



**BETTER FINANCE
FOR ALL**

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



Consultation sur la Stratégie 2013-2016 de l'AMF

Réponse de la Fédération Européenne des Usagers des Services Financiers (EuroFinuse)

12 Septembre 2013

Numéro Registre Transparence Européen: 24633926420-79



The European Federation of Financial Services Users
76, rue du Lombard, 1000 Brussels - Belgium
Tel. (+32) 02 514 37 77 - Fax. (+32) 02 514 36 66
e-mail: info@betterfinance.eu - <http://www.betterfinance.eu>



La Fédération européenne des usagers des services financiers souhaite répondre à la consultation publique lancée par l'AMF sur sa stratégie. EuroFinUse remercie l'AMF pour tous les efforts accomplis en faveur de la protection des épargnants français et pour mettre en consultation la stratégie pour les années à venir.

Notre réponse est centrée sur l'axe stratégique N° 2 retenu par l'AMF : «rétablir la confiance des épargnants».

Les constats de l'AMF : hélas vrais mais à approfondir

Les constats de départ de l'AMF sont hélas corrects :

- ✓ les épargnants sont de moins en moins enclins à investir dans des valeurs mobilières telles que les actions ou les OPCVM ;
- ✓ l'érosion générale de la confiance des Français dans les produits financiers.

Ces constats rejoignent d'ailleurs ceux publiés par la Commission européenne au niveau européen dans son livre vert sur le financement à long terme de l'économie : *«si les ménages sont la principale source de fonds pour le financement des investissements, ils privilégient l'épargne à court terme. Ainsi, sur la période 2000-2010, ils ont réduit de huit points de pourcentage la part des actions dans leur portefeuille d'actifs financiers. Les ménages préfèrent les placements stables et faciles à liquider et font désormais largement preuve d'une plus grande aversion au risque»*. De même le baromètre européen des services aux consommateurs classe systématiquement depuis trois ans les services d'épargne et de placements au tout dernier rang.

Cependant, à notre avis, pas plus l'AMF que la Commission européenne ne doivent s'arrêter à ce simple constat. Les régulateurs et superviseurs européen et national doivent analyser les causes et les conséquences – à notre sens très dommageables globalement – de ces évolutions.

Parmi les causes, figure au premier rang l'émergence et le développement des offres de produits dits «packagés» (fonds, autres produits structurés, etc.) depuis les années 1970. Les intermédiaires financiers ont progressivement substitué cette offre infiniment plus rémunératrice pour eux à celle de titres en direct (actions, obligations). Cette substitution est aussi favorisée par la réglementation qui n'assure pas aux valeurs mobilières la même place que celle des produits packagés sur les étalages des distributeurs de produits financiers. L'exclusion par la Commission européenne des actions et obligations du périmètre du document clé (« DICI ») pour les produits d'investissement en est un exemple frappant. Un autre est le manque



d'application des règles d'information claire et non trompeuse, et de prévention des conflits d'intérêt (règles de commissionnement) de la directive MIF, notamment en France.

Une autre cause est la performance chaotique et modeste des marchés actions depuis 2000. L'AMF a le courage de reconnaître la difficulté pour le superviseur de détecter (et par conséquent de sanctionner) les grands abus de marché, qui ont bien entendu lieu au détriment des petits épargnants. Quant à l'indemnisation des victimes des abus de marché et de commercialisations trompeuses ou biaisées, elle reste largement inexistante.

Les conséquences de cette évolution sont lourdes et graves et mériteraient amplement de figurer dans le plan stratégique de l'AMF.

Conséquences lourdes et graves pour les épargnants d'abord: les recherches effectuées et publiées par EuroFinUse¹, l'OCDE² et d'autres montrent que les prestataires d'épargne longue « packagée » ont trop souvent détruit la valeur réelle de l'épargne qui leur a été confiée par les citoyens. Une raison majeure de ces mauvaises performances est que certains produits packagés – et en particulier les fonds– sous performant en majorité les marchés de valeurs mobilières ou segments de marchés correspondants sur le moyen et le long terme³. A son tour, cette sous performance s'explique largement par le niveau très important des frais et commissions perçus par les intermédiaires et pas toujours de façon transparente.

Conséquences lourdes et graves pour la gouvernance des entreprises cotées et pour l'économie française ensuite: environ la moitié des droits de vote détenus par les ménages il y a une trentaine d'années est aujourd'hui passée aux mains des intermédiaires financiers. Or ceux-ci ne sont pas les propriétaires économiques des entreprises : ils n'en supportent pas les risques et ne profitent pas des bénéfices. De plus leur horizon est en général beaucoup plus court que celui des épargnants: le taux de rotation annuel des portefeuilles actions des gérants est en moyenne de 100 % ou plus: c'est-à-dire qu'ils ne détiennent en moyenne une action donnée que moins d'un an. Et les fonds d'investissement eux-mêmes ne sont à leur tour en moyenne gardés par les souscripteurs que moins de trois ans ... Or l'économie française a besoin d'investissements longs et – en particulier -d'investissements «durables» et en actions pour créer des emplois. Nous

¹ [Étude EuroFinUse sur le rendement réel de l'épargne retraite](#), comprenant les cas de la France, de l'Espagne et du Danemark, 2013

² [OECD Pensions Outlook 2012](#), page 21

³ Voir par exemple Lipper cité par EuroFinUse dans son [étude sur le rendement réel de l'épargne retraite](#), page 30.



avons développé beaucoup plus en détail cette analyse dans notre réponse au Livre vert de la Commission européenne sur le financement à long terme de l'économie européenne⁴.

EuroFinUse souhaite vivement que l'AMF approfondisse l'analyse de ces évolutions majeures et en tire des conclusions pratiques pour sa stratégie, notamment en veillant à ce que les produits intermédiés (« packagés » et chargés en frais en commissions) ne soient plus autant favorisés au niveau du point de vente et dans l'information précontractuelle au détriment des placements directs en valeurs mobilières (fonds indiciels cotés compris).

Les objectifs stratégiques : pertinents mais l'AMF doit être très déterminée dans leur mise en œuvre et se rapprocher des standards européens en la matière

L'AMF identifie cinq objectifs relatifs aux épargnants :

- ✓ répondre aux préoccupations des épargnants
- ✓ progresser dans la réparation des préjudices
- ✓ éclairer les citoyens et les décideurs sur le rôle de la finance
- ✓ promouvoir une intermédiation financière fiable et de qualité
- ✓ poursuivre une répression active et hiérarchisée des manquements.

Nous acquiesçons naturellement à ces objectifs tels qu'ils sont intitulés. Les orientations détaillées appellent cependant de notre part les observations ci-dessous.

Mieux et plus intervenir contre les produits toxiques

Plutôt que de se concentrer sur le caractère « complexe » ou non ou « adéquat » ou non de tel ou tel produit packagé, il nous semble que le superviseur aurait avantage à cibler les produits « toxiques » et à ne pas hésiter à interdire ou suspendre leur commercialisation, à l'instar du superviseur belge (FSMA) par exemple. En effet, la complexité et l'adéquation sont des notions à notre avis mal définies et confuses. Pour nous la toxicité est bien le critère fondamental – en santé financière comme en santé physique - et peut se définir comme la probabilité élevée d'un produit de placement à détruire la valeur réelle pour l'épargnant et/ou à ne pas atteindre les

⁴ [Livre Vert de la Commission Européenne, «Financement au Long Terme de l'économie européenne»](#) et la [prise de position respective d'EuroFinUse](#)



objectifs affichés par ses promoteurs⁵. Nous avons notamment détaillé cette approche lors de notre intervention⁶ au «Joint ESAs consumer protection day» organisé à Paris par les trois Autorités financières européennes le 25 juin dernier à Paris.

Améliorer la représentation des épargnants au sein de l'AMF et de l'ACP en l'alignant sur les standards législatifs européens

Rappelons d'abord encore une fois ici que l'AMF - pourtant légalement chargée de la protection des épargnants - n'est en réalité compétente que pour environ seulement un cinquième de l'épargne financière des ménages (valeurs mobilières et fonds pour faire court). L'essentiel - environ quatre cinquièmes - de l'épargne financière des ménages relève en réalité de la compétence de l'ACP (assurance vie, produits bancaires, etc.). Une amélioration réelle de la représentation des épargnants passe par conséquent aussi par une réforme de la gouvernance de l'ACP dans ce domaine.

Ensuite, nous approuvons naturellement et saluons le projet de l'AMF « *de renforcer la représentation des préoccupations et des intérêts des investisseurs individuels au sein de l'AMF (Collège, Commission des sanctions)* ». En effet, les épargnants⁷ ne sont toujours pas présents au Collège de l'AMF, alors qu'y siègent plusieurs professionnels ou anciens professionnels de l'industrie financière et des émetteurs. De même; la Commission des Sanctions comporte curieusement en son sein deux représentants des personnels des institutions financières, mais là encore aucun représentant des clients /épargnants.

Cependant, il nous semble qu'il faut aller sensiblement plus loin pour permettre une représentation effective des intérêts des épargnants en France, et un meilleur équilibre entre celle-ci et celle de l'industrie financière. Ce principe d'équilibre dans la représentation des intérêts respectifs des fournisseurs et des clients des services financiers figure d'ailleurs depuis 2010 dans la Loi européenne⁸.

Pour être atteint cet équilibre nécessite aussi des améliorations profondes de la représentation des épargnants en France:

⁵ Cas malheureusement bien trop fréquents de produits dits «structurés».

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

⁷ A l'exception d'une cadre de l'entreprise Thales «représentant les actionnaires salariés», catégorie bien particulière d'épargnants

⁸ [Règlement de l'Autorité Bancaire Européenne](#), de [l'Autorité européenne des marchés financiers](#) et de [l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles](#) articles 37



- ✓ une autonomie plus grande de la commission consultative épargnants, qui devrait notamment pouvoir désigner son président en son sein comme c'est là encore le standard législatif européen (tant au niveau de la Commission européenne⁹, qu'au niveau des Autorités européennes de supervision financière¹⁰) ou dans d'autres pays membres de l'UE comme le Royaume-Uni par exemple.
- ✓ Un support administratif et une rémunération adéquate des experts désignés pour représenter les intérêts des épargnants dans les politiques publiques. En effet, le problème majeur de la représentation des épargnants en France et en Europe est celui des ressources. Ce problème a été clairement identifié depuis 2009 par les Autorités européennes¹¹ et par celles d'autres pays membres de l'UE. Là encore, la Loi européenne exige un support administratif et une rémunération adéquats des experts qui ne représentent pas l'industrie financière et qui appartiennent à des organisations sans but lucratif¹².
- ✓ Un soutien à la recherche indépendante sur l'épargne et les investissements: la Commission européenne par exemple alloue depuis deux ans un budget de recherche au FSUG (Financial services User Group) qui la conseille du point de vue de l'utilisateur des services financiers. Elle subventionne aussi les travaux de recherche d'organismes européens complètement indépendants de l'industrie comme EuroFinUse ou Finance Watch.

Il nous semble qu'il est temps que le superviseur français se rapproche des standards législatifs européens en la matière. Une représentation réellement effective des épargnants est à ce prix.

⁹ [Décision de la Commission Européenne pour la création d'un groupe expert des usagers des services financiers](#), 20 Juillet 2010

¹⁰ Par exemple, le groupe des parties prenantes auprès de 'Autorité européenne des marchés financiers http://www.esma.europa.eu/system/files/2011_SMSG_1.pdf

¹¹ "the Commission will ... ensure that the **voice of European investors** is much more strongly heard on all financial issues. The Commission therefore proposes to provide direct funding to facilitate the capacity-building of investor stakeholders to represent their interests in financial services policies at EU level, through training, research and information." (Communication For The Spring European Council: Driving European recovery, 4 March 2009)

¹² Article 37 précité (note 8) des Règlements européens sur les Autorités européennes de supervision financière, et comme indique dans la [réponse d'EuroFinUse a la Consultation de la Commission Européenne sur le système européen de supervision financière](#).



Nous nous référons en particulier aux positions et analyses sur la représentation des épargnants de FIN-USE¹³ (le prédécesseur du FSUG), à celles toutes récentes du Groupe de Parties Prenantes de l'Autorité Européenne des Marchés financiers (ESMA)¹⁴, et à notre réponse à la consultation publique de la Commission européenne sur la réforme de la supervision financière¹⁵.

Faire réellement appliquer les règles sur la commercialisation des produits financiers en matière d'information non trompeuse et de conflits d'intérêt

Les règles de la directive MIF (articles 26 et 27 de la directive d'exécution) en la matière sont très claires et transposées telles quelles en droit français (CMF et RGAMF). Elles restent cependant très insuffisamment appliquées comme le reconnaît l'AMF elle-même¹⁶: près des deux tiers au minimum des intermédiaires qui ont bien voulu répondre à une enquête de l'AMF n'appliquent pas les dispositions de l'article 26 (article 314-76 du RGAMF), cinq ans après l'entrée en vigueur de cette réglementation. Ainsi, la communication quantifiée et préalable à toute souscription des commissions perçus par l'intermédiaire sur la vente de tel ou tel produit de placement est très peu effectuée. Surtout nous n'avons pas connaissance de commissions perçues qui n'entraient pas l'obligation de l'intermédiaire qui les perçoit d'agir au mieux des intérêts des clients. C'est pourtant une obligation réglementaire capitale pour la prévention des conflits d'intérêt des distributeurs et pour la prévention de conseils biaisés.

Les visites mystère sont certes une source d'information nouvelle et très précieuse qu'il convient de développer, mais elles – tout comme l'enquête précitée - doivent enfin être suivies d'effet: c'est la responsabilité première de l'AMF que de faire respecter la réglementation.

EuroFinUse ou certaines associations d'épargnants français ont aussi signalé à plusieurs reprises à l'AMF des manquements graves aux obligations d'information exacte, claire et non trompeuse. En particulier, il n'est est à notre avis contraire à cette réglementation de laisser certains

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

¹⁴ Contribution du Groupe des Parties prenantes de l'ESMA sur la révision de la supervision financière, Août 2013

¹⁵ http://www.betterfinance.eu/fileadmin/user_upload/documents/Position_Papers/Financial_Supervision/en/PP-ESFS_Review_30072013.pdf

¹⁶ Consultation publique de l'AMF sur les positions et recommandations issues des constats tirés de l'examen de certains rapports spécifiques sur l'état des lieux de l'application, dans la commercialisation et la distribution indirecte d'instruments financiers, des dispositions de l'article 314-76 du RGAMF relatif aux rémunérations et avantages, page 11 (Juillet 2012).



intermédiaires continuer à commercialiser des fonds indiciels six à douze fois plus chers que les ETFs (fonds indiciels cotés, très peu ou pas du tout « conseillés » aux particuliers, comme l'ont d'ailleurs confirmé les visites mystère de l'AMF) équivalents, sans mettre en garde les particuliers visés des conséquences dramatiques que l'énormité des commissions perçues dans ce cas a fait et fait encore peser sur la performance de ce placement, et sans l'informer qu'il existe des solutions infiniment moins coûteuses et donc beaucoup plus « adéquates » dans le jargon réglementaire financier.

Aider à rendre possible l'indemnisation des dommages collectifs subis par les épargnants

EuroFinUse salue les efforts et projets de l'AMF pour améliorer l'indemnisation des victimes d'abus de marché ou de tromperies et d'autres infractions. Mais nous souhaitons qu'elle s'engage encore davantage en faveur de la réparation des préjudices collectifs, qui passe par la possibilité pour les associations d'épargnants de recourir à des actions collectives en justice.

Les connaissances financières des ménages ont régressé dans les dernières décennies

Nous ne sommes bien entendu pas opposés à l'objectif de l'AMF « d'éclairer les citoyens et les décideurs sur le rôle de la finance ». Cependant, l'élévation du niveau de connaissances financières des épargnants passe selon d'abord par deux autres voies :

- D'abord réintroduire le plus tôt possible dans le cursus scolaire les mathématiques financières de base (intérêt, taux d'intérêt, etc.). Ces notions, et même le calcul des rentes viagères, figuraient dans les manuels scolaires primaires il y a plus d'un siècle. Aujourd'hui, alors que l'espérance de vie s'est très considérablement allongée de même que la durée moyenne de la vie retraitée, plus aucun enfant n'apprend ce qu'est une rente viagère.
- Ensuite, le rôle des intermédiaires est majeur dans l'éducation financière des adultes : avant le développement des produits « packagés » - notamment les OCVM - à partir de la fin des années 1970, les intermédiaires financiers (appelés « conseillers financiers » alors qu'ils sont le plus souvent des vendeurs) passaient beaucoup de temps à expliquer aux particuliers ce que sont les actions et les obligations. Aujourd'hui, ils n'ont aucun intérêt à leur en parler, les produits packagés leur rapportant infiniment plus de rémunération directe ou indirecte. Il serait intéressant d'analyser l'évolution longue du niveau de connaissances moyen des Français sur les marchés de capitaux.

