



**BETTER FINANCE
FOR ALL**

The European Federation of Financial Services Users
Fédération Européenne des Usagers des Services Financiers



Konsultation zur Strategie der AMF für den Zeitraum 2013-2016

Stellungnahme des Europäischen Verbands
der Nutzer von Finanzdienstleistungen
(EuroFinUse)

12. September 2013

ID-Nummer im Transparenzregister: 24633926420-79



The European Federation of Financial Services Users
76, Lombardstr., 1000 Brüssel - Belgien
Tel. [\(+32\) 02 514 37 77](tel:+3225143777) - Fax. [\(+32\) 02 514 36 66](tel:+3225143666)
Email: info@betterfinance.eu - <http://www.betterfinance.eu/de>



Der Europäische Verband der Nutzer von Finanzdienstleistungen (EuroFinUse) möchte zur Konsultation Stellung nehmen, die von der französischen Finanzmarktbehörde AMF (*Autorité des marchés financiers*) zu ihrer Strategie eingeleitet wurde. EuroFinUse dankt der AMF für alle Anstrengungen, die für den Schutz der französischen Anleger unternommen wurden, und für die Einbeziehung in die Konsultation zur Strategie für die kommenden Jahre.

Unsere Stellungnahme konzentriert sich auf den strategischen Schwerpunkt Nr. 2 der AMF: „Das Vertrauen der Anleger zurückgewinnen“.

Die Feststellungen der AMF sind leider zutreffend, aber klärungsbedürftig

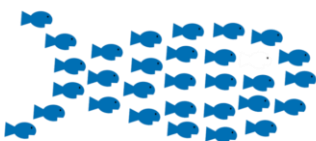
Die Feststellungen, von denen die AMF ausgeht, sind leider zutreffend:

- ✓ Sparer legen ihre Guthaben immer weniger in Wertpapieren wie Aktien oder OGAW-Fonds an;
- ✓ das Vertrauen der Franzosen in Finanzprodukte ist allgemein rückläufig.

Diese Feststellungen decken sich im Übrigen mit den Aussagen im Grünbuch der Europäischen Kommission zur langfristigen Finanzierung der Wirtschaft: *„Private Haushalte sind die wichtigste Finanzierungsquelle für Investitionen, bevorzugen jedoch kurzfristige Spareinlagen und haben im Zeitraum 2000-2010 den Anteil von Wertpapieren an ihrem finanziellen Vermögen um acht Prozentpunkte verringert. Besonders wichtig sind generell Liquidität und einfache Zugriffsmöglichkeiten. Stabilität wird großgeschrieben und Risikoscheu ist weit verbreitet.“* Seit drei Jahren verweist das europäische Barometer für Verbraucherdienstleistungen Spar- und Anlagedienstleistungen systematisch auf den letzten Platz.

Dennoch dürfen sich nach unserer Auffassung die AMF oder die Europäische Kommission nicht einfach auf diese Feststellung beschränken. Die europäischen und nationalen Regulierungs- und Aufsichtsbehörden müssen die Ursachen und Folgen dieser – unseres Erachtens insgesamt sehr schädlichen – Entwicklungen analysieren.

Die Hauptursache ist das Aufkommen und die Verbreitung von Angeboten sogenannter „verpackter“ Produkte (u. a. Fonds, andere strukturierte Produkte) seit den 1970er-Jahren. Die Finanzvermittler haben den direkten Vertrieb von Wertpapieren (Aktien, Anleihen) durch dieses für sie wesentlich einträglichere Vertriebsangebot ersetzt. Dies hat auch die Gesetzgebung beeinflusst, die Wertpapieren mittlerweile nicht mehr denselben Stellenwert wie dem Angebot



verpackter Produkte durch Vertriebsträger von Finanzprodukten einräumt. Ein klarer Beleg dafür ist, dass Aktien und Anleihen von der Europäischen Kommission aus dem Geltungsbereich der wesentlichen Anlegerinformationen ausgeschlossen wurden. Ein weiteres Indiz ist die mangelnde Anwendung klarer und nicht irreführender Informationen und die fehlende Prävention von Interessenkonflikten (Provisionsregelungen) der MiFID-Richtlinie, insbesondere in Frankreich.

Eine weitere Ursache ist die chaotische und mäßige Entwicklung der Aktienmärkte seit dem Jahr 2000. Die AMF räumt Schwierigkeiten der Aufsichtsbehörde bei der Identifizierung (und folglich der Ahndung) von Fällen schweren Marktmissbrauchs ein, deren Auswirkungen die privaten Anleger natürlich zu spüren bekommen. Eine Entschädigung der Opfer von Marktmissbrauch und irreführender oder verzerrter Werbung ist praktisch nicht vorhanden.

Diese Entwicklung ist folgeschwer und gravierend und würde es wirklich verdienen, im strategischen Plan der AMF berücksichtigt zu werden.

In erster Linie sind es schwerwiegende, gravierende Folgen für die Anleger: Die von EuroFinUse¹, der OECD² und anderen Organisationen durchgeführten und veröffentlichten Studien belegen, dass Anbieter von langfristigen „verpackten“ Anlageprodukten sehr oft den realen Wert des Anlagevermögens, das ihnen die Bürger anvertraut hatten, vernichteten. Ein wesentlicher Grund für diese negativen Entwicklungen liegt darin, dass manche dieser „verpackten Produkte“, insbesondere Fonds, mittel- und langfristig schlechter als die entsprechenden Wertpapiermärkte oder -segmente abschneiden.³ Diese unterdurchschnittliche Entwicklung ist weitgehend durch die sehr hohen Gebühren und Provisionen zu erklären, die von den Vermittlern berechnet werden und nicht immer transparent sind.

Schwerwiegende und gravierende Folgen für die Corporate Governance der börsennotierten Unternehmen und schließlich auch für die französische Wirtschaft: Etwa die Hälfte aller Stimmrechte, die vor ungefähr dreißig Jahren noch im Besitz von Privathaushalten waren, befinden sich inzwischen in den Händen von Finanzvermittlern. Die Letztgenannten sind aber nicht die wirtschaftlichen Eigentümer der Unternehmen: Sie tragen keine Risiken und sind nicht an den Gewinnen der Unternehmen beteiligt. Außerdem ist ihr Anlagehorizont in der Regel viel kürzer als der von Anlegern: die jährliche Rotationsrate der Aktienportfolios von Verwaltern liegt bei durchschnittlich über 100 %. Das heißt, dass jede Aktie im Schnitt mindestens einmal pro

¹ [„Studie von EuroFinUse über die reale Rendite der Altersvorsorge“](#), am Beispiel Frankreichs, Spaniens und Dänemarks, 2013

² [OECD Pensions Outlook 2012 \(OECD-Rentenausblick 2012\)](#), Seite 21

³ Vgl. das in der [„Studie von EuroFinUse angeführte Beispiel Lipper über die reale Rendite der Altersvorsorge“](#), Seite 30



Jahr ihren Besitzer wechselt. Ähnlich verhält es sich mit Investmentfondsanteilen, die von den Zeichnern durchschnittlich weniger als drei Jahre gehalten werden... Die französische Wirtschaft benötigt aber langfristige Anlagen und – vor allem - „nachhaltige“ Anlagen in Aktien, um Arbeitsplätze zu schaffen. Diese Analyse haben wir wesentlich ausführlicher in unserer Stellungnahme zum Grünbuch der Europäischen Kommission zur langfristigen Finanzierung der Wirtschaft behandelt⁴.

EuroFinUse fordert die AMF nachdrücklich auf, diese bedeutenden Entwicklungen genauer zu analysieren und daraus praktische Schlussfolgerungen für ihre Strategie zu ziehen, indem sie sicherstellt, dass die vermittelten Produkte („verpackte“ Produkte, für die Gebühren und Provisionen berechnet werden) am Vertriebspunkt und in den vorvertraglichen Informationen nicht mehr in dem Maß gegenüber Direktanlagen in Wertpapieren (einschließlich börsennotierter Indexfonds) bevorzugt werden.

Die strategischen Ziele sind geeignet, aber die AMF muss sie entschlossen umsetzen und sich den europäischen Normen in dem Bereich annähern

Die AMF identifizierte fünf relevante Ziele, die Anleger betreffen:

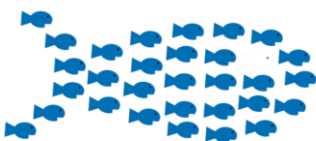
- ✓ auf die Sorgen der Anleger eingehen;
- ✓ bei der Wiedergutmachung von Schäden Fortschritte erzielen;
- ✓ Bürger und Entscheidungsträger über die Funktion des Finanzwesens informieren;
- ✓ eine zuverlässige und hochwertige Finanzvermittlung fördern;
- ✓ Verstöße auf aktive und hierarchische Weise ahnden.

Mit den Zielen in der genannten Form sind wir natürlich einverstanden. Zu den detaillierten Leitlinien haben wir jedoch folgende Bemerkungen.

Gezielteres und stärkeres Vorgehen gegen toxische Produkte

Anstatt sich auf die „komplexe“ oder nicht „angemessene“ Natur eines bestimmten „verpackten“ Produkts zu konzentrieren, würden wir es für geeignet halten, wenn die Aufsichtsbehörde ihren Fokus stärker auf „toxische“ Produkte richtet und erforderlichenfalls deren Vermarktung verbietet oder aussetzt, wie zum Beispiel durch die belgische Aufsichtsbehörde (FSMA) geschehen. Die Komplexität und Angemessenheit bzw. Eignung sind in

⁴ Grünbuch der Europäischen Kommission, „[Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft](#)“. und [diesbezügliche Stellungnahme von EuroFinUse](#).



der Tat ungenau definierte Begriffe, die zu Missverständnissen führen können. Die Toxizität ist dagegen das grundlegende Merkmal – dies gilt für die finanzielle genauso wie für die körperliche Gesundheit: Sie kann definiert werden als die hohe Wahrscheinlichkeit, dass ein Anlageprodukt den realen Wert der Anlage des Sparerers vernichtet und/oder das in Aussicht gestellte Ziel nicht erreicht⁵. Diesen Ansatz haben wir insbesondere in unserem Beitrag zum „Joint ESAs Consumer Protection Day“⁶ erläutert, der von den drei europäischen Finanzmarktbehörden am 25. Juni 2013 in Paris veranstaltet wurde.

Die Vertretung der Anleger in der AMF und der ACP verbessern und europäischen Rechtsnormen angleichen

An dieser Stelle sei noch einmal daran erinnert, dass die AMF, obwohl sie mit dem Schutz der Anleger beauftragt ist, tatsächlich nur für etwa ein Fünftel des Sparaufkommens der privaten Haushalte (hauptsächlich Wertpapiere und Fonds) zuständig ist. Der wesentlich größere Teil (ungefähr vier Fünftel) der finanziellen Ersparnisse der Privathaushalte fällt in den Verantwortungsbereich der französischen Banken- und Versicherungsaufsicht ACP (*Autorité de contrôle prudentiel et de résolution*) und betrifft in erster Linie Lebensversicherungen und Bankprodukte. Eine erheblich bessere Vertretung der Anleger erfolgt daher auch über eine Reform der Governance der ACP in diesem Bereich.

Schließlich billigen und begrüßen wir natürlich die Absicht der AMF, „die Sorgen und Interessen der privaten Anleger in der AMF (Kollegium, Sanktionsausschuss) stärker wahrzunehmen“. Anleger⁷ sind nämlich immer noch nicht im Kollegium der AMF vertreten, wohl aber mehrere Spezialisten oder ehemalige Spezialisten der Finanzindustrie und Emittenten. Dem Sanktionsausschuss gehören merkwürdigerweise zwei Vertreter des Personals der Finanzinstitute an, während ein Vertreter der Kunden/Anleger fehlt.

Wesentlich weiter gehende Schritte scheinen uns jedoch notwendig zu sein, um eine effektive Vertretung der Interessen der Anleger in Frankreich und ein besseres Gleichgewicht zwischen den Anlegern und der Finanzindustrie herzustellen. Dieses Gleichgewichtsprinzip bei der Vertretung der Interessen der Anbieter und der Kunden von Finanzdienstleistungen ist übrigens seit 2010 europäisches Gesetz⁸.

⁵ Leider zu häufige Fälle von „strukturierten“ Produkten.

⁶ <http://www.betterfinance.eu/what-we-do/events/event/article/joint-esas-consumer-protection-day-1/>

⁷ Außer beim Unternehmen Thales, das „Mitarbeiteraktionäre“, eine besondere Kategorie von Anlegern, vertritt

⁸ [Verordnung über die Europäische Aufsichtsbehörde, die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde](#) und [die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung Artikel 37](#).



Um dieses Gleichgewicht zu erreichen, sind wesentliche Verbesserungen bei der Vertretung der Anleger in Frankreich notwendig:

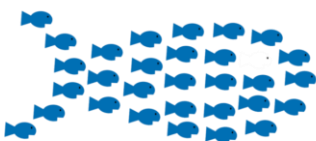
- ✓ Eine stärkere Autonomie der Beratenden Kommission der Anleger, die insbesondere den Präsidenten aus ihren eigenen Reihen ernennen sollte, gemäß dem europäischen Standard (sowohl auf Ebene der Europäischen Kommission⁹ als auch
- ✓ auf Ebene der europäischen Finanzaufsichtsbehörden¹⁰) oder dem Standard in anderen EU-Mitgliedstaaten, wie zum Beispiel Großbritannien.
- ✓ Die administrative Unterstützung und angemessene Vergütung für Experten, die zur Vertretung der Interessen der Anleger in der öffentlichen Politik ernannt werden. Das größte Problem bei der Vertretung der Anleger in Frankreich und Europa betrifft nämlich die verfügbaren Ressourcen. Dieses Problem wurde seit 2009 von den europäischen Behörden¹¹ und von denen anderer EU-Mitgliedstaaten klar identifiziert. Auch in diesem Zusammenhang wird in einem europäischen Gesetz die administrative Unterstützung und angemessene Vergütung von Experten gefordert, die nicht die Finanzindustrie vertreten, sondern nicht gewinnorientierten Organisationen angehören¹².
- ✓ Die Förderung unabhängiger Studien zum Themenkreis Sparen und Anlagen: Die Europäische Kommission stellt zum Beispiel seit zwei Jahren ein Forschungsbudget für die FSUG (Financial Services User Group, Nutzergruppe „Finanzdienstleistungen“) zur Verfügung, die sie unter dem Standpunkt der Nutzer von Finanzdienstleistungen berät. Sie bezuschusst ferner Studien von europäischen Organisationen, die von der Finanzindustrie völlig unabhängig sind, darunter EuroFinUse oder Finance Watch.

⁹ [Beschluss der Europäischen Kommission vom 20. Juli 2010 zur Einsetzung einer Nutzergruppe „Finanzdienstleistungen“](#)

¹⁰ [Zum Beispiel die Stakeholder-Gruppe bei der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde.](#)

¹¹ „...kündigte die Kommission an, dafür Sorge zu tragen, dass bei allen Finanzmarktfragen der **Stimme der europäischen Anleger** deutlich mehr Gehör geschenkt wird. Daher schlägt die Kommission vor, direkte Finanzhilfen für die Verbesserung der Kenntnisse von Anlegern bei der Vertretung ihrer Interessen in der Finanzdienstleistungspolitik auf EU-Ebene durch Ausbildung, Forschung und Information bereitzustellen.“ (Mitteilung für die Frühjahrstagung des Europäischen Rats: Impulse für den Aufschwung in Europa, 4. März 2009)

¹² Der oben erwähnte Artikel 37 (Ziffer 8) der Verordnungen über die europäischen Finanzaufsichtsbehörden und wie in der [Stellungnahme von EuroFinUse zur Konsultation der Europäischen Kommission zum europäischen Finanzaufsichtssystem angeben](#)



Es scheint uns an der Zeit zu sein, dass sich die französische Aufsichtsbehörde den europäischen Rechtsnormen in diesem Bereich annähern. Dies ist der Preis für eine wirklich effiziente Vertretung der Anleger. Wir verweisen insbesondere auf die Standpunkte und Analysen zur Vertretung der Anleger von FIN-USE¹³ (dem Vorgänger der FSUG), die jüngsten Standpunkte und Analysen der Stakeholder-Gruppen der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA)¹⁴ und unsere Stellungnahme zur öffentlichen Konsultation der Europäischen Kommission zur Reform der Finanzaufsicht¹⁵.

Effektive Anwendung der Regeln für nicht irreführende Informationen und die Vermeidung von Interessenkonflikten bei der Emission von Finanzprodukten

Die diesbezüglichen Regeln der MiFID-Richtlinie (Artikel 26 und 27 der Durchführungsrichtlinie) sind sehr klar und wurden als solche in das französische Recht umgesetzt (französisches Währungs- und Finanzgesetz – *Code monétaire et financier*, CMF – und allgemeine Bestimmungen der französischen Finanzmarktbehörde – *Règlement général de l'Autorité des marchés financiers*, RGAMF). Die Umsetzung dieser Richtlinie ist jedoch noch sehr lückenhaft, wie die AMF selbst anerkennt¹⁶: Mindestens zwei Drittel der Finanzvermittler, die an einer Erhebung der AMF teilnahmen, wenden die Bestimmungen von Artikel 26 (Artikel 314-76 RGAMF) nicht an – fünf Jahre nach Inkrafttreten dieser Regelung. So wird auch weiterhin vor der Zeichnung kaum Auskunft über die Höhe der vom Finanzvermittler beim Vertrieb eines bestimmten Anlageprodukts erhobenen Provisionen erteilt. Vor allem ist uns nicht bekannt, dass Finanzvermittler Provisionen erhoben hätten, ohne dass dies auf ihre Verpflichtung, im besten Interesse der Kunden zu handeln, Einfluss genommen hätte. Diese verbindliche Vorschrift soll jedoch entscheidend dazu beitragen, dass Interessenkonflikte der Anbieter und irreführende Informationen vermieden werden.

Testkäufe sind sicherlich eine neue und sehr wertvolle Informationsquelle, die stärker genutzt werden kann, aber – genauso wie die oben erwähnte Erhebung – nicht folgenlos bleiben darf: Es liegt vor allem in der Verantwortung der AMF, die Durchsetzung der Regulierung sicherzustellen.

¹³ ec.europa.eu/internal_market/fin-use_forum/docs/consumer_voice_en.pdf

¹⁴ Beitrag der Stakeholder-Gruppe der ESMA zur Überprüfung der Finanzaufsicht, August 2013

¹⁵

http://www.betterfinance.eu/fileadmin/user_upload/documents/Position_Papers/Financial_Supervision/de/PP-ESFS_Review_30072013_DE.pdf

¹⁶ Öffentliche Konsultation der AMF zu den Standpunkten und Empfehlungen zu den Schlussfolgerungen aus der Prüfung bestimmter besonderer Berichte über den Stand der Umsetzung – bei Emission und indirektem Vertrieb von Finanzinstrumenten – der Bestimmungen von Artikel 314-76 RGAMF über Vergütungen und Vorteile, Seite 11 (Juli 2012).



EuroFinUse und verschiedene französische Anlegervereinigungen haben zudem die AMF mehrmals auf erhebliche Versäumnisse in Bezug auf die Verpflichtung zur präzisen, klaren und nicht irreführenden Information hingewiesen. So widerspricht es unseres Erachtens dieser Regelung, dass manche Finanzvermittler weiterhin Indexfonds vertreiben, die sechs- bis zehn Mal teurer sind als die entsprechenden ETF (börsennotierte Indexfonds, die privaten Anlegern kaum oder nicht „empfohlen“ werden, was übrigens durch die Testkäufe der AMF bestätigt wurde), ohne die betroffenen Privatanleger vor den dramatischen Auswirkungen zu warnen, die für diese Anlage angesichts der enorm hohen Provisionen zu erwarten waren bzw. noch zu erwarten sein werden, und ohne darüber zu informieren, dass es viel preiswertere Lösungen gibt, die daher viel „adäquater“ sind, wie es in der Finanzfachsprache heißt.

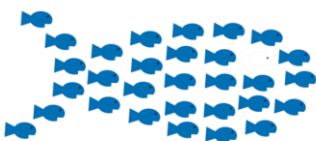
Die kollektive Entschädigung der Anleger ermöglichen

EuroFinUse begrüßt die Anstrengungen und Pläne der AMF, die Entschädigung der Opfer von Marktmissbrauch oder Betrug oder sonstigen Vergehen zu verbessern. Wir würden uns jedoch wünschen, dass sie sich stärker für die kollektive Wiedergutmachung von Schäden durch die Möglichkeit zu Sammelklagen von Anlegervereinigungen einsetzt.

Die Finanzkenntnisse der privaten Haushalte haben sich in den letzten Jahrzehnten verringert

Selbstverständlich lehnen wir das Ziel der AMF, „Bürger und Entscheidungsträger über die Funktion des Finanzwesens informieren“, nicht ab. Die Verbesserung der finanziellen Allgemeinbildung von Anlegern muss jedoch zuerst auf zwei anderen Wegen geschehen:

- Erstens die frühestmögliche Wiedereinführung von Grundkenntnissen der Finanzmathematik (Zins, Zinssatz usw.) als Unterrichtsfach im Schullehrplan. Diese Grundkenntnisse und sogar die Berechnung von Leibrenten waren vor über einem Jahrhundert noch in den Lehrbüchern zu finden. Angesichts der mittlerweile deutlich gestiegenen Lebenserwartung und der durchschnittlich längeren Rentenphase wird Schulkindern heute nicht mehr vermittelt, was man unter einer Leibrente versteht.
- Zweitens spielen Finanzvermittler eine zentrale Rolle in der Finanzerziehung von Erwachsenen: Bevor ab Ende der 1970er-Jahre sogenannte „verpackte“ Produkte – insbesondere OGAW – entwickelt wurden, verbrachten die Finanzvermittler (damals „Finanzberater“ genannt, obwohl sie überwiegend als Verkäufer auftraten) viel Zeit damit, Privatpersonen zu erklären, wie Aktien und Anleihen funktionieren. Das Interesse



an diesem Erklärungsbedarf haben sie inzwischen verloren, da ihnen die verpackten Produkte eine wesentlich höhere direkte oder indirekte Vergütung einbringen. Es wäre interessant, die langfristige Entwicklung der durchschnittlichen Kapitalmarktkenntnisse der Franzosen zu analysieren.