

Paris, le 9 septembre 2004

**PLAN D'ACTION SUR LES SERVICES FINANCIERS (PASF)
CONSULTATION DE LA COMMISSION EUROPEENNE
SUR LES RAPPORTS D'EXPERTS RELATIFS AUX PROGRES DE
L'INTEGRATION FINANCIERE**

REPONSE DE PARIS EUROPLACE¹

Contact :

Paris EUROPLACE, 39 – 41, Rue Cambon 75001 Paris
Arnaud de BRESSON, Délégué général
Tél. : 33 1 49 27 11 14 – Fax : 33 1 49 27 11 06
e-mail : bresson@paris-europlace.com

Paris EUROPLACE est l'association représentative des principaux acteurs de la Place financière de Paris : émetteurs, investisseurs, banques et sociétés d'assurance, cabinets d'avocats, professions auxiliaires, français et internationaux, présents à Paris. Sa particularité est de réunir la pluralité des acteurs de l'industrie financière.

Paris EUROPLACE mène des actions dans 3 domaines : animation de groupes de travail chargés d'élaborer des propositions de réformes, contribution aux travaux européens, promotion internationale. En particulier, ses derniers travaux ont porté sur le développement des marchés de l'euro, les développements de l'industrie de la gestion, les attentes des émetteurs, les développements européens des services Post-marchés.

www.paris-europlace.net

¹ Cette réponse de Paris EUROPLACE est accompagnée d'une traduction anglaise, qui est présentée à la suite du texte français.

SYNTHESE DE LA REPONSE DE PARIS EUROPLACE

A. OBJECTIFS

Les acteurs de la place financière de Paris (assureurs, émetteurs, intermédiaires financiers, investisseurs institutionnels et gérants), réunis au sein de Paris EUROPLACE, partagent les orientations proposées par la Commission en matière d'intégration des marchés financiers, et les grandes lignes proposées par les experts.

Plus précisément, selon les membres de Paris EUROPLACE, les principaux objectifs à mettre en œuvre pour poursuivre le Plan d'action des Services financiers (PASF) devraient être les suivants :

1. Comme cela ressort clairement des travaux des groupes d'experts, l'objectif de fond est de poursuivre l'intégration des marchés financiers européens. L'impact sur les marchés financiers en a été mesuré par la Commission européenne.
2. La priorité est de viser la plus grande liberté d'accès au sein du marché unique pour toutes les catégories d'acteurs, dans des conditions strictes d'égalité de concurrence.
3. Il convient cependant de mieux préciser et tenir compte des attentes des utilisateurs des marchés financiers, et en particulier des épargnants et de ceux qui les représentent (gérants et investisseurs institutionnels), d'une part, et des émetteurs de valeurs mobilières, de l'autre.
4. Enfin, l'objectif est d'améliorer la *compétitivité de la place financière européenne à l'horizon 2010*, ce qui passe en particulier par :
 - l'adoption de normes de fonctionnement conformes aux meilleurs standards internationaux ;
 - la mise en place d'un environnement propice à la constitution de véritables *acteurs européens* ;
 - la valorisation des atouts du réseau constitué par les différentes places financières.

B. MESURES PROPOSEES PAR PARIS EUROPLACE

Les mesures proposées par Paris EUROPLACE sont les suivantes :

MESURES DE « CADRAGE » STRUCTUREL

Ces mesures, tout en étant en ligne avec l'esprit des travaux des groupes d'experts, vont plus loin que les propositions qu'ils ont formulées ; elles concernent pour la plupart d'entre elles les objectifs de la poursuite du PASF, et, pour l'une d'entre elles (2), la méthode, sur un point qui nous paraît essentiel.

1. Pour éclairer les concepteurs du plan d'action des services financiers, lancer des études macro-économiques visant à déterminer les besoins de financement de l'économie européenne et les niveaux et instruments souhaitables d'épargne (V.1)².
2. Prévoir une association systématique des représentants des émetteurs aux organes européens qui préparent des décisions en matière de marchés financiers, et ce, dès le stade amont (IV.1).
3. Etudier l'ensemble des mesures à prendre pour supprimer les obstacles subsistant encore à l'émergence de véritables acteurs européens de la finance, en particulier dans le domaine de l'assurance, de la banque, des intermédiaires financiers, des investisseurs institutionnels et des gérants de portefeuille (V.2).
4. Mener une analyse de l'efficacité des marchés financiers et de leur réglementation en termes de financement de l'économie et des entreprises (IV.2).
5. Lancer une étude approfondie, dans le cadre de l'actualisation du processus de Lisbonne, pour analyser en quoi la constitution d'un réseau de places financières a un impact à la fois sur la compétitivité de la place financière européenne, et sur la croissance de l'économie européenne, et intégrer à cette analyse la prise en compte de délocalisations possibles de segments d'activité financière hors d'Europe (V.1)

METHODE A APPLIQUER POUR LE POST PASF

6. Faire précéder les nouvelles réglementations européennes d'études justifiant leur utilité et mesurant leur impact en termes de coût de la régulation au regard des bénéfices attendus (III.1.a)
7. Résoudre avec détermination les difficultés fiscales chaque fois que l'absence d'harmonisation constitue un frein ou un blocage à l'intégration et à la constitution de groupes européens dans le domaine de la finance (III.1.c).
8. Mesurer les divergences d'application des règles européennes harmonisées, ainsi que leur impact sur les conditions de concurrence. Cette mesure doit permettre d'aboutir à des recommandations sur une mise en œuvre plus cohérente, dans les différents Etats membres, des règles européennes harmonisées (II.1).

² Les références renvoient à la réponse de Paris EUROPLACE.

9. Tirer tous les enseignements de l'expérience de l'élaboration des normes européennes pour en améliorer le processus (II.2).

ACTIONS SECTORIELLES PRIORITAIRES

Gestion (III.2.b)

10. Rassembler au sein d'une seule directive les dispositions tenant à la gestion.
11. Elargir le passeport européen aux services liés à la gestion (notamment gestion d'OPCVM et fonction de dépositaire).
12. Examiner au niveau européen la fonction de distribution et les responsabilités en la matière du gestionnaire et du distributeur.
13. Prévenir les distorsions de concurrence dues à des interprétations différentes de la directive OPCVM.
14. Prévoir un examen par la Commission, et une appréciation publique de sa part, des entraves à la libre circulation des produits et services coordonnés.

Pensions (III.2.c)

15. Créer des produits européens dédiés à la retraite, tant destinés aux entreprises qu'aux particuliers.

Banque de détail (III.2.d)

16. Procéder à une harmonisation des principales conditions du crédit hypothécaire (sans pour autant utiliser une directive-cadre).

Assurance (III.2.e)

17. Dans le domaine de l'assurance, déplacer la priorité de l'intégration du marché des produits vers l'intégration des *business functions* des entreprises d'assurance, en particulier par une meilleure coordination/intégration des services de contrôle des assurances

Gouvernance des intervenants de marché (III.2. f et g)

18. Développer, catégorie par catégorie, des principes de gouvernance s'appliquant aux intervenants des marchés (en particulier : banques d'affaires, agences de notation, gérants d'actifs) ; ces principes devraient dans un premier temps être développés au sein d'organes internationaux, du type de l'OICV, avant d'être repris au niveau européen.
19. Poursuivre les travaux visant à améliorer les conditions d'exercice et le financement de l'analyse financière ; le domaine des petites et moyennes entreprises doit faire l'objet de mesures spécifiques.

Emetteurs

20. Mener une analyse des exigences d'information financière des émetteurs pour mesurer si le degré de complexité auquel on est parvenu répond aux besoins réels des investisseurs et est compatible avec l'ensemble des objectifs des entreprises (IV.3).
21. Lancer une réflexion sur le financement des entreprises de petite et moyenne taille et de l'innovation et analyser l'impact des règles adoptées dans le cadre du PASF sur la cotation de ces entreprises (IV.4).
22. Dans le domaine de la comptabilité, améliorer la gouvernance du dispositif IASB et préciser le processus d'adoption des normes au niveau européen, en clarifiant les relations entre Conseil, Commission et EFRAG (IV.5).
23. Dans le domaine de la comptabilité, lancer des travaux de recherche pour éclairer en amont les décideurs sur les principes fondant la comptabilité des entreprises (IV.5).
24. Dans le domaine du gouvernement d'entreprise, les professionnels de la place de Paris déconseillent le recours à des mesures d'ordre législatif (IV.6).

Evolution de la supervision

25. Poursuivre l'harmonisation de la régulation, dans le cadre de CESR pour le domaine des marchés (III.1.b).
26. Etudier les conditions de mise en place d'une culture convergente au sein des régulateurs européens, par exemple par la mise en place de cycles de formation communs (III.2.a).
27. Dans le domaine macro-prudentiel, prévoir quelle(s) autorité(s) ou quelle procédure, au niveau européen, peut être en mesure, en cas de crise, d'aménager en tant que de besoin les conditions d'application des règles prudentielles (III.2.h).

REPONSE DE Paris EUROPLACE

INTRODUCTION

Les acteurs de la place financière de Paris (assureurs, émetteurs, intermédiaires financiers, investisseurs institutionnels et gérants), réunis au sein de Paris EUROPLACE, partagent les orientations proposées par la Commission en matière d'intégration des marchés financiers, et les grandes lignes proposées par les experts³.

Paris EUROPLACE souligne que, dans la conception des actions à mener pour poursuivre le Plan d'action des services financiers (PASF), il est essentiel de donner plus d'importance aux problématiques transversales aux différents métiers étudiés par les groupes sectoriels.

De plus, il convient de prendre en compte des dimensions qui sont trop souvent absentes des documents émanant des groupes sectoriels, et en particulier :

- il convient de mieux tenir compte de ce qui fait la justification économique essentielle des marchés financiers : ils sont faits prioritairement pour apporter des capitaux aux entreprises qui en ont besoin ; ce thème est rappelé de façon récurrente par les émetteurs ;
- il convient également de donner toute leur place, dans la conception et le fonctionnement des marchés financiers, à cette autre catégorie d'utilisateurs que constituent les épargnants, les gérants de portefeuille et les investisseurs institutionnels ;
- la dimension *géographique* de l'intégration des marchés financiers européens, insuffisamment présente dans les réflexions des groupes sectoriels, est un atout essentiel de la compétitivité de l'Europe financière, et doit être réintégrée dans la réflexion, et ce de deux façons :
 - réalité des *places financières*, avec leurs spécificités et la dynamique du réseau qu'elles doivent constituer ;
 - analyse de la notion de *localisation* des activités financières : en quoi la proximité de l'industrie financière et de ses utilisateurs peut-elle être considérée comme un atout ? cette localisation est-elle un paramètre neutre, ou doit-elle au contraire être prise en compte dans les plans européens ? A quelles activités peut-elle s'appliquer de façon pertinente ?

Enfin, la mise en perspective à moyen et long terme de l'intégration des marchés financiers est nécessaire même si elle ne peut être que partielle ; toutes nos décisions doivent intégrer de manière plus explicite les facteurs économiques de long terme.

Notre contribution revient sur ces différents points, tout en répondant aux principales questions posées par le document de la Commission exposant les thèmes de la consultation.

³ La présente réponse a une portée générale, et commente donc la problématique de l'ensemble des rapports d'experts. Lorsque les commentaires concernent spécifiquement l'un de ces rapports (*cf.* en particulier § III du présent document), cela est explicitement mentionné.

I. UNE DYNAMIQUE A POURSUIVRE

Les acteurs professionnels de la place de Paris, regroupés au sein de Paris EUROPLACE, souhaitent voir se poursuivre la dynamique du plan d'action des services financiers (PASF), et en particulier dans les domaines suivants :

- post-marché⁴
- gestion
- banque de détail
- régulation
- fiscalité
- relations entre les émetteurs et les marchés financiers
- mise en place des conditions de l'émergence de véritables acteurs européens dans les métiers de la finance
- retraites et pension
- ...

Dans ces différents domaines, cette dynamique ne passera que dans certains cas par l'édiction de nouvelles normes : les acteurs professionnels de la place de Paris partagent en effet la position des groupes sectoriels selon laquelle il convient désormais de limiter aux cas strictement nécessaires, au terme d'un bilan coût-avantages, la rédaction de textes nouveaux.

Il est essentiel, aujourd'hui, de se centrer sur l'application des textes existants (*voir II ci-dessous*).

Mais il sera nécessaire, dans certains cas, de recourir à des textes de nature législative (comme par exemple dans le cas du post-marché). Ainsi, la poursuite du Plan d'action des services financiers (PASF) comportera, en tout état de cause, un volet législatif, même s'il n'est plus question, comme dans le Plan actuel, de textes « cadres », mais de textes « ciblés ». Tout en rappelant l'objectif partagé par tous d'observer une « pause » dans l'édiction de normes européennes nouvelles, il faut ainsi admettre l'importance de ce chantier législatif, qui se poursuivra vraisemblablement à un rythme soutenu, et auquel s'ajoutera la nécessaire amélioration des textes jugés inadaptés (*voir ci-dessous*), ce qui relève lui aussi du processus législatif.

II. RECOMMANDATIONS POUR LA MISE EN ŒUVRE DES TEXTES

Au-delà de la poursuite de la transposition des directives en vigueur, le chantier de la mise en œuvre des textes est bien sûr prioritaire .

L'objectif général, à cet égard, est l'harmonisation, tout en faisant preuve de toute la souplesse et de l'adaptabilité voulues, afin de tenir compte des situations spécifiques des différents secteurs, et de laisser s'épanouir les forces innovantes à l'œuvre sur les marchés financiers ; il convient de viser le plus possible l'égalisation des conditions de concurrence dans la mise en œuvre des textes.

⁴ Voir à ce sujet la réponse de Paris EUROPLACE à la consultation de la Commission européenne.

Pour les acteurs de la place financière de Paris, ce chantier comporte deux aspects principaux :

- la mise en œuvre, dans l'ensemble des Etats membres, des normes européennes harmonisées ;
- l'adaptation des directives en vigueur, chaque fois que cela est nécessaire.

1. La mise en œuvre des normes européennes harmonisées

a) Cohérence de la mise en œuvre des normes européennes

La mise en œuvre, dans les différents marchés, des normes européennes, doit se faire dans le respect des conditions de la concurrence. C'est à ce titre qu'il faut veiller à la cohérence de cette mise en œuvre.

Deux pistes sont en particulier suggérées, tout en renvoyant, bien sûr, au cas par cas pour leur application :

- lorsqu'un texte de nature législative est jugé indispensable pour régler une question, il est recommandé d'étudier la possibilité d'utiliser la voie du règlement. Dans la mesure en effet où le règlement est d'application directe, cette voie a l'avantage de limiter les problèmes de cohérence dans son application dans les différents Etats membres, alors que la formule de la directive repose sur la transposition de son contenu par chaque Etat membre, ce qui peut conduire à des distorsions de concurrence dans le cadre d'un marché intégré ;
- il est également recommandé de fixer des règles aussi précises que possible aux niveaux 1 et 2 définis par le processus Lamfalussy, tout en étant bien sûr très attentif à ne pas brider, par des règles trop précises, la capacité d'innovation des professionnels.

b) Mesure de la cohérence de la mise en œuvre des normes européennes déjà adoptées (8)⁵

Une fois les directives transposées, leur mise en œuvre effective doit être appréciée objectivement dans l'ensemble du territoire européen. Deux pistes en particulier doivent être suivies :

- comparaison, dans leur contenu même, des règles nationales d'application des textes européens ;
- comparaison de l'application des textes par les régulateurs nationaux.

Cette mesure doit être accompagnée d'une appréciation aussi objective que possible du travail accompli et programmé par CESR, ainsi que les instances européennes de régulation bancaire et d'assurance.

⁵ Les n° donnés entre parenthèses renvoient à la numérotation des actions présentées en tête de la présente réponse.

L'ensemble de ces mesures et appréciations doit en particulier être fait au regard des incidences, en termes de concurrence, des modalités différentielles de transposition des règles européennes dans les différents Etats membres.

2. Adaptation des directives en vigueur

L'adaptation des directives en vigueur, soit par la modification, soit par le complément de leurs dispositions, constitue un volet essentiel de ce chantier de mise en œuvre des textes existants.

Cet exercice doit être, pour les autorités européennes, l'occasion de tirer tous les enseignements voulus de l'expérience d'élaboration des normes européennes pour en améliorer le processus (9).

III. COMMENTAIRES DE POINTS PRECIS RESULTANT DES TRAVAUX DES GROUPES SECTORIELS

1. Paris EUROPLACE appuie, en particulier, les conclusions suivantes résultant des groupes sectoriels

- a) Les professionnels de la place de Paris partagent l'analyse exprimée par les groupes d'experts selon laquelle est nécessaire, désormais, une **justification des règles européennes nouvelles** et la prise en compte, dans cette justification, du coût de la régulation (6).
- b) **Régulation** : il convient de poursuivre le développement du processus Lamfalussy dans les domaines de l'assurance, de la banque, de la gestion et des marchés ; dans le domaine des marchés, la priorité est la mise en place, en particulier grâce à CESR, d'une régulation pleinement harmonisée, en attendant le moment où la création d'un régulateur unique sera jugée opportune (25).
- c) **Fiscalité** : il convient, avec détermination, de résoudre les difficultés chaque fois que l'absence d'harmonisation fiscale constitue un frein ou un blocage à l'intégration et à la constitution de groupes européens dans le domaine de la finance (7).

2. Domaines dans lesquels il conviendrait d'aller plus loin que les conclusions des groupes :

a) Dans le domaine de la régulation

Il est recommandé d'étudier les conditions de mise en place d'une culture convergente au sein des régulateurs européens, par exemple par la mise en place de cycles de formation commune (26).

b) Dans le domaine de la gestion

- rassembler au sein d'une seule directive les dispositions tenant à la gestion (actuellement partagées entre la directive OPCVM et la directive MIF), et de poursuivre la promotion de la coordination, par modernisation de la directive OPCVM, de nouveaux produits (*hedge funds, private equity...*) ou de nouvelles structures juridiques (*master-feeder...*) **(10)**;
- élargir le passeport européen aux services liés à la gestion, notamment la gestion d'OPCVM (un OPCVM coordonné devrait pouvoir être géré par une société de gestion de nationalité différente de la sienne) et la fonction de dépositaire **(11)**;
- examiner au niveau européen la fonction de distribution et les responsabilités en la matière du gestionnaire et du distributeur **(12)**;
- prévenir les distorsions de concurrence dues à des interprétations différentes de la directive OPCVM, permettant aux pays «moins disants» en matière de réglementation de bénéficier d'avantages compétitifs indus, tant sur les produits commercialisés que sur la localisation des services de gestion. A cet effet, notamment sur les sujets sensibles (ex :les frais), les textes interprétatifs nécessaires devraient être publiés sous forme législative (s'imposant à tous), et non de «recommandation », dont l'application est sujette au bon vouloir des autorités nationales **(13)** ;
- les décisions administratives nationales entravant la libre circulation des produits et des services cordonnés devraient pouvoir faire l'objet d'un examen attentif des services de la commission, et d'une appréciation publique de leur part **(14)**.

c) Dans le domaine des pensions

Des réformes ont été mises en œuvre dans différents pays européens pour la mise en place de produits d'épargne retraite, comme en France le PERP et le PERCO. En s'inspirant de ces réformes, il convient, sans viser à l'harmonisation des produits nationaux existants, de créer des produits européens dédiés à la retraite, tant destinés aux entreprises qu'aux particuliers **(15)**.

d) Dans le domaine de la banque de détail

Même si, dans ce domaine, une directive cadre est à écarter, un effort d'harmonisation paraît indispensable dans le domaine du crédit hypothécaire ; cette harmonisation pourrait en particulier porter sur les règles de fixation du taux effectif global (TEG), l'information pré-contractuelle, les règles concernant les remboursements anticipés et le délai de réflexion, etc. **(16)**.

e) Dans le domaine de l'assurance

La priorité doit être déplacée de l'intégration du marché des produits à l'intégration des « *business functions* » car ce sont les entreprises et non les produits d'assurance qui sont au cœur de la dynamique d'intégration du marché européen de l'assurance. Ceci passe probablement par une meilleure coordination-intégration des services de contrôle des

assurances qui sont une source majeure de fragmentation de l'espace européen de l'assurance (17).

f) Dans le domaine de la gouvernance des acteurs des marchés financiers

De l'avis des différentes catégories d'acteurs, les questions de gouvernance ne doivent pas être limitées aux entreprises cotées : il est essentiel de développer parallèlement un corps de principes – selon des modalités à apprécier catégorie d'acteurs par catégorie d'acteurs – s'appliquant aux autres intervenants des marchés, au premier rang desquels il faut faire figurer les normalisateurs comptables, les banques d'affaires, les agences de notation financière, ainsi que les gérants d'actifs.

Dans ce domaine, il paraît essentiel que les principes soient fixés non pas seulement au niveau européen, mais au niveau international (c'est en particulier le cas s'agissant des agences de notation financière) ; à cet égard, Paris EUROPLACE recommande de recourir à des forums multilatéraux comme l'Organisation internationale des commissions de valeurs (O.I.C.V) pour mettre en place des principes recueillant l'accord des principaux marchés mondiaux (18).

g) Dans le domaine de l'analyse financière

Dans l'esprit du document publié par la Commission européenne en 2003, il convient de poursuivre les travaux visant à améliorer les conditions d'exercice et le financement de l'analyse financière (19).

Le domaine des petites et moyennes entreprises doit faire l'objet de mesures spécifiques.

h) Dans le domaine de la régulation macro-prudentielle

Les règles prudentielles fixées par les directives sont d'application stricte ; or, il peut arriver, en cas de crise, qu'il soit opportun d'aménager en fonction des circonstances les obligations qu'elles prévoient. Dans la mesure où, aujourd'hui, les autorités nationales n'ont plus, semble-t-il, cette discrétion, il convient de s'interroger pour savoir quelle(s) autorité(s) ou quelle procédure, au niveau européen, peut prendre en charge la gestion ou la coordination de ces situations (27).

i) Dans le domaine du Post-marché.

Des initiatives d'harmonisation urgentes sont à prendre afin de tirer toute l'efficacité opérationnelle du plan 2000-2005. Un modèle clair d'organisation des relations entre infrastructures et intermédiaires financiers est nécessaire. Il doit être fondé sur des principes qui ont fait leur preuve dans chacun des grands pays du monde et qui s'appuient en particulier sur la ségrégation et le cantonnement des risques.

IV. LES EMETTEURS ET LES MARCHES FINANCIERS

L'absence trop marquée des problématiques liées aux émetteurs dans les conclusions des quatre groupes sectoriels est un sujet de préoccupation. Mais cette absence n'est pas due au hasard. Trop souvent, depuis le début de l'harmonisation des règles de fonctionnement des marchés financiers, les émetteurs n'ont pas véritablement été associés à la conception et à l'élaboration des règles de fonctionnement des marchés financiers au niveau européen, alors que ces derniers, on le sait, ont un impact substantiel et croissant sur la vie de nos entreprises, leurs possibilités de développement, et donc sur l'économie et l'emploi de façon générale.

La Commission européenne montre aujourd'hui un intérêt marqué pour le développement durable : dans le domaine des marchés financiers, la prise en compte du développement durable, c'est précisément l'association à la conception de l'organisation des marchés de ceux qui en sont les principaux utilisateurs et qui fournissent aux marchés financiers leur véritable justification économique, à savoir le financement de l'économie .

Quelles pistes peuvent être recommandées dans ce domaine ?

1. En premier lieu, il faut prévoir une association systématique des représentants des émetteurs à tous les organes européens qui préparent des décisions en matière de marchés financiers et ce, dès le « stade amont » de la réflexion. Il est essentiel que cette association des émetteurs ne soit pas limitée au seul domaine de l'information financière **(2)**.
2. En second lieu, il convient de mener une analyse de l'efficacité des marchés financiers en termes de financement des entreprises et de l'économie. Cette dimension devrait systématiquement faire partie de celles qui sont étudiées lorsque la Commission européenne évalue l'impact de ses politiques. En particulier, les marchés financiers européens permettent-ils au plus grand nombre d'émetteurs d'atteindre la maturité ? Comment faire, si ce n'est pas encore le cas, pour améliorer la situation ? **(4)**
3. En troisième lieu, il convient de s'interroger sur la vision que les marchés financiers et leurs acteurs se font de l'entreprise, et en quoi cette vision peut influencer sur les stratégies et la conduite des entreprises. En particulier, il convient de s'interroger pour savoir, en particulier dans le domaine du droit de l'information financière, si l'équilibre a toujours été respecté entre la nécessaire prise en compte du court terme, répondant aux besoins de certains acteurs des marchés, et la non moins nécessaire prise en compte du long terme **(20)**.
4. Une attention toute particulière devra être accordée par la Commission européenne au financement des entreprises de petite et moyenne taille, qui sont souvent celles qui contribuent le plus, aujourd'hui, à la croissance et à l'emploi. Or, dans les conditions actuelles, leur cotation n'est pas toujours possible. On peut même s'interroger pour savoir si la réglementation mise en place dans le cadre du PASF, par le coût résultant de l'accumulation des obligations qu'elle fait peser sur les entreprises, n'écartera pas *de facto* les petites et moyennes entreprises de la cotation. Il convient donc d'analyser l'impact du PASF sur le financement des entreprises. D'autre part, le financement bancaire peut être rendu problématique par l'évolution des règles concernant l'évaluation des ratios de capital. D'autres voies peuvent-elles être développées pour éviter un véritable assèchement des sources de financement de nos PME ? **(21)**

5. Les questions comptables sont de toute première importance. Elles sont bien sûr abordées par les différents groupes. Paris EUROPLACE souhaite souligner que les solutions qui seront adoptées auront un impact structurel sur les relations entre les émetteurs et les marchés financiers. Trois orientations sont suggérées par Paris EUROPLACE dans ce domaine pour tenir compte de l'importance stratégique des questions comptables :
- obtenir la mise en place et le respect de règles de gouvernance de la structure IASB en charge d'élaborer les normes (22) ;
 - clarifier le processus d'adoption des normes au niveau européen, en particulier en précisant les compétences respectives, dans ce domaine, du Conseil, de la Commission et de l'EFRAG (22) ;
 - lancer des travaux de recherche pour éclairer en amont les décideurs dans la fixation des principes fondant la comptabilité des entreprises (23).
6. S'agissant du gouvernement d'entreprise, de nouveaux progrès sont certainement possibles ; il convient à cet égard de s'inspirer des besoins des professionnels – tant émetteurs qu'investisseurs - dans les différents Etats membres, et en comptant sur la transparence et la pression des marchés pour assurer un comportement adapté des entreprises. Les professionnels de la place de Paris déconseillent dans ce domaine le recours à des mesures d'ordre législatif (24).

V. POUR UNE PLACE FINANCIERE COMPETITIVE

L'intégration doit permettre à la place financière européenne d'atteindre une plus grande compétitivité face aux autres places financières, et de mieux remplir ses missions économiques essentielles, en particulier dans la mobilisation de l'épargne dans le financement des entreprises, et donc au service de la croissance de l'économie européenne.

Cet objectif peut être atteint, à notre sens, à plusieurs conditions.

1. Le rapprochement de l'offre et de la demande au service des utilisateurs des marchés financiers, dans le cadre d'un réseau de places aux compétences et aux spécialisations complémentaires (5).

L'approche géographique de l'Europe financière intégrée passe d'abord par la valorisation de la notion de *place financière*, comme un ensemble de fonctions réunies géographiquement dans une certaine dynamique et dans une certaine interdépendance. Cette notion de place financière peut être éclairante tant au niveau de chacun des centres financiers européens – par exemple Londres, Paris, Milan, etc. – qu'à celui du réseau que constituent ces centres dans leurs complémentarités et leur concurrence – la place financière européenne.

Cette approche géographique passe aussi par la reconnaissance de la notion de *localisation* des activités financières. Dans ce domaine, il s'agit de s'interroger pour savoir si l'implantation géographique des métiers financiers a, ou non, des incidences sur la façon dont les prestations sont remplies. Il s'agit de mieux valoriser la notion de *proximité* entre l'industrie financière et ses utilisateurs, et de vérifier quelle est sa consistance réelle, à l'heure des connections informatiques globales et d'Internet.

Cette approche amène à prendre en compte, dans les prolongements du Plan d'action des services financiers, l'objectif d'un réseau articulé de places financières européennes, aux compétences et aux spécialisations complémentaires, comme facteur de la compétitivité de la place financière européenne dans son ensemble, face à ses grands concurrents, aux Etats-Unis et en Asie.

L'approche géographique couvre également l'intégration de la dimension financière par tous les acteurs de l'économie européenne.

Par ailleurs, cette approche doit appréhender la possibilité de la délocalisation hors d'Europe de certains segments de l'activité financière, et en mesurer les conséquences tant sur la compétitivité de la place financière européenne que sur notre maîtrise de l'ensemble de l'activité financière.

Il convient d'envisager ce réseau articulé comme une modalité de l'intégration des marchés financiers, à l'encontre, naturellement, du maintien de la fragmentation de l'industrie financière européenne. Ce réseau doit être conçu comme un « écosystème » global, dont il faut définir les conditions de compétitivité vis-à-vis des autres ensembles, et en particulier des Etats-Unis. L'exemple d'un modèle décentralisé et multipolaire nous est d'ailleurs donné par les Etats-Unis eux-mêmes.

La recherche de la compétitivité de la place financière européenne serait grandement facilitée par des études macro-économiques permettant de situer le niveau et les instruments de financements nécessités par les besoins de l'économie, le niveau d'épargne et les instruments correspondants, etc. Sans accorder de valeur absolue à ces mesures, il faut reconnaître que nous sommes, aujourd'hui, trop dépourvus d'indicateurs de ce type pour fixer nos politiques (1).

2. L'importance de créer le cadre permettant le développement de véritables acteurs européens de la finance (3).

L'existence d'acteurs de la finance de dimension européenne (assureurs, banques, intermédiaires de marché, gérants et investisseurs institutionnels en particulier) est certainement l'une des conditions de la compétitivité de la place financière européenne.

Or, des améliorations sensibles du cadre existant sont encore à mettre en œuvre à cet égard, comme le soulignent plusieurs des rapports des groupes sectoriels (*cf* en particulier groupe « assurances »). Cet aménagement doit faire partie des toutes premières priorités de l'agenda européen.

Parmi les mesures à adopter d'urgence figure l'aménagement de la TVA pesant sur les services intra-groupes.

Paris EUROPLACE considère qu'à de nombreux égards, la dynamique qui peut naître pour la compétitivité de la place financière européenne de la multiplication et du renforcement d'acteurs européens forts est plus prometteuse que celle qui résulterait du choix de s'en tenir à la seule harmonisation des *produits* et de leur mode de commercialisation.

VI. SE PROJETER A L'HORIZON 2010 ET AU-DELA

La mise en perspective à moyen et long terme de l'intégration des marchés doit venir compléter les approches sectorielles développées par les travaux des groupes.

Sans prétendre à l'exhaustivité, il s'agit de mieux prendre en compte, en particulier, **trois changements considérables de l'environnement de la place financière européenne** qui commencent déjà à faire sentir leurs effets, mais dont l'impact a encore peu été évalué.

- **Les évolutions liées à la démographie et au vieillissement de la population européenne** influent tant sur les besoins en financement que sur les ressources disponibles pour les marchés financiers. Beaucoup d'études prospectives ont déjà été réalisées à cet égard ; une étude spécifique sur les liens avec la place financière européenne et ses perspectives de développement apporterait un complément indispensable pour éclairer les suites du PASF.
- **Les changements de la « donne » liés à l'élargissement de l'Union européenne** sont également de première importance, même si nous ne sommes pas encore en mesure, aujourd'hui, d'en projeter les effets sur la place financière européenne, ne serait-ce qu'à court et moyen terme. A cet égard, il paraît indispensable que la Commission européenne complète, dès l'édition de 2005, les éléments intéressants mais encore insuffisants contenus dans son *Rapport de suivi de l'intégration financière* (RSIF), publié en mai 2004.
- Enfin, les changements de l'environnement de l'Europe financière liés à **l'émergence de la Chine et à l'évolution de nos relations avec le Japon et le reste de l'Asie** sont également de première importance, puisqu'ils sont de nature à modifier considérablement notre situation concurrentielle. Les besoins de financement de l'économie chinoise peuvent-ils aboutir à une réduction et/ou à un renchérissement des ressources disponibles pour la croissance européenne ? Quelles actions de la Commission européenne pourraient-elles contribuer à orienter favorablement la coopération entre l'Europe et l'Asie ? Il est vivement recommandé d'intégrer ce paramètre, et de mener dans ce domaine une réflexion stratégique, suivie de la mise en œuvre d'un plan opérationnel.

Enfin, avec l'adoption du PASF, la réglementation financière européenne a atteint un niveau comparable à celui des principales places financières internationales. Dès lors, **un principe de reconnaissance mutuelle doit guider les relations financières entre l'Europe et les autres places financières internationales de niveau équivalent.**



Paris, September 9, 2004

**REVIEW OF FINANCIAL SERVICES ACTION PLAN (FASP)
REPORTS OF EXPERT GROUPS
FOR COMMENT**

ENGLISH TRANSLATION OF THE RESPONSE OF PARIS EUROPLACE

Paris EUROPLACE is the association that represents the principal participants in the Paris financial market: issuers, investors, banks and insurance companies, law firms and other related professions present in Paris, whether French or from abroad. Its characteristic is precisely to bring together the multiplicity of players in the finance industry.

Paris EUROPLACE acts in three areas: conducting study groups charged with making proposals for reform, contributing to Europe-wide work programs, and promoting the Paris financial market abroad. Its most recent work has been on the development of euro-denominated securities markets, trends in the asset management industry, issuers' expectations and European-level developments in post-trading services.

www.paris-europlace.net

EXECUTIVE SUMMARY

A. OBJECTIVES

The participants in the Paris financial market – insurers, issuers, financial intermediaries, institutional investors and asset managers – coming together in Paris EUROPLACE, are in agreement with the guidelines proposed by the Commission relative to the integration of financial markets, and the broad lines proposed by the experts.

More specifically, the members of Paris EUROPLACE believe that the following are the principal goals to be pursued in follow-up to the Financial Services Action Plan (FSAP):

1. The basic goal, as shown in the work of the experts' groups, is the integration of European financial markets. The impact of such integration on financial markets has been measured by the European Commission.
2. There needs to be greater freedom of access to the single market for all categories of market players, under strict conditions of equal competition.
3. The needs of the users of financial markets, in particular savers and those who represent them (asset managers and institutional investors) on the one hand, and issuers of securities on the other, need to be specified more clearly and better taken into account.
4. In short, the goal is to improve the *competitiveness of the European financial market*. This requires in particular:
 - Bringing operating standards up to the highest international level;
 - Creating an environment that favors the creation of true *European players*;
 - Taking full advantage of a network made up of different financial markets.

B. MEASURES PROPOSED BY Paris EUROPLACE

Measures proposed by Paris EUROPLACE in their response are as follows :

MEASURES FOR PROVIDING STRUCTURAL “GUIDELINES”

While these measures are in harmony with the spirit of the work of the experts groups, they go further than the groups' proposals. Most concern the objectives to be attained in pursuing the FSAP, and, in one case (point 2) the method to be used on a point that we consider essential.

1. In order to provide additional insights to the designers of the Financial Services Action Plan (FSAP), launch macroeconomic studies to determine the needed level and instruments of financing for the economy and the corresponding levels of savings (V.1)¹.
2. Plan for the systematic participation of issuers' representatives in the European bodies that prepare decisions concerning financial markets, starting at the “upstream” phase of the process (IV.1).
3. Study all measures that need to be taken to eliminate obstacles still blocking the emergence of truly European players in finance, in particular in insurance and banking, financial intermediaries, institutional investors and portfolio managers (V.2).
4. Make an analysis of the efficiency of financial markets and market regulation relative to financing business and the economy (IV.2).
5. Undertake an in-depth analysis of how the creation of a network of financial markets impacts on both the competitiveness of the European financial market and the growth of the European economy, and include in this analysis possible delocalizations of segments of financial activities outside Europe. This analysis should be integrated in the Lisbon actualization process (V.1).

IMPLEMENTATION OF THE “POST FSAP” : PROPOSALS ON THE METHOD

6. Require that new European regulations in the financial area be preceded by studies that justify their utility and measure that impact in terms of the cost of the regulation, in balance with its expected benefits (III.1.a)
7. Take determined steps to resolve tax issues every time the lack of harmonization brakes or blocks the integration of financial Europe or the formation of Europe-wide groups in the area of finance (III.1.c).
8. Measure the differentials in national application of harmonized European rules, as their impact on competition. This action should lead to recommendations for a more coherent implementation of such rules by the various member States (II.1).

¹ Please check the referenced section.

9. Draw all possible lessons from the experience of drawing up European standards, as a means of improving the process (II.2).

INDUSTRIES' PRIORITY ACTIONS

Asset management (III.2.b)

10. Bring all provisions concerning asset management together in a single directive.
11. Expand the European passport to services linked to asset management, in particular management of mutual funds and the custodial function.
12. Examine the function of securities distribution and the responsibilities of asset managers and distributors.
13. Prevent distortions to competition arising from different interpretations of the UCITS directive.
14. Plan for the Commission to examine the obstacles to the free circulation of coordinated products and services, and take a public position when necessary.

Pensions (III.2.c)

15. Create European financial products especially intended for retirement programs, whether company or individual.

Retail banking (III.2.d)

16. Work to harmonize the principal conditions for mortgage lending, albeit without recourse to a framework directive.

Insurance (III.2.e)

17. Replace the priority given to integration of the market for insurance products with emphasis on integration of the *business functions* of insurance companies, in particular through better coordination/integration of the supervision of insurance companies.

Governance for participants in financial markets (III.2.f and g)

18. Develop the principles of governance that apply to market participants on a category-by-category basis, in particular as concerns investment banks, rating agencies and asset managers. These principles should be developed initially within the framework of broader international organizations, such as the IOSCO, before being taken up at the European level.
19. Continue work aimed at improving the financing and working conditions of financial research; specific measures are needed for small and medium-sized companies.

Issuers

20. Make an analysis of the financial information required of issuers to determine whether the level of complexity that has now been reached corresponds to real investor needs and is compatible with the totality of company objectives (IV. 3).

21. Launch a study of the financing of small and medium-sized companies and of innovation, and analyze the impact of rules adopted in the framework of the FSAP on the listing of such companies (IV.4).

22. In company accounting, improve governance of the IASB structure and provide greater precision on how standards are adopted at the European level, clarifying relations among the Council, the Commission and EFRAG (IV.5).

23. Launch research efforts to provide additional “upstream” insights to those deciding on the basic principles of corporate accounting (IV.5).

24. The professionals of the Paris financial market advise against applying legislative measures in the area of corporate governance (IV.6).

Improving supervision

25. Continue regulatory harmonization; in the area of markets this would be in the framework of the CESR (III.1.b).

26. Examine the conditions for creating a convergence in administrative culture among European regulators, for example by setting up joint training cycles (III.2.a).

27. In the macro-prudential area, determine which authority/authorities or which mechanism for coordination, at the European level, would be able to work out, as necessary, the conditions for application of prudential rules in cases of crisis situations (III.2.h).

RESPONSE OF PARIS EUROPLACE

INTRODUCTION

The participants of the Paris financial market – insurers, issuers, financial intermediaries, institutional investors and asset managers – coming together in Paris EUROPLACE, are in agreement with the guidelines proposed by the Commission relative to the integration of financial markets, and the broad lines proposed by the experts².

Paris EUROPLACE stresses that in drawing up next steps in pursuit of the Financial Services Action Plan (FSAP), it is essential to give importance to horizontal issues that also affect the financial professions studied by their specific industry groups.

It is also important to include certain dimensions that are too often absent from the documents issued by these industry groups, and in particular:

- To take better account of what is in effect the essential economic justification of financial markets: they are created to bring capital to companies that need it, as is repeatedly recalled by issuers;
- To give other users such as savers, asset managers and institutional investors their due place in the design and operation of financial markets;
- Because the *geographic* dimension of the integration of European financial markets, not sufficiently taken into consideration in our industry groups, is an essential trump card for competitiveness, to re-include it in our reflections, in two ways:
 - the reality of the different *financial markets*, with their specific characteristics and the dynamism of the network they will form together;
 - An analysis of the notion of the *location* of financial activities: To what extent can the proximity of the financial industry and its users be considered an asset? Is location a neutral consideration, or, to the contrary, should it be taken into account in European planning? To what activities is location pertinent?

Lastly, it is necessary to place the integration of financial markets in a medium- and long-term perspective, even if this can be only partial. All of our decisions should more explicitly integrate long-term economic factors.

Our contribution will return to these different points, while responding to the principal questions raised in the Commission's document providing the themes of the consultation.

² This is an overall report, and therefore comments on the issues raised in all of the experts reports. When comments are specifically directed at one of these reports (See for example § III of this document), this is explicitly mentioned.

I. A DYNAMIC TO PURSUE

The professional participants of the Paris financial market, coming together in Paris EUROPLACE, wish to see the Financial Services Action Plan (FSAP) actively pursued, and particularly in the following areas:

- post-trading³
- asset management
- retail banking
- regulation
- taxation
- relations between issuers and financial markets
- setting up conditions making possible the emergence of real European actors in the financial professions
- retirement and pensions.

In these various areas, action will result in creating new standards in certain cases only: the professionals of the Paris financial market share the view of the industry groups that the drafting of new texts should be limited to measures that are determined as strictly necessary after completing a cost-benefit analysis.

It is now essential to concentrate on application of existing texts (*See II below*).

Sometimes it will still be necessary to have recourse to legislation – for example on post-trading issues. In any case, there will be a legislative dimension to implementing the Financial Services Action Plan (FSAP), although this will not be a matter of “framework” texts, but of “target” texts. Even while recalling the common agreement on a pause in drafting new European standards, it also has to be admitted that the legislative aspect will likely continue at a sustained pace, not to mention that making the necessary improvements in texts considered no longer suitable (see below) is also part of the legislative process.

II. RECOMMENDATIONS FOR THE IMPLEMENTATION OF THE TEXTS

Beyond continuing to transpose directives in effect into national law when this has not yet been done, implementation of the texts is of course essential.

The general goal here is harmonization, while showing the requisite flexibility and adaptability in order to take into account the specific situations of the different industries within finance, and to give free rein to innovative forces at work in financial markets. The aim in implementing these texts should be to make the conditions of competition as equal as possible.

³ A propose of this subject, see the response of Paris EUROPLACE to the consultation with the European Commission.

This project has two principal aspects for the participants of the Paris financial market:

- implementing harmonized European standards in all member States,
- adapting directives in force whenever necessary.

1. Implementing harmonized European standards

a) Consistency in implementing European standards

The implementation of European standards in different markets should be carried out in respecting the conditions of competition, and hence needs to be consistent.

Two particular approaches are suggested, even though their application is of course on a case-by-case basis:

- When a legislative text is considered necessary to resolve an issue, a regulatory approach should nonetheless first be considered. Since regulations are directly applied everywhere, this approach has the advantage of limiting problems of consistency of application in different member States, whereas directives must be transposed into national legislation by each of them, which can lead to a distortion of competition in an integrated market;
- It is also recommended to set the rules as precisely as possible in levels 1 and 2 defined in the Lamfalussy process, while taking care that rules are not so precise as to constrain professionals' capacity for innovation.

b) Measuring consistency in the implementation of European standards already adopted (8)⁴

Once transposed into national law, the effective implementation of directives should be assessed objectively throughout the European Union. Two approaches should be followed :

- comparison of the content of the national rules that apply European texts;
- comparison of how the texts are implemented by national regulatory authorities.

This measure should be accompanied by the most objective possible evaluation of the achievements and also the projects of the CESR, as well as and the banking and insurance European regulatory committees.

In particular, all of these measurements and evaluations should be made taking into account the competitive effects of the different ways in which European rules are transposed into those of the different member States.

2. Adaptation of directives in force

The adaptation of directives in force, either by modifying them or by adding new provisions, is an essential part of this process of implementing existing texts.

⁴ Throughout the text, the recommendations are numbered in line with the numbering used in the executive summary

For the European authorities, this exercise ought to be an occasion to draw all the lessons from the elaboration of European standards that are needed to improve this process (9).

III. COMMENTS OF SPECIFIC POINTS ARISING FROM THE WORK OF THE EXPERT GROUPS

1. Paris EUROPLACE gives particular support to the following conclusions made by the industry working groups

- a) The professionals of the Paris financial market agree with the conclusion of the experts groups that **a justification of the new European rules** will henceforth be necessary, and that this justification should take into account the cost of the regulation (6).
- b) **Regulation:** The Lamfalussy process should be further developed in the areas of insurance, banking and asset management, and in the markets. In the last-named area, priority should be given to setting up fully harmonized regulations, particularly with the help of CESR, until such time as creation of the position of a securities regulator is considered opportune (25).
- c) **Taxation:** A determined effort should be made to resolve the difficulties that arise every time the lack of tax harmonization creates a brake or barrier to the creation of European-level groups in finance (7).

2. Areas in which we seek to go further than the conclusions of the experts groups:

a) In regulation

It is recommended to examine the conditions for creating a convergence in administrative culture among European regulators, for example by setting up joint training cycles (26).

b) In asset management:

- Bring all provisions concerning asset management (now split between the UCITS directive and the directive on markets and financial instruments – MFI) together in a single directive, and continue promoting the harmonization of new products (*hedge funds, private equity, etc.*) or new legal structures (*master-feeder, etc.*) (10);
- Expand the European passport to services linked to asset management, in particular management of mutual funds and the custodial function (11);
- Examine the function of securities distribution and the responsibilities of asset managers and distributors (12);
- It is necessary to prevent distortions to competition arising from different interpretations of the UCITS directive, which permit countries with less precise regulations to benefit from undue competitive advantages, whether in terms of products sold or in the location of asset management services. To this end, and especially on sensitive subjects such as

fees, the necessary interpretive texts should be published in the form of a legislative texts, obligatory for all – rather than a recommendation, the application of which is subject to the goodwill of the national authorities (13);

- National administrative decisions that impede the free circulation of coordinated products and services should be carefully examined by the staff of the Commission, which should publicly take a position when necessary (14).

c) On pensions

Reforms to introduce retirement savings products have been implemented in different European countries, including the PERP and PERCO in France. On the basis of these reforms, it would be useful to create Europe-wide retirement savings products both for companies and individuals, without requiring any harmonization of existing national products (15).

d) In retail banking

Even if there is no need for a framework directive in this area, a harmonization effort seems indispensable in the area of mortgage financing. In particular, such harmonization should be directed at the rules for fixing the total effective rate (interest, insurance, commissions, etc., *TEG* in French), rules applying to anticipated reimbursement, pre-contract information and the reflection period allowed prior to signature, etc (16).

e) In insurance

Replace the priority given to integration of the market for insurance products with a priority to integration of the *business functions* of insurance companies, for it is insurance companies and not products that are at the heart of the dynamic of the integration of the European insurance market. This can probably be done through better coordination/integration of insurance supervisors, which are a major source of the fragmentation of the European insurance market. (17).

f) Governance for participants in financial markets

Most market players believe that questions of governance should not be limited to listed companies. It is also essential to develop in parallel a body of principles that would apply to other market players, with organizations drawing up accounting standards, investment banks, rating agencies and asset managers in the first line.

In this area, it seems essential that principles should be established on the international level, and not only in Europe; this is particularly the case for rating agencies. Hence, Paris EUROPLACE recommends using international forums such as the International Organization of Securities Commissions (IOSC) to establish principles that would be approved by the world's major markets (18).

g) Financial research

In the spirit of the document published by the European Commission in 2003, it is advisable to continue work aimed at improving the financing and working conditions of financial research; specific measures are needed for small and medium-sized companies (19).

h) Macro-prudential regulation

The prudential rules set in the directives provide for their strict application. However, it may be appropriate to adjust these obligations in case of a crisis. Since the national authorities no longer seem to have such discretion, it is worthwhile to ask which authority/authorities, or which mechanism for coordination among them at the European level, could be responsible for management or coordination in such situations (27).

i) Post market

In this domain some urgent harmonization initiatives are needed to leverage operational efficiency of the 2000-2005 plan. A clear model regulating organization and relations between financial intermediaries and infrastructures is needed. This model should be based on robust principles that have demonstrated their efficiency in each major countries in the world. Those principles in particular should be based on risk segregation and risk fencing.

IV. ISSUERS AND FINANCIAL MARKETS

The very marked absence of issuer problems in the conclusions of the four industry groups is troubling, but it is not a coincidence. Too often, since the beginning of the harmonization of the operating rules for financial markets, issuers have not really been included in the conception and drafting of Europe-wide operating rules, even though these rules have an important and growing effect on the life of companies and their possibilities for development, and hence on the economy and on employment more broadly.

The European Commission now demonstrates a marked interest in sustainability. For financial markets, taking sustainability into account precisely means associating issuers – their principal users and their true economic justification – in the conception and organization of these markets.

What areas of action can be recommended?

1. First of all, the systematic participation of issuers' representatives in all European bodies that prepare decisions on questions of financial markets, beginning in the "upstream" phase of their analysis. It is important that issuer participation not be limited to the area of financial information (2).
2. Second, an analysis of the efficiency of financial markets in terms of financing companies and the economy. This dimension should consistently be among those taken into account when the Commission evaluates the impact of its policies. In particular, it should ask whether European financial markets allow the greatest number of issuer companies to reach maturity. If not, what can be done to improve the situation ? (4)

3. Third, an examination of the vision that financial markets and their participants have of the business enterprise, and how this vision can affect a company's strategy and how it operates. An important question to ask concerning financial information is if short-term analysis, which responds to the needs of certain market players, is always balanced by the equally necessary long-term analysis **(20)**.
4. The European Commission should give particular attention to the financing of small and medium-sized enterprises (SMEs), which today are often those that contribute the most to growth and employment. Listing on a stock exchange is for the time being not always possible. One may even ask, given the costs resulting from the accumulated obligations they impose on companies, whether the regulations put in place in the framework of the FSAP do not make listing on a stock exchange *de facto* impossible for small and medium-sized companies. It is therefore important to analyze the impact of the FSAP on corporate finance. Moreover, bank financing can be difficult because of trends in solvency ratios. What other means can be developed to prevent a drying-up of the sources of financing for European SMEs? **(21)**
5. Accounting questions are of primary importance. To be sure, they are examined by various groups. Paris EUROPLACE stresses that choices made in this area will have a structural impact on relations between issuers and financial markets, and suggests two paths of action that take the strategic importance of accounting questions into account:
 - establish and respect rules of governance that apply to the IASB structure that is responsible for drawing up standards **(22)**;
 - clarify the process of adopting standards on the European level, in particular in specifying the respective areas of competence of Council, the Commission and EFRAG **(22)** ;
 - begin work to provide those who set the principles of corporate accounting with "upstream" inputs to their decisions **(23)**.
6. Further progress in corporate governance is certainly possible. The right approach is to look at the needs of professionals in the different member States, both issuers and investors, and to rely on transparency and market pressures to ensure that companies conduct themselves accordingly. In any case, the professionals of the Paris financial market strongly advise against applying legislative measure in this area **(24)**.

V TOWARDS A COMPETITIVE EUROPEAN FINANCIAL MARKET

Integration should permit the European financial market to become more competitive relative to other financial markets, and to perform more efficiently in its key economic missions, particularly mobilizing savings to finance enterprises and hence promoting the growth of the European economy.

We believe that this goal can be attained, if several conditions are met:

1. Bringing together supply and demand in the service of the users of financial markets, within the context of a network of financial centers that have complementary capacities and specializations. (5)

The geographic approach to an integrated financial Europe begins by emphasizing the notion of a *financial center* (“place financière”) as an ensemble of functions in a single location, with a certain dynamic and within a certain interdependence. This approach could place each European financial center – London, Paris, Milan, etc. – in a new light, and likewise the network that brings together their complementarities and their competition, that is, the European financial center (“place financière européenne”).

This geographic approach requires recognizing the idea of the *localization* of financial activities. In this context, one needs to ask if the geographic location of the different financial professions has an impact on the way they render their services, or not. This is a question of giving great value to the notion of a *proximity* between the financial industry and its users, and to verify its real substance at a time of worldwide electronic communications and the Internet.

In terms of pursuing the Financial Services Action Plan, this approach leads to taking into account the goal of an articulated network of European financial markets, with complementary capacities and specializations. This would provide an element of added competitiveness of the European financial market relative to its major rivals in the United States and in Asia.

This geographic approach also applies to the financial aspects of the business of all non-financial players in the European economy, themselves performed localized.

It could also include the possibility of delocalizing certain segments of financial activity outside Europe, and measuring its consequences both for the competitiveness of the European financial market and for our mastery of the full range of financial activity.

This articulated network should be seen as a method of integrating financial markets, as opposed to maintaining the fragmentation of the European financial industry. The network should be seen as a global “ecosystem,” that needs to define its competitive requirements relative to other groupings, particularly in the United States. It is after all the United States itself that has provided the model of a decentralized and multipolar system.

The European financial market’s quest for competitiveness would be greatly facilitated by macroeconomic studies that would determine the level and instruments of financing necessary to meet the needs of the economy, the corresponding level and instruments of savings, etc.

Without wanting to give an absolute value to such measurements, it must be admitted that today we have too few of such indicators, which are necessary for determining policies (1).

2. The importance of creating a framework for the development of truly European players in finance. (3)

One of the conditions for a competitive European financial market is certainly the presence of market players who have a truly European dimension: insurers, banks, market intermediaries and asset managers and institutional investors in particular.

There remain perceptible improvements to be made in the present framework, as shown in many of the reports of the different industry groups (See in particular that of the “Insurance” group). This adjustment should be one of the first priorities on the European agenda.

One of the most urgent of these is to adjust the VAT applied to intra-group services.

Paris EUROPLACE considers that, in many respects, the competitiveness of the European financial market will gain a more promising dynamism by developing more and stronger European players rather than by simply harmonizing *products* and how they are sold.

VI. LOOKING TOWARDS 2010 AND BEYOND

Putting the integration of markets in a medium- and long-term perspective should complete the more industry-oriented approaches developed in the groups.

Without seeking to be exhaustive, this is particularly a matter of taking into account **three important changes in the environment in which the European financial market finds itself** which are already beginning to have their effects, although their impact has been little evaluated.

- **Demographic changes and the aging of the European population** influence both financing needs and the resources available for financial markets. Many forecasts have been made in this respect; a specific study of how this trend relates to the European financial market and its prospects for development would be an indispensable complement and add new insights in the follow-up to the FSAP.
- **Changes in the “given” stemming from enlargement of the European Union** are likewise of primary importance, although we cannot yet project their effects on the European financial market, even in the short or medium term. In this context, it seems indispensable that the European Commission complete the interesting but still insufficient elements contained in the Financial Integration Monitor published in May 2004.
- Lastly, changes in the environment of financial Europe related to **the emergence of China and the evolution of our relations with Japan and the rest of Asia** are likewise of key importance, since they modify our competitive situation considerably. Will the financing needs of the Chinese economy make the resources available for

European growth scarcer or more expensive? What actions can the European Commission take to give a favorable orientation to cooperation between Europe and Asia? It is strongly recommended to include this parameter and to undertake strategic reflection leading to implementation of an operational plan.

With the adoption of the AFPS, European financial regulation has reached a level comparable to that of the principal international financial markets. Henceforth, **the principle of mutual recognition should guide financial relations between Europe and other international financial markets of equivalent level.**