projet de cartographie révisée, qui vont être discutés avec le Groupe de travail dédié afin de les prendre en compte.

**Julie Dugourgeot, Yannick Chassort**

## ACTIVITÉS

**Chiffres-clés  
du 01/05/2025  
au 01/05/2026**

**23**

Réponses à des consultations  
publiées ou en cours

**33**

Notes de position /  
de problématique

**17**

Notes d'information

**13**

Conférences et événements  
AMAFI

### Actuellement en vigueur

**13**

Bonnes pratiques  
professionnelles

**6**

Contrats types

**2**

Normes professionnelles

## PUBLICATION

### La place financière idéale : mythe ou réalité ?

Dans un environnement géopolitique sous tension, marqué par une compétition internationale toujours plus intense et des besoins de financement de l'économie considérables, une question s'impose : qu'est-ce qui fonde réellement l'attractivité et la compétitivité d'une place financière ? Existe-t-il un modèle idéal de place financière ?

À travers ce numéro spécial, experts français et internationaux croisent leurs regards pour décrypter les enjeux politiques, économiques et techniques qui façonnent les grandes places financières d'aujourd'hui et dessinent celles de demain.

- ▶ [Accédez à la publication](#)
- ▶ **Débat public le 8 juin à 11h30**, animé par **Fabrice Lundy**, avec **Stéphane Giordano** (AMAFI), **Caroline Eber-Itter** (Standard Chartered), **Thibaud Barreau** (Institut Louis Bachelier) et **Alain Clot**, (France Fintech)  
[Inscription au débat](#)

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

**Philippe Bouyoux**



## EQUIPE

**Léopold Bérézay**, a rejoint le Pôle Marché de l'AMAFI en tant que Chargé d'études Activités de marché. Diplômé d'un Master en contentieux des affaires publiques de l'Université de Rennes et d'un Master en régulation des marchés de l'Université Paris-Dauphine, il dispose d'une première expérience en tant que « Surveillant – Infrastructure de marché » au sein de la Banque de France, sur les sujets de transformation et d'adaptation de la réglementation à la DLT.

## CONTACTS

### Catherine Balençon

01 53 83 00 87 | cbalencon@amafi.fr

### Léopold Bérézay

01 53 83 00 73 | lberezay@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

### Julie Dugourgeot

01 53 83 00 81 | jdugourgeot@amafi.fr

### Arnaud Eard

01 53 83 00 75 | aeard@amafi.fr

### Mélanie Herbodeau-Brachet

01 53 83 00 88 |  
mherbodeaubrachet@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

### Barbara Linath

01 53 83 00 91 | blinath@amafi.fr

### Ambra Moschini

01 53 83 00 86 | amoschini@amafi.fr

### Léa Moukah

01 53 83 00 83 | lmoukah@amafi.fr

### Lukas Tauch

01 53 83 00 78 | ltauch@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](https://www.linkedin.com/company/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.