

► ÉDITO

Les intenses débats en cours autour de la supervision des marchés par l'ESMA montrent combien il reste difficile de dépasser les intérêts nationaux pour construire un marché européen (v. *news* p. 5). Or, si la supervision ne suffit pas à elle seule à intégrer les marchés, elle en est une composante fondamentale : un marché véritablement européen ne peut fonctionner avec un contrôle fragmenté entre différentes autorités.

Il faut, bien sûr, que cette supervision s'exerce dans des conditions qui assurent son effectivité : une gouvernance guidée par les intérêts de l'Union, une expertise suffisante et une stricte maîtrise des coûts.

Mais ce débat ne doit pas finir par occulter l'objectif premier de l'Union de l'épargne et de l'investissement : mieux mobiliser l'épargne européenne pour financer les entreprises et les investissements. Les réflexions autour du produit paneuropéen d'épargne-retraite (PEPP) sont intéressantes à cet égard, moins pour le produit lui-même que parce qu'elles invitent les États à s'interroger sur leurs systèmes de retraite et la place qu'ils accordent à l'épargne longue. L'Allemagne vient ainsi d'engager plusieurs réformes en ce sens et réfléchit à l'introduction d'une composante de capitalisation dans son régime légal.

Alors que s'ouvre en France la campagne pour l'élection présidentielle, souhaitons que le débat sur les retraites ne se concentre pas sur le seul âge de départ, mais porte aussi sur la place de l'épargne longue dans leur financement et celui de notre économie. Le *Baromètre AMAFI sur la fiscalité de l'épargne et du financement des entreprises* (v. *news* p. 8) montre tout l'enjeu d'une meilleure orientation de cette épargne vers l'investissement de long terme. L'Association formulera prochainement des propositions en ce sens.

Stéphanie Hubert

► DOSSIER



Marchés américains : un modèle pour l'Europe ?

Face à la fragmentation des marchés actions en Europe et aux difficultés qu'elle engendre pour le financement des entreprises, les marchés américains sont-ils le modèle idéal à suivre ? La réalité est sans doute plus nuancée !

Marchés américains : un modèle pour l'Europe ?

 Sandra Sebag

S'il est un domaine dans lequel les États-Unis semblent battre l'Europe à plate couture, c'est bien celui des marchés financiers. Quelques chiffres suffisent à mesurer l'écart qui s'est creusé ces dernières années entre les deux rives de l'Atlantique. Au 31 juillet 2026, le MSCI USA affichait une performance annualisée de 15,06 % sur dix ans, contre 10,31 % pour le MSCI Europe, selon les données du fournisseur d'indices. La différence est encore plus spectaculaire quant au nombre de champions cotés : parmi les 15 entreprises mondiales valorisées à plus de 1 000 milliards de dollars en août 2026, 12 étaient américaines et aucune européenne ! Et surtout, la profondeur de marché est sans commune mesure. Selon la *World Federation of Exchanges*, la valeur des transactions sur actions atteignait en juin 2026 environ 5 700 milliards de dollars sur le Nasdaq-US et 5 200 milliards sur le NYSE, contre 370 milliards pour Euronext et 139 milliards pour *Deutsche Börse*. Par conséquent, les États-Unis attirent beaucoup plus d'introductions en Bourse (IPO) que l'Europe. Selon EY, 117 IPO pour un montant de 17 milliards ont été réalisées de l'autre côté de l'Atlantique en 2025 contre 51 opérations pour un montant de 6 milliards en Europe.

Les États-Unis disposent en effet d'un marché financier capable d'absorber l'épargne mondiale. L'Europe, elle, ne manque pas d'épargne. Mais elle peine à la transformer en capital long terme au service de ses entreprises. Doit-elle alors s'inspirer du modèle américain ? La réponse est certainement positive même si toutes les caractéristiques ne pas transposables mécaniquement. « *Les marchés américains tirent aujourd'hui bénéfice de décisions de politique publique prises il y a plusieurs décennies* », rappelle Nicolas Véron, Économiste chez Bruegel et au *Peterson Institute for International Economics*. En effet, l'avance américaine ne tient pas à une recette unique. Elle repose sur une chaîne complète allant de l'existence de fonds de pension puissants à une culture qui valorise l'entrepreneuriat, en passant par une fiscalité plus favorable, une recherche financière abondante ou encore une intermédiation de marché très développée. « *Aux États-Unis, l'investissement en actions fait partie de la culture. Elle s'est construite au fil du temps grâce à une participation beaucoup plus forte des retraites et de l'épargne salariale aux marchés actions qu'en Europe, ce qui*

a contribué à développer la profondeur et la liquidité du marché américain », souligne Julien Nizard, *Managing Director* chez J.P. Morgan, Responsable du trading dérivés actions en Europe continentale.

Cette référence américaine doit toutefois être maniée avec prudence. Certes, les marchés de l'autre côté de l'Atlantique sont plus profonds et plus liquides, mais ils ne sont pas exempts eux-mêmes de fragilités. « *Concentration des indices, poids croissant de la gestion passive ou difficultés d'accès pour les petites et moyennes capitalisations : certaines questions souvent présentées comme spécifiquement européennes existent aussi outre-Atlantique voire y sont exacerbées* », nuance Delphine d'Amarzit, Présidente-directrice générale d'Euronext Paris et membre du directoire d'Euronext.

Une affaire de tuyauterie ?

L'un des écarts les moins visibles, mais peut-être le plus structurant se situe dans l'organisation même des marchés. Aux États-Unis, la fragmentation existe aussi, mais elle est compensée par un dispositif commun d'information. « *La Consolidated Tape — un système qui centralise en temps réel les prix et les quantités des ordres envoyés sur les différentes plateformes — donne une vision consolidée du marché. Il lui permet de fonctionner, en pratique, comme une bourse unique* », résume Angelo Riva, Professeur à l'*INSEEC Business School* et chercheur associé à *Paris School of Economics*. À cette intégration de l'information s'ajoute celle de la chaîne de liquidité. « *Le développement des grands asset managers, des ETF et des teneurs de marché a renforcé la liquidité du marché américain. Toute la boucle fonctionne de manière beaucoup plus intégrée* », explique Julien Nizard. En Europe, le cadre s'est construit différemment : plutôt que de se concentrer uniquement sur le meilleur prix disponible, la réglementation a introduit la notion de meilleure exécution. « *Les intermédiaires doivent orienter les ordres vers la plateforme offrant les meilleures conditions globales pour l'investisseur, en tenant compte à la fois du prix du titre et des commissions. Sur le papier, l'idée était juste, mais faute d'un système capable de relier tous les marchés, la meilleure exécution s'est surtout traduite par une obligation de*



►►► *transparence* », explique Angelo Riva. Chaque intermédiaire a donc dû reconstituer lui-même l'information disponible sur les différentes plateformes, ce qui a avantagé les grands opérateurs capables d'absorber cette complexité. A cela s'ajoutent la dispersion des règles, les coûts de *post-marché* et certaines fiscalités nationales qui limitent au final l'intervention des apporteurs de liquidité, en particulier sur les petites et moyennes valeurs. L'Europe a pourtant cherché à harmoniser ses textes. Mais elle n'a pas pour autant construit un marché vraiment unifié dans son fonctionnement au quotidien. « *Même lorsqu'un texte est européen, son application peut varier d'un pays à l'autre si elle dépend d'autorités nationales. Pour un investisseur international, ces différences de pratiques, de supervision et d'interprétation entretiennent l'idée d'un marché européen moins lisible, moins homogène et moins profond que le marché américain* », explique Nicolas Véron.

L'inspiration américaine

C'est précisément sur ces failles de fonctionnement que l'Europe tente désormais d'agir. Et, sur plusieurs chantiers, le modèle américain sert directement de référence. Premier exemple : la donnée de marché. La Commission européenne a adopté en juin 2025 les normes techniques nécessaires à la mise en place d'une *Consolidated tape* européenne. Sur les actions et les ETF, l'ESMA a sélectionné EuroCTP en décembre 2025, puis l'a autorisé en juillet 2026 à opérer. Le deuxième chantier concerne la supervision. Avec le *Market Integration and Supervision Package (MISP)*, présenté en décembre 2025, la Commission veut réduire les barrières qui freinent encore le marché unique des services financiers et renforcer le rôle de l'ESMA. Le texte reste cependant ciblé et la supervision unique fait notamment l'objet d'une forte opposition. « *Le MISP accroît les pouvoirs européens sur certains segments, notamment les infrastructures de marché*

ou encore les prestataires de service numérique, sans aller jusqu'à une véritable supervision unique des marchés de capitaux. Or, c'est précisément cette persistance des pratiques nationales qui entretient la fragmentation », estime

pour sa part Nicolas Véron. Le troisième levier concerne le *post-marché*. Là où les marchés américains bénéficient d'une infrastructure de *post-marché* unifiée et largement centralisée, l'Europe reste organisée autour de dépositaires centraux nationaux. Cette fragmentation crée des frontières invisibles entre les marchés et renchérit les investissements transfrontières. Les institutions européennes ont déjà engagé plusieurs chantiers pour réduire ces frictions. Le règlement CSDR a notamment été révisé pour faciliter davantage les activi-

tés transfrontières des dépositaires centraux, tandis que l'Union européenne a engagé le passage à un règlement-livraison à J+1. Mais la consolidation passe aussi par les infrastructures de marché elles-mêmes. C'est précisément sur ce terrain qu'Euronext entend agir avec *Euronext Securities*. Le groupe, qui a déjà unifié huit marchés actions sur une même plateforme technologique, veut désormais proposer une solution de règlement-livraison paneuropéenne. Malgré toutes ces initiatives, il reste cependant encore des angles morts notamment en ce qui concerne le non-coté. Aux États-Unis, les acteurs du capital investissement préparent les entreprises à l'introduction en Bourse. « *En Europe, cette voie de sortie reste moins naturelle : les investisseurs du non-coté privilégient encore trop souvent des cessions industrielles alors même que le marché du M&A n'aura pas la profondeur nécessaire pour absorber le nombre d'entreprises créées par la croissance du capital-investissement* », déplore Delphine d'Amarzit, pour qui un travail collectif doit être engagé sur ce point. Enfin, reste le chantier de l'épargne longue. C'est sans doute le plus décisif, mais aussi le plus difficile à activer, car il dépend largement des États membres...

L'avance américaine repose sur une chaîne allant des fonds de pension à une culture de l'entrepreneuriat



L'analyse de ... Christian de Boissieu

Professeur émérite à l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne, Président de la Fondation Concorde et Vice-président du Cercle des économistes.

La structure de financement européenne, encore très dépendante du secteur bancaire, est-elle adaptée à une économie davantage fondée sur l'innovation ?

Les structures de financement, notamment les poids respectifs du crédit bancaire et des financements de marché, évoluent lentement. Pour financer l'innovation en Europe, surtout les innovations de rupture, il faut accélérer l'essor du capital-investissement et faciliter les entrées en Bourse de beaucoup plus de PME et d'ETI. Des marchés financiers plus profonds et plus liquides favoriseraient aussi un basculement vers davantage de financements de marché, au bénéfice de tous, y compris des banques. Une meilleure intégration des places financières européennes renforcerait aussi leur compétitivité.

L'Europe avance-t-elle assez vite pour combler son retard ? Le problème n'est-il pas aussi institutionnel ?

L'union des marchés de capitaux, ancêtre de l'Union de l'épargne et de l'investissement (UEI), a été lancée en 2015 par un plan d'action européen. Depuis, rien, ou presque. Elle était pensée avec Londres ; depuis le Brexit, il faut avancer sans, et même contre, la City. Le moment est venu d'ouvrir plusieurs chantiers. Il faut davantage de cohérence : on ne peut pas soutenir l'UEI dans ses principes tout en bloquant les réformes indispensables à sa mise en œuvre. Or plusieurs responsables européens restent hostiles au transfert de nouvelles compétences vers l'ESMA, ou au rapprochement du droit des sociétés et du droit de la faillite.

Si vous deviez retenir deux ou trois priorités pour rapprocher l'Europe de la profondeur des marchés américains, lesquelles seraient-elles ?

L'Europe a avancé sur certains fronts, avec le règlement MiCA pour les cryptoactifs ou les textes amendés sur les critères ESG. Mais sur le noyau dur de l'UEI, rien de vraiment significatif. La relance de la titrisation européenne est dans le débat depuis dix ans, sans décoller. Quant à la fiscalité de l'épargne, elle restera longtemps une compétence nationale, socle dur de la souveraineté des États. Plutôt qu'une approche séquentielle, l'UEI suppose d'ouvrir dès maintenant plusieurs fronts : titrisation, supervision, produits d'épargne destinés à financer des projets européens de défense ou de transition écologique. De nouvelles émissions d'eurobonds pourraient aussi faciliter l'intégration des compartiments obligataires. Mais il faut revenir au principe de réalité : tant que Francfort et Euronext resteront en concurrence frontale sur des compartiments essentiels, l'Europe aura du mal à jouer les effets de taille et à rivaliser avec la profondeur des marchés américains et britanniques.

INTÉGRATION DES MARCHÉS ET SUPERVISION

Le paquet MISP bientôt finalisé au Conseil



Alors que les négociations sur le paquet MISP (*Market Integration and Supervision Package*) doivent s'achever au Conseil le 9 octobre, l'AMAFI, représentée par son Président, Jacques Vigner, et sa Commission Action Européenne, a profité du Forum Eurofi de Dublin pour présenter ses priorités ([AMAFI / 26-61](#)) aux représentants de neuf États membres, à Alexandra Jour-Schroeder, Directrice générale adjointe à la DG FISMA et à Stéphanie Yon-Courtin, membre de la Commission ECON du Parlement européen.

S'agissant de la **microstructure de marché**, un consensus semble se dessiner au Conseil qui tend à rapprocher les obligations de transparence des différents mécanismes d'exécution, notamment les marchés réglementés et les internalisateurs systématiques (IS). Les modifications un temps envisagées des obligations applicables à certains mécanismes d'exécution, comme l'amélioration par les IS des prix pour les ordres des clients de détail, seraient ainsi abandonnées. Au Parlement européen, les divergences sur ces sujets sont néanmoins fortes.

Ces débats rejoignent ceux suscités par la consultation menée par l'ESMA sur l'évolution de la structure des marchés actions, concernant

notamment le recul relatif des carnets d'ordres transparents au profit des enchères périodiques et de l'internalisation systématique.

Dans sa réponse ([AMAFI / 26-42](#)), complétée par ses propres analyses ([AMAFI / 26-67](#)), l'Association considère que les évolutions observées doivent être appréciées au regard notamment de la volatilité, des volumes négociés en valeur absolue et des *spreads*. Toute réforme devrait ainsi être fondée sur une analyse d'impact approfondie et apporter un bénéfice démontré aux investisseurs, en tenant également compte du risque de déplacement des flux vers les pays tiers offrant des conditions d'exécution plus favorables.

Sur la supervision directe par l'ESMA de certaines infrastructures de marché et des prestataires de services numériques, l'Association a rappelé à ses interlocuteurs que celle-ci devrait être conditionnée à la mise en place de plusieurs garde-fous : un objectif secondaire de compétitivité pour l'ESMA dans sa mission réglementaire, des coûts de supervision stables, le renforcement de l'expertise opérationnelle de l'Autorité et un Comité exécutif indépendant.

Si ces priorités ont été globalement bien reçues, les États membres demeurent toutefois divisés, notamment sur le pouvoir à conférer au Comité exécutif au regard du Conseil des autorités de surveillance (BOS en anglais). Au Parlement européen, Stéphanie Yon-Courtin a indiqué défendre en particulier une répartition claire des compétences entre l'ESMA et les autorités nationales afin d'éviter toute double supervision.

Arnaud Eard, Mathieu Jacolin

RECHERCHE SPONSORISÉE

Le nouveau cadre européen consacre le modèle français



L'entrée en application début septembre du nouveau Code de conduite européen sur la recherche sponsorisée marque l'aboutissement de l'initiative engagée dès 2022 par l'AMAFI, l'AFG et la SFAF qui avait permis de doter d'un cadre exigeant la recherche financée, en tout ou partie, par les émetteurs. Avec près de 340 contrats en vigueur fin 2025, la Charte française de la recherche sponsorisée a ainsi démontré son utilité pour les sociétés cotées et les investisseurs.

Porté par la Place de Paris lors des travaux sur le *Listing Act*, ce modèle, qui constituait le seul cadre de référence existant, a largement inspiré le nouveau Code européen.

Ainsi, l'Association se réjouit de ce passage à l'échelle qui constitue une opportunité pour soutenir l'accès aux marchés de capitaux des sociétés de l'UE, en particulier les PME et ETI. En facilitant la disponibilité d'une information financière de qualité sur des entreprises parfois moins suivies par la recherche traditionnelle, le nouveau cadre européen contribue à renforcer leur visibilité et la compréhension de leurs modèles d'affaires.

L'entrée en vigueur du Code européen a logiquement conduit à l'abrogation de la Charte française ([v. communiqué](#)).

L'Association poursuivra néanmoins le suivi régulier du nombre de contrats de recherche sponsorisée conclus par ses adhérents.

Mathieu Jacolin, Barbara Linath

REPORTING DES TRANSACTIONS

L'AMAFI appelle à une simplification plus ambitieuse

Depuis que la Commission a indiqué vouloir réduire de 25 % la charge administrative pesant sur les entreprises, l'Association appelle à une refonte du système européen de *reporting* des transactions, afin de réduire les doublons et les coûts liés à la coexistence de plusieurs dispositifs ([AMAFI / 25-54, 25-67, et 26-36](#)).

Dans son rapport final publié cet été, l'ESMA retient le principe soutenu par l'Association de ne « *déclarer qu'une fois* » : une information serait transmise une seule fois puis utilisée pour répondre aux différents besoins des autorités. Toutefois, l'ESMA n'envisage cette évolution qu'à long terme et propose des mesures à court terme qui restent insuffisantes pour réduire significativement la charge déclarative. L'économie de 24 % qu'elle estime possible repose en effet en partie sur des mesures de simplification plus ambitieuses que celles finalement retenues.

Ainsi, l'Association estime que plusieurs actions complémentaires permettraient d'alléger la charge déclarative :

- ▶ Éliminer les doubles déclarations, tout en préservant les informations nécessaires aux autorités.
- ▶ Réduire le nombre et la complexité des informations demandées, plutôt que de se limiter à leur transmission par un canal unique.
- ▶ Permettre aux établissements qui le souhaitent de déclarer directement aux autorités, sans supporter le coût supplémentaire d'un intermédiaire obligatoire.
- ▶ Mieux articuler les différents régimes de *reporting*, notamment en retirant les dérivés cotés du champ d'EMIR et les dérivés de change de MiFIR. Cette dernière évolution a notamment été retenue au Royaume-Uni.

Ambra Moschini

TRADING ALGORITHMIQUE

Supervision

L'ESMA a publié en début d'année à l'attention des participants de marché et des autorités nationales compétentes, un *Supervisory Briefing sur le trading algorithmique* visant à favoriser une application convergente des règles MIF II et à clarifier les attentes sur les contrôles pré-négociation.

Le manque de proportionnalité de l'approche préconisée a suscité de fortes inquiétudes du Comité Conformité de l'Association, en particulierité concernant la définition du *trading algorithmique*, susceptible d'être interprétée de façon très large. Dans ce contexte, l'AMAFI a lancé des travaux avec d'autres associations afin de proposer à l'ESMA des clarifications que celle-ci pourrait apporter sous forme de questions/réponses.

Catherine Balençon

FINANCE DURABLE

Révision de SFDR



Le Parlement européen vient d'adopter sa position sur la révision du règlement SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*), qui encadre l'information sur la durabilité des produits financiers.

S'agissant en particulier des produits structurés, leur intégration dans le champ de SFDR, soutenue par l'AMAFI, n'est finalement retenue par aucun des co-législateurs. Un réexamen de l'opportunité d'une telle inclusion est toutefois prévu dans 3 ans. Quant aux nouvelles catégories de produits ESG, le Parlement en précise la définition mais au prix d'une forte complexité. Ainsi, les dispositions relatives aux exclusions, aux principales incidences négatives ou encore au financement de la transition comportent désormais de nombreuses conditions et exceptions.

Dans la perspective du trilogue, l'AMAFI continuera de défendre un cadre simple, distinguant clairement les trois catégories et garantissant aux investisseurs une information pertinente et non trompeuse. L'enjeu est d'assurer un traitement cohérent des produits ayant des caractéristiques de durabilité comparables, qu'ils relèvent ou non du champ de SFDR ([AMAFI / 26-57](#)).

Ambra Moschini

CADRE PRUDENTIEL DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT

Préserver un régime proportionné

Le cadre prudentiel européen applicable aux entreprises d'investissement (EI), IFR/IFD, doit faire l'objet d'une révision ciblée dans le cadre des travaux de la Commission européenne sur la compétitivité du secteur bancaire. Celle-ci devrait notamment porter sur les exigences de fonds propres, les critères de classification des entreprises d'investissement et leur articulation avec le cadre prudentiel bancaire (CRR/CRD). Les propositions législatives sont attendues au premier trimestre 2027.

Dans ce contexte, il importe particulièrement de préserver la proportionnalité du régime et de ne pas faire peser sur les EI des exigences prudentielles sans rapport avec les risques qu'elles supportent. Concernant les critères de classification, l'ajout de nouveaux critères devrait être évité et les seuils existants relevés afin de mieux prendre en compte la taille des EI sans complexifier davantage le régime. Pour l'Association, cette révision devrait également permettre de prendre en compte la compétitivité des établissements européens par rapport à leurs concurrents établis hors de l'Union, en particulier concernant les règles de rémunération ([AMAFI / 26-18](#)).

Ambra Moschini

LCB - FT

Mise en œuvre du paquet européen

L'AMAFI est fortement mobilisée dans le cadre de la mise en œuvre du paquet européen LCB-FT. Elle a ainsi répondu à quatre consultations de l'Autorité européenne de lutte contre le blanchiment (AMLA) concernant l'approche groupe ([AMAFI / 26-38](#)), l'évaluation des risques par les établissements ([AMAFI / 26-46](#)), la surveillance des relations d'affaires ([AMAFI / 26-69](#)), et le format harmonisé des déclarations de soupçon ([AMAFI / 26-65](#)).

Les textes proposés par l'AMLA soulèvent un réel enjeu de complexité et de proportionnalité : la multiplication d'exigences détaillées et prescriptives vient alourdir sensiblement les obligations des établissements et sont parfois peu adaptées à leurs activités ou aux risques effectivement encourus.

Une telle approche s'inscrit à rebours de l'objectif de simplification poursuivi au niveau européen et du principe d'une LCB-FT fondée sur les risques.

Julie Dugourgeot

FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE ET FINANCEMENT DES ENTREPRISES

Baromètre AMAFI 2026



L'édition 2026 du Baromètre de la fiscalité de l'épargne et du financement des entreprises de l'Association (AMAFI / 26-60) met en évidence un retournement de la dynamique engagée depuis 2018 en faveur du financement en fonds propres des entreprises.

Et cette évolution intervient au moment même où les besoins de financement des entreprises sont considérables, en France comme en Europe, pour permettre aux entreprises d'investir et de prendre les risques nécessaires aux transitions industrielle, technologique, écologique et de défense.

Un recul préoccupant de l'actionnariat individuel

Alors que l'épargne financière demeure abondante et que l'intérêt déclaré pour les marchés actions progresse, la détention directe d'actions cotées par les ménages recule fortement : elle représente 4 % de leur patrimoine financier en 2025, contre 5 % en 2024, effaçant la hausse observée après les réformes fiscales de 2018.

Une compétitivité fiscale qui se dégrade

Les réformes engagées à partir de 2018 avaient permis de rapprocher la fiscalité française des standards européens et de réduire le désavantage supporté par les entreprises françaises pour leur financement en fonds propres. Elles avaient également montré qu'une fiscalité plus compétitive pouvait s'accompagner d'une augmentation durable des recettes publiques.

Mais plusieurs mesures fiscales prises depuis 2025 ont renchéri le coût du financement en fonds propres des entreprises et renforcé le biais en faveur de l'endettement. En 2026, pour servir un revenu net de 100 à un actionnaire disposant d'un revenu intermédiaire, une entreprise française doit générer un résultat brut de 228, contre 204 en 2024, 190 en Allemagne et 207 au Royaume-Uni.

Préserver un cadre stable et soutenir l'investissement en actions

Alors que la France se distingue de ses principaux voisins par une plus grande instabilité fiscale, le soutien durable de l'actionnariat suppose d'abord un cadre fiscal prévisible pour offrir aux investisseurs une visibilité sur le temps long, nécessaire à ce type d'investissement. Il importe également de ne pas le pénaliser fiscalement, notamment en préservant et stabilisant le prélèvement forfaitaire unique.

Plus largement, la mobilisation de l'épargne en faveur du financement en fonds propres suppose de renforcer les dispositifs favorisant l'actionnariat, comme le PEA ou, en complément du système par répartition, une part de capitalisation dans le financement des retraites.

Mélanie Herbodeau- Brachet

TOKENISATION DES ACTIFS

De l'expérimentation à l'industrialisation



La tokenisation des actifs financiers entre dans une nouvelle phase. Aux États-Unis, les grandes infrastructures de marché commencent à étendre leurs services aux titres tokenisés. La question est donc dès lors de permettre son utilisation à grande échelle et de l'insérer dans le fonctionnement courant des marchés.

C'est dans ce contexte que le Trésor, la Banque de France et l'AMF ont engagé des travaux de Place auxquels l'Association a contribué, aux côtés de l'Institut Louis Bachelier, de Kaiko et de la Caisse des Dépôts. Ces travaux ont permis notamment d'identifier les facteurs de passage à l'échelle : infrastructure, actif de règlement, cadre réglementaire, liquidité, adoption institutionnelle et intérêt économique des cas d'usage, dont l'importance diffère selon l'actif sous-jacent. Ainsi, le cadre juridique et l'infrastructure sont particulièrement déterminants pour les actions, tandis que l'actif de règlement et le collatéral jouent un rôle plus important pour les obligations et les opérations de pension livrée (*Repo*).

Les travaux montrent ainsi que l'adoption des actifs tokenisés pourrait accélérer, une fois certains verrous levés. Pour la France et l'Europe, l'enjeu est désormais de transformer les pilotes en usages concrets afin que l'avance acquise sur le plan réglementaire se traduise en avantage compétitif.

L'AMAFI organisera un webinaire sur ces travaux d'ici la fin de l'année.

Lukas Tauch

RETRAIT OBLIGATOIRE

Mise en cohérence du Règlement général de l'AMF

À la suite des travaux conclus en 2021 par France Post-Marché et le Comité français d'organisation et de normalisation bancaire, les modalités d'indemnisation des actionnaires minoritaires lors d'un retrait obligatoire ont évolué.

La procédure permet désormais d'identifier en amont les titres ouvrant droit à indemnisation et d'organiser leur règlement dès le jour de l'opération. Cette organisation simplifie les traitements, réduit les délais de règlement et limite les risques opérationnels liés aux interventions manuelles.

Les dispositions du Règlement général de l'AMF relatives au retrait obligatoire restent toutefois en partie fondées sur l'ancien fonctionnement. Afin de mettre le cadre réglementaire en cohérence avec les pratiques de marché, l'Association a soumis à l'AMF des propositions de modification de son Règlement général ([AMAFI / 26-47](#)), portant notamment sur les modalités de versement des fonds, le rôle du centralisateur et des teneurs de compte conservateurs et l'information du marché.

Barbara Linath, Cédric Fabregas

PEA

Éligibilité des fonds synthétiques

La question de l'éligibilité au PEA des fonds synthétiques, ou « fonds *swaps* », a été rouverte à la suite du lancement du label Finance Europe à l'été 2025. Ces fonds répondent à la condition propre aux PEA d'investir au moins 75 % de leurs actifs en actions de l'Espace économique européen, mais peuvent, grâce à un *swap*, offrir une exposition à des indices non européens.

Cette particularité a suscité un débat sur leur éligibilité au PEA. Une remise en cause aurait toutefois des conséquences importantes pour les épargnants qui détiennent déjà ces produits, notamment les plus jeunes, auprès desquels ces fonds rencontrent un intérêt particulier en leur permettant de diversifier leur épargne sur un horizon de long terme.

Le Gouvernement a finalement indiqué qu'il n'entendait pas remettre en cause leur éligibilité au PEA.

Mathieu Jacolin

JURISTES D'ENTREPRISE

Confidentialité des consultations



L'entrée en vigueur en février prochain du nouveau régime de confidentialité des consultations des juristes d'entreprise, inspiré du *legal privilege* américain, est une évolution attendue qui va permettre de sécuriser le conseil interne dans un contexte dans lequel, jusqu'à présent, seuls les avis des avocats externes bénéficiaient de la confidentialité. Ce dispositif pourrait intéresser les établissements financiers dans certaines situations.

Dans un contexte où la mauvaise utilisation de ce régime induit un risque pénal, et où les conditions de son utilisation sont particulièrement strictes, de nombreuses questions pratiques se posent néanmoins. Celles-ci concernent notamment le périmètre des consultations protégées, les conditions relatives à leurs auteurs et destinataires ainsi que le formalisme à respecter.

Afin d'accompagner ses adhérents dans l'appropriation de ce nouveau cadre, l'Association a constitué, conjointement avec la Fédération bancaire française (FBF) et avec le concours de l'Association nationale des juristes de banque (ANJB), un groupe de travail dédié. Celui-ci analyse le nouveau dispositif et les projets de textes réglementaires nécessaires à son application afin d'identifier les principales difficultés de mise en œuvre et d'élaborer un document de Questions-Réponses destinées à apporter des réponses opérationnelles aux établissements financiers. Par ailleurs, ce Groupe est en lien avec le Medef afin d'assurer la cohérence de ses travaux avec les réflexions menées plus largement par les entreprises, tous secteurs confondus.

Barbara Linath, Cédric Fabregas

DUE DILIGENCE

Mise à jour du Code professionnel

Afin de tenir compte des évolutions des pratiques de marché et des nouveaux risques auxquels sont confrontés les émetteurs, le Comité opérations financières de l'Association a travaillé à la mise à jour du Code professionnel AMAFI relatif aux diligences d'usage (*Due diligence*) à mener par les établissements financiers participant à une opération financière sur les marchés réglementés ([AMAFI / 20-63](#)). Cette actualisation est en cours de finalisation.

Les principales évolutions portent sur l'intégration renforcée des enjeux ESG dans les diligences, ainsi que sur la prise en compte des nouvelles technologies et des risques associés à ces enjeux, notamment en matière de systèmes d'information et de cybersécurité. Enfin, les diligences relatives aux relations avec les fournisseurs sont précisées, notamment pour mieux apprécier les éventuelles situations de dépendance, la concentration des approvisionnements et les risques liés à la chaîne d'approvisionnement.

Barbara Linath, Cédric Fabregas

PRODUITS STRUCTURÉS

Travaux sur la Vfm

Dans le contexte des travaux de l'ESMA sur la préparation des mesures d'application de la *Retail Investment Strategy (RIS)*, l'AMAFI entend contribuer, aux côtés de l'AFPDB et de la FBF, à la réflexion sur le rapport coûts/avantages (*Value for Money ou Vfm*) des produits structurés. L'enjeu est notamment que la méthode de *Vfm* appliquée à ces produits soit adaptée à leurs spécificités.

Catherine Balençon

TVA

Recodification des dispositions législatives dans le CIBS

Le chantier de recodification des dispositions relatives à la TVA dans le Code des impositions sur les biens et services (CIBS) a connu de nouveaux développements avec la publication, cet été, d'une ordonnance qui a reporté au 1^{er} janvier prochain l'entrée en vigueur du nouveau dispositif et qui est venue sécuriser la continuité et l'opposabilité de la doctrine administrative, répondant ainsi à une demande très forte des assujettis ([Info AMAFI n° 175](#)).

Le Comité fiscal de l'Association poursuit toutefois son analyse des conséquences de cette ordonnance sur les activités de marché, plusieurs sujets demeurant en effet à clarifier. Il s'agit notamment du traitement des instruments financiers à terme, de l'exonération des commissions de courtage, de RTO et d'exécution ainsi que du maintien de la possibilité d'opter pour la TVA pour certaines prestations relatives aux opérations sur titres.

Ces travaux permettront d'identifier les éventuels impacts opérationnels pour les établissements et, le cas échéant, les confirmations complémentaires à solliciter auprès de l'administration.

Mélanie Herbodeau-Brachet

NÉGOCIATION COLLECTIVE

Nouveaux accords



Classification

Un accord relatif à la mise à jour de la grille de classification de la Convention Collective Nationale des activités de Marchés financiers a été signé le 17 juin 2026. Il regroupe notamment les catégories I.A et I.B en une catégorie I, et les catégories II.A et II.B en une catégorie II, tandis que les catégories cadres restent inchangées.

Les critères de classification sont également actualisés autour de cinq dimensions : autonomie, technicité, formation ou expérience, responsabilité et communication. Le nouveau dispositif ne s'appliquera qu'à compter du 1^{er} janvier 2028 afin de permettre aux entreprises d'adapter leurs classifications et les salaires minima associés.

Salaires minima hiérarchiques

Les négociations ont également porté sur les salaires minima hiérarchiques.

À la suite de la revalorisation du SMIC au 1^{er} juin, les partenaires sociaux ont relevé le minimum conventionnel de la catégorie I.A, devenu inférieur au nouveau seuil légal. La nouvelle grille de salaires minima hiérarchiques est ainsi la suivante :

Catégories	I.A	I.B	II.A	II.B	III.A	III.B	III.C
SMH mensuels	1.868 €	2.228 €	2.689 €	2.950 €	3.071 €	3.575 €	4.389 €
SMH annuels	22.416 €	26.736 €	32 268 €	35 400 €	36.852 €	42.900 €	52.668 €

Alexandra Lemay-Coulon, Fabien Brouez

Jacques Vigner élu Président de l'AMAFI



jeannoelmartin.com

Le Conseil de l'AMAFI a élu, le 2 juillet 2026, **Jacques Vigner** à la présidence de l'Association. Il succède à Stéphane Giordano, qui demeure membre du Conseil et a été nommé Président d'honneur en reconnaissance de son engagement et de sa contribution au développement de l'Association.

Directeur associé de *BNP Paribas Financial Markets SNC*, Jacques Vigner est également membre du Comité exécutif de *Global Markets, BNP Paribas* où il exerce la fonction de *Chief Strategic Oversight Officer*.

Diplômé de l'École Polytechnique et de l'École des Mines, il compte plus de 25 années d'expérience dans les marchés financiers. Il y a exercé de nombreuses responsabilités dans les domaines des dérivés, de la gestion des risques, de la stratégie et de la transformation des activités de marché, acquérant ainsi une connaissance approfondie des enjeux du secteur.

Le Conseil a également réélu **Vincent Remay**, Conseiller du Président de Viel et Cie, aux fonctions de Vice-Président de l'Association. M. Remay a notamment été responsable du groupe de travail chargé du passage à l'euro de la dette de l'État français et a été en charge des produits et des indices au sein de la SBF, devenue Euronext. Il a également présidé STOXX avant de prendre la responsabilité des activités de dérivés actions et indices d'Euronext-Liffe.

► [Communiqué de presse](#)

EQUIPE

- **Cédric Fabregas** a rejoint l'AMAFI en qualité de juriste. Diplômé du Master 2 de droit des affaires franco-asiatique de l'Université Paris II Panthéon-Assas, il a eu l'occasion de faire ses armes dans un fonds d'investissement vietnamien ainsi que dans le service juridique d'une entreprise de conseil, avant de rejoindre l'équipe Corporate-M&A d'un cabinet d'avocats parisien.
- **Léa Moukah** a quitté l'AMAFI pour de nouvelles aventures. Toute l'équipe la remercie vivement pour le travail accompli au sein de l'Association et lui souhaite plein succès dans ses nouvelles fonctions.

ACTIVITÉS

Chiffres-clés du 01/09/2025 au 01/09/2026

22

Réponses à des consultations
publiées ou en cours

42

Notes de position /
de problématique

21

Notes d'information

13

Conférences et événements
AMAFI

Actuellement en vigueur

13

Bonnes pratiques
professionnelles

6

Contrats types

2

Normes professionnelles

NOUVEAUX ADHÉRENTS

- ▶ **ANZ Europe SA**, établissement de crédit offrant des services de réception-transmission et d'exécution d'ordres, de négociation pour compte propre, de prise ferme et de placement non garanti. Sa dirigeante est Sarah Berry (Directrice Générale).
- ▶ **Fincley Consulting**, cabinet de conseil en stratégie et organisation pour les institutions financières. Pascal Hoareau en est le Président fondateur.
- ▶ **LCM Commodities SAS**, entreprise d'investissement dont les activités sont la réception-transmission et l'exécution d'ordres sur les dérivés de matières premières. Ses dirigeants sont Pierre Lacaze (Président) et Bradley Martin Flaster (Directeur Général).
- ▶ **Piper Sandler Europe SAS**, entreprise d'investissement dont les activités sont la réception-transmission d'ordres et la recherche en investissement. Ses dirigeants sont Ben Allen (Président) et Louis Renaudie (Directeur Général).



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

Cédric Fabregas

01 53 83 00 83 | cfabregas@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

Lukas Tauch

01 53 83 00 78 | ltauch@amafi.fr



ASSOCIATION
FRANÇAISE
DES MARCHÉS
FINANCIERS



www.amafi.fr



AMAFI Financial Newsletter



L'Info sociale



Nos vidéos Professeur Spot



Nos vidéos Métiers



Nos Podcasts



in amafi-france

S'ABONNER À L'INFO AMAFI

SUJETS EN COURS DANS LES GROUPES DE TRAVAIL

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

Les documents cités dans cette lettre sont disponibles sur le site 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.