

Samþætting verðbréfamarkaða í Evrópu

Inngangur

Almennt er litið svo á að samþætting (e. integration) verðbréfamarkaða í Evrópu geti haft jákvæð áhrif á efnahagslíf í aðildarríkjum ESB og EES. Hún er til þess fallin að auka samkeppni milli fyrirtækja í verðbréfabjónustu, efla skilvirkni fjármálakerfa og hagkvæma nýtingu fjármagns og annarra framleiðsluþátta. Samþætting verðbréfamarkaða getur aukið möguleika fyrirtækja á fjármögnun á verðbréfamarkaði í stað hefðbundinnar lánsfjármögnunar og þar með dregið úr fjármagnskostnaði þeirra. Lægri fjármagnskostnaður fyrirtækja getur stuðlað að hagvexti og aukinni atvinnu.

Verðbréfamarkaðir eru veigamikill hluti innri markaðar ESB og þar með EES. Samþætting þessara markaða er mikilvæg fyrir framþróun innri markaðarins. Meginilgangur reglna í EB-rétti á sviði verðbréfamarkaða og verðbréfavíðskipta er að samþætta verðbréfamarkaði í aðildarríkjunum og stuðla að samræmi og einsleitni á sviði verðbréfavíðskipta. Slíkar reglur hafa verið meginforsenda samþættingar verðbréfamarkaða í Evrópu. Þær eru mikilvægur hluti reglnanna um innri markaðinn og hafa haft verulega þýðingu fyrir þróun hans. Reglurnar hafa verið teknar inn í EES-samninginn og gilda því með sambærilegum hætti fyrir EFTA-ríkin, sem eru aðilar að EES-samningnum, og aðildarríki ESB.

Í þessari grein er fjallað um þróun reglna í EB-rétti á sviði verðbréfamarkaða og verðbréfavíðskipta með tilliti til áhrifa þeirra á innri markaðinn. Kannað verður hvaða árangri þær hafa skilað í því að koma á sameiginlegum verðbréfa-

markaði í Evrópu. Þá verður reynt að meta hvort þörf sé á frekari samræmingu í starfsemi þessara markaða og hvaða hlutverki sameiginlegar reglur eigi að gegna í þeim efnum.

Þróun EB-reglna um verðbréfavíðskipti og verðbréfamarkaði

Markmið reglnanna

Hefðbundið markmið reglna á sviði verðbréfaréttar er að lagfæra bresti í starfsemi verðbréfamarkaðar sem ekki verður komið í veg fyrir með þeim tækjum sem markaðurinn sjálfur býr yfir og draga úr hagkvæmri nýtingu efnislegra gæða á fullkomnum markaði. Umfang slíkra reglna ræðst af nokkrum þáttum, m.a. uppbyggingu markaðarins, hegðun fjárfesta og menningarviðhorfum.²

Á þeim tíma er fyrstu reglur í EB-rétti um verðbréfamarkaði voru settar var mikið misræmi í umfangi og efni reglna í landsrétti einstakra aðildarríkja á þessu sviði. Þetta hafði í för með sér að aðgangur að mörkuðum yfir landamæri var takmarkaður. Meginmarkmið reglna í EB-rétti um verðbréfamarkaði er að afnema slíkar lagalegar hindranir og stuðla að samþættingu og samruna markaða aðildarríkjanna. Unnið hefur verið að því að leiðrétta markaðsbresti í ljósi markmiðsins um samþættingu fremur en á grunni einhverrar skilgreindrar hugmynda- eða aðferðafræði um setningu reglna um örugga og skilvirka verðbréfamarkaði. Markmið reglna í EB-rétti á þessu sviði, umfram markmiðið um samþættingu markaða, hafa því á stundum verið óljós.

1. Höfundur starfar á fjármálavíði Seðlabanka Íslands sem staðgengill framkvæmdastjóra.

2. Moloney, bls. 6-10.

Ákvæði Rómarsamningsins og afleidd löggjöf

Það leiðir af Rómarsamningnum að stuðla skal að samræmi í starfsemi verðbréfamarkaða innan EB.³ Ákvæði samningsins um þjónustufrelsi eiga við um verðbréfa- og fjárfestingarþjónustu og ákvæði hans um frjálsar fjármagnshreyfingar eiga við um starfsemi verðbréfamarkaða og verðbréfavíðskipti.⁴

Ákvæði Rómarsamningsins um stofnsetningarrett, frelsi í þjónustustarfsemi og frjálsa fjármagnsflutninga⁵ leggja grunninn að afnámi reglna í landsrétti sem hindra eða draga úr samþættingu verðbréfamarkaða. Dómstóll EB hefur úrskurðað að ákvæði samningsins um stofnsetningarrétt og frelsi í þjónustustarfsemi hafi bein réttaráhrif.⁶ Ákvæði í landsrétti sem fela í sér mismunun og hindra stofnsetningarrétt eða frelsi í þjónustustarfsemi fá ekki staðist nema uppfyllt séu þau skilyrði sem tilgreind eru í samningnum þar að lútandi.⁷ Jafnframt yrðu gerðar strangar kröfur til þess að ákvæði sem fælu í sér mismunun gengju ekki lengra en nauðsyn bæri til.⁸

Dómstóllinn hefur haft veigamikið hlutverk við þróun innri markaðarins. Að því er fjármálaþjónusta varðar taldi dómstóllinn hins vegar að vegna séreðlis hennar væru ákvæði Rómarsamningsins um frelsi í þjónustustarfsemi ekki nægjanleg til að afnema hindranir í landsrétti á frelsi í fjármálaþjónustu. Í svonefndum tryggingamálum frá árinu 1986 taldi dómstóllinn að í ljósi séreðlis tryggingastarfsemi væri samræming lagareglna í afleiddum rétti á tilteknum sviðum forsenda þess að hægt væri að nýta frelsi í þjónustustarfsemi á því sviði.⁹ Þar sem slík lagasamræming hafði ekki farið fram taldi dómstóllinn að aðildarríkin gætu lagt hömlur á frelsi til að veita þjónustu á tryggingasviði.

3. Sbr. 2. og 14. gr. samningsins.

4. Sbr. 3. og 4. kafla samningsins.

5. Sbr. 43., 49. og 56. gr. samningsins.

6. Mál 2/74, *Reyners v Belgium* [1974] ECR 631 (stofnsetningarréttur), og mál 33/74, *Van Binsbergen v Bestuur van de Bedrijfsvereniging voor de Metaalnijverheid* [1974] ECR 1299 (frelsi í þjónustustarfsemi).

7. Sbr. 46. og 55. gr. samningsins.

8. Mál C-101/94, *Commission v Italy* [1996] ECR I-2691.

9. Mál 205/84, *Commission v Germany* [1986] ECR 3755, mál 220/83, *Commission v France* [1986] ECR 3663, mál 252/83, *Commission v Denmark* [1986] ECR 3713, og mál 206/84, *Commission v Ireland* [1986] ECR 3817.

Samkvæmt Rómarsamningnum verða reglur EB-réttar um verðbréfamarkaði að byggjast á laga-setningarheimildum fyrir innri markaðinn.¹⁰ Tilvist slíkra reglna byggist því á innri markaðnum.¹¹

Lagasamræming og gagnkvæm viðurkenning

Þróun verðbréfareglna í EB-rétti var hægfara í fyrstu. Í svonefndri Segré-skýrslu frá árinu 1966 voru tilgreindar ýmsar hindranir sem stóðu í vegi þróunar sameiginlegs verðbréfa- og fjármagnsmarkaðar og settar fram tillögur til úrbóta.¹² Árið 1977 gaf framkvæmdastjórnin út tilmæli um hegðunareglur um víðskipti með framseljanleg verðbréf og var það í fyrsta skiptið sem reynt var að setja almennar EB-reglur um verðbréfavíðskipti.¹³

Í upphafi var lögð áhersla á að koma á virkum verðbréfamarkaði fyrir útgefendur verðbréfa innan alls EB.¹⁴ Í lok áttunda áratugarins og í upphafi þess níunda var beitt þeirri aðferð að setja ítarlegar reglur í EB-rétti til að samræma reglur í landsrétti á sviði verðbréfamarkaða.¹⁵ Þessari aðferð var beitt við samningu tilskipunar um opinbera skráningu,¹⁶ tilskipunar um skráningarlýsingu¹⁷ og tilskipunar um reglubundna birtingu upplýsinga.¹⁸

Aðferðafræðin breyttist í kjölfar *Cassis de Dijon*-dómsins¹⁹ er varðaði gagnkvæma viður-

10. Sbr. h-lið 1. tl. 3. gr. og 5. gr. samningsins.

11. Verðbréfamarkaðsreglur í EB-rétti hafa einkum verið byggðar á g-lið 2. tl. 44. gr., 2. tl. 47. gr. og 55. gr. Rómarsamningsins varðandi stofnsetningarrétt og frelsi í þjónustustarfsemi, sem og 94. og 95. gr. samningsins um setningu reglna fyrir innri markaðinn.

12. Report by a Group of Experts Appointed by the EEC Commission, *The Development of a European Capital Market* (1966).

13. Recommendation 77/534/EEC for a European Code of Conduct Relating to Transactions in Transferable Securities [1977] OJ L212/37.

14. Sjá Wouters, bls. 199 og áfram.

15. Edwards, bls. 231-233.

16. Tilskipun ráðsins 79/279/EBE frá 5. mars 1979 til samræmingar á skilyrðum fyrir opinberri skráningu verðbréfa á verðbréfaþingi (Stjtið. EB L 66, 16.3.1979, bls. 21).

17. Tilskipun ráðsins 80/390/EBE frá 17. mars 1980 til samræmingar á kröfum um gerð, athugun og dreifingu á skráningarlýsingu sem birta skal þegar verðbréf eru tekin til opinberrar skráningar á verðbréfaþingi (Stjtið. EB L 100, 17.4.1980, bls. 1).

18. Tilskipun ráðsins 82/121/EBE frá 15. febrúar 1982 um þær upplýsingar sem félög, sem hafa fengið hlutabréf sín tekin til opinberrar skráningar á verðbréfaþingi, eiga að birta reglulega (Stjtið. EB L 48, 20.2.1982, bls. 26).

19. Mál 120/78, *Rewe-Zentral AG v Bundesmonopolverwaltung für Branntwein (Cassis de Dijon)* [1979] ECR 649.

kenningu (e. mutual recognition) og lögmæt sjónarmið í tengslum við frjáls vöruviðskipti. Að því er varðar fjármálaþjónustu stuðlaði dómurinn að þróun meginreglunnar um gagnkvæma viðurkenningu á heimildum í landsrétti aðildarríkjana til að veita fjármálaþjónustu. Meginþættir þessarar aðferðafræði eru kenndir við hugtakið „eitt starfsleyfi“ (e. single passport) og „eftirlit heimaríkis“ (e. home state supervision). Jafnframt var viðurkenndur réttur aðildarríkjana til að setja reglur er takmarka heimildir til að veita fjármálaþjónustu yfir landamæri ef almannahagsmunir (e. general good), svo sem markaðsstöðugleiki og neytendavernd, krefðust, jafnvel þótt um væri að ræða takmarkanirnar á ákvæðum Rómarsamningsins um þjónustufrelsi. Skilyrði var þó að slíkar takmarkanir fælu ekki í sér mismunun, að þær væru hlutlægt séð réttlætlanlegar og nauðsynlegar vegna almannahagsmuna og að þær gengju ekki lengra en nauðsyn bæri til miðað við þau markmið sem þeim væri ætlað að ná.²⁰

Í kjölfar þessarar réttarþróunar var horfið frá því að reyna að samræma verðbréfarétt í aðildarríkjunum með almennum og ítarlegum hætti. Þess í stað var lögð áhersla á lágmarkssamræmingu reglna er vörðuðu almannahagsmunum. Með þessu var reynt að bregðast við því að aðildarríkin gætu beitt fyrir sig ósamræmdum reglum sem fólu í sér takmarkanir á þjónustufrelsi með vísan til almannahagsmuna. Þá hafði reynslan sýnt að almenn og ítarleg lagasamræming hafði reynst erfð og falið í sér hættu á flóknunum og ósveigjanlegum reglum sem erfitt var að innleiða í landsrétt.

Hvítbók framkvæmdastjórnarinnar frá 1985²¹ og einingarlög Evrópu (e. Single European Act) frá 1986 lögðu grunninn að aðgerðaáætlun um að koma á innri markaði árið 1992. Þar var lögð áhersla á mikilvægi reglna um verðbréfamarkað og fjármagnsflutninga fyrir innri markaðinn. Í kjölfarið hófst nýtt tímabil lagasetningar EB á sviði verðbréfaréttar þar sem byggt var á meginreglunni um gagnkvæma viður-

kenningu og lágmarkssamræmingu laga. Jafnframt var lögð áhersla á að auka frelsi í fjármagnsflutningum til að stuðla að samruna markaða fyrir fjármálaþjónustu.

Tilskipun um sameiginlega fjárfestingu í framseljanlegum verðbréfum (e. UCITS) frá 1985 byggðist á því að heimaríki gæfi út starfsleyfi til fyrirtækja um sameiginlega fjárfestingu í framseljanlegum verðbréfum sem giltu í öllum aðildarríkjunum á grundvelli samræmdra reglna.²² Tilskipun um fjármagnsflutninga frá 1988²³ greiddi leiðina fyrir setningu ýmissa reglna sem kváðu á um aukid frelsi í verðbréfavíðskiptum. Á sama ári var sett tilskipun um verulegan eignarhlut í félagi sem skráð er á verðbréfaþingi²⁴ og árið 1989 tilskipanir um útboðslýsingu²⁵ og um innherjaviðskipti,²⁶ sem var ætlað að stuðla að heilbrigðu fyrirkomulagi verðbréfavíðskipta og trausti á verðbréfamörkuðum. Tilskipun um fjárfestingarþjónustu frá 1993 markaði tímamót í samræmingu reglna um fjárfestingarþjónustu.²⁷ Þar eru settar samræmdar lágmarksskröfur um forsendur starfsleyfis sem veitir aðgang að mörkuðum í öðrum aðildarríkjunum og framkvæmd starfsemi á þessu sviði. Tilskipun um eiginfjárhlutfall frá 1993 kveður á um samræmdar eiginfjárkröfur gagnvart lánastofnunum og verðbréfafyrirtækjum.²⁸ Þá var á árinu 1993 sett tilskipun um bótakerfi fyrir fjárfesta.²⁹

20. Mál 33/74, *Van Binsbergen v Bestuur van de Bedrijfsvereniging voor de Metaalnijverheid* [1974] ECR 1299, mál C-55/94, *Gebhard v Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano* [1995] ECR I-4165, og mál C-384/93, *Alpine Investments v Minister van Financiën* [1995] ECR I-1141.

21. European Commission, *Completing the Internal Market*, COM (85)310.

22. Tilskipun ráðsins 85/611/EBE frá 20. desember 1985 um samræmingu á lögum og stjórnislyfyrirmælum um fyrirtæki um sameiginlega fjárfestingu í framseljanlegum verðbréfum (Stjtið. EB nr. L 375, 31.12.1985, bls. 3).

23. Tilskipun ráðsins 88/361/EBE frá 24. júní 1988 um framkvæmd 67. greinar sáttmálans (Stjtið. EB nr. L 178, 8.7.1988, bls. 5).

24. Tilskipun ráðsins 88/627/EBE frá 12. desember 1988 um upplýsingar er birta skal þegar aflað er eða ráðstafað verulegum eignarhlut í félagi sem skráð er á verðbréfaþingi (Stjtið. EB nr. L 348, 17.12.1988, bls. 62).

25. Tilskipun ráðsins 89/298/EBE frá 17. apríl 1989 um samræmingu á kröfum við gerð, athugun og dreifingu á útboðslýsingu sem birta skal við almennt útboð framseljanlegra verðbréfa (Stjtið. EB nr. L 124, 5.5.1989, bls. 8).

26. Tilskipun ráðsins 89/592/EBE frá 13. nóvember 1989 um samræmingu á reglum um innherjaviðskipti (Stjtið. EB nr. L 334, 18.11.1989, bls. 30).

27. Tilskipun ráðsins 93/22/EBE frá 10. maí 1993 um fjárfestingarþjónustu á sviði verðbréfavíðskipta (Stjtið. EB nr. L 141, 11.6.1993, bls. 27).

28. Tilskipun ráðsins 93/6/EBE frá 15. mars 1993 um eiginfjárkröfur fjárfestingarfyrirtækja og lánastofnana (Stjtið. EB nr. L 141, 11.6.1993, bls. 1).

29. Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 97/9/EB frá 3. mars 1997 um bótakerfi fyrir fjárfesta (Stjtið. EB nr. L 84, 26.3.1997, bls. 22).

Um miðjan tíunda áratuginn höfðu þannig verið settar samræmdar reglur um nokkra helstu þætti verðbréfavíðskipta og starfsemi verðbréfamarkaða auk þess sem komið hafði verið á samstarfi eftirlitsaðila í aðildarríkjunum. Þótt mikilvægir þættir varðandi hegðun á markaði (e. market conduct) og viðskiptahætti (e. conduct of business) hefðu ekki verið samræmdir, hafði grunnur verið lagður að því að hægt væri að framfylgja reglunni um gagnkvæma viðurkenningu starfsheimilda á sviði verðbréfavíðskipta og verðbréfamarkaða.

Gagnkvæm viðurkenning sem leið til samræmingar

Með gagnkvæmri viðurkenningu á reglum í landsrétti aðildarríkjanna felst viðurkenning á því að ólíkar reglur þurfi ekki að hamla viðskiptum yfir landamæri. Með því er stuðlað að sveigjanleika, gagnkvæmu trausti og samkeppni í reglusetningu aðildarríkjanna. Slikt fyrirkomulag felur hins vegar í sér að nauðsynlegt er að tryggja lágmarksvernd almannahagsmuna með samræmdum varúðarreglum og samstarfi um eftirlit.

Gagnkvæmri viðurkenningu og lágmarkssamræmingu laga er ætlað að afnema með skilvirkum hætti laga- og markaðshindranir og koma á sameiginlegum markaði á sviði verðbréfavíðskipta innan EB. Reglum EB á þessu sviði er ætlað að mynda heildstætt regluverk sem útfæri og styðji við reglur einstakra aðildarríkja. Þetta byggist á þeim forsendum að reglur er varða almannahagsmuni hafi verið samræmdar og að vilji sé til þess hjá aðildarríkjunum að framfylgja að öllu leyti meginreglunni um gagnkvæma viðurkenningu.

Í framkvæmd hefur meginreglan um gagnkvæma viðurkenningu gegnt þýðingarmiklu hlutverki í opnun verðbréfamarkaða aðildarríkjanna fyrir viðskiptum yfir landamæri. Regluverk EB á þessu sviði hefur hins vegar ekki virkað sem skyldi við hlið ólíkra reglna og markaða í aðildarríkjunum. Þessi reglukerfi vinna oft saman á flókinn og ósamstæðan máta. Ekki hefur tekist að koma í veg fyrir að reglur aðildarríkjanna orki hamlandi á myndun sameiginlegs verðbréfamarkaðar.

Ólíkar lagahefðir og markaðsvenjur í aðildarríkjunum hafa leitt til þess að örðugt hefur reynst að skilgreina með nákvæmum og tæmandi hætti efni þeirra reglna er varða almannahagsmuni sem þörf er á að samræma fyrir verðbréfamarkaði í aðildarríkjunum.

Því hefur reynst erfitt að ákvarða hvort, hvernig og að hve miklu leyti eigi að samræma slíkar reglur. Skort hefur á samræmingu mikilvægra atriða er varða hegðun á verðbréfamarkaði, framkvæmd verðbréfavíðskipta, upplýsingagjöf og markaðsmisnotkun.³⁰ Aðildarríkin hafa þannig getað sett og framfylgt takmarkandi reglum er varða almannahagsmuni sem ekki hefur verið kveðið á um með samræmdum hætti í EB-rétti. Þá hefur innleiðing og framkvæmd aðildarríkjanna á samræmdum reglum verið mismunandi. Við val á tegund löggjafar hefur einkum verið notast við tilskipanir en þær veita aðildarríkjunum rétt til að velja form og aðferð við innleiðingu í landsrétt. Ófullkomin og ósamræmd innleiðing tilskipana hefur dregið úr virkni þeirra til að þróa innri markaðinn.³¹ Skort hefur á að umfang lagasamræmingar í verðbréfarétti hafi stutt nægjanlega við framkvæmd meginreglunnar um gagnkvæma viðurkenningu.

Samfara þessum erfiðleikum hafa ný úrlausnarefni skapast fyrir verðbréfamarkaði og verðbréfarétt. Þar má einkum nefna fullt frelsi í fjármagnsflutningum, sameiginlega mynt og peningastefnu, breytt fjárfestingarmynstur, tækniþróun, aukna samkeppni og endurskipulagningu á markaði. Þessar breytingar hafa stuðlað að samþættingu verðbréfamarkaða og viðskiptahátta í Evrópu. Reglur EB-réttar hafa hins vegar ekki fengist nægjanlega við þau úrlausnarefni sem breytingarnar hafa haft í för með sér og því ekki nýtt þau tækifæri til samþættingar sem þær hafa skapað.

Aðgerðaáætlun á sviði fjármálaþjónustu (FSAP)

Á síðari hluta tíunda áratugarins urðu verðbréfamarkaðir mikilvægt viðfangsefni í stefnumótun EB um innri markaðinn. Litið var á þróun sameiginlegs markaðar fyrir verðbréfavíðskipti sem lykilatriði í því að þróa innri markaðinn, efla árangur af myntbandalaginu og stuðla að hagvexti og atvinnu.

Málefni verðbréfamarkaða voru tekin fyrir á fundi evrópska ráðsins (e. European Council) í Cardiff 1998. Að ósk ráðsins gaf framkvæmdastjórnin síðar á því ári út umræðuskjal þar sem fjallað var um þörf fyrir aðgerðir á sviði fjármálaþjónustu.³² Þar

30. Avgouleas, bls. 73-77.

31. Moloney, bls. 11-16.

32. European Commission, *Financial Services: Building a Framework for Action*, COM(1998)625.

viðurkenndi framkvæmdastjórnin að verulega skorti á að samræmi hefði náðst í starfsemi verðbréfamarkaða í aðildarríkjunum. Bent var á nauðsyn þess að grípa til aðgerða á ýmsum sviðum til að efla samræmingu í starfsemi verðbréfamarkaða, m.a. endurskoðun á löggjafarferlinu til að bregðast betur við markaðspróun og nýjum úrlausnarefnum, endurbætur á heildsölumarkaði fyrir fjármálaþjónustu, þróun innri smásölumarkaðar fyrir fjármálaþjónustu og endurskoðun á fyrirkomulagi eftirlits og samstarfi um eftirlit. Þá var bent á ýmis almenn úrræði í þessum efnum, t.d. samræmingu skattareglna, samstarf um þróun á innviðum fjármálakerfa og skilvirkari beitingu samkeppnisreglna og reglna um ríkisaðstoð.

Í maí 1999 gaf framkvæmdastjórnin síðan út aðgerðaáætlun á sviði fjármálaþjónustu (e. Implementing the Financial Services Action Plan, FSAP) þar sem þessar tillögur voru útfærðar.³³ Þar var viðurkennt að lagasamræming hefði verið ófullkomin, tafið þróun sameiginlegs markaðar fyrir verðbréfavíðskipti og ekki brugðist við nýjum úrlausnarefnum sem markaðspróun hefði leitt af sér. Sett var fram áætlun um aðgerðir í 42 liðum sem ætlað var að efla verulega reglur í EB-rétti á sviði fjármálaþjónustu, verðbréfamarkaðar og verðbréfavíðskipta.

Í aðgerðaáætluninni var lagt til að tilskipun um fjárfestingarþjónustu yrði endurskoðuð með það að markmiði að skýra fyrirkomulag ákvæða um víðskiptahætti og ryðja úr vegi hindrunum á markaðsaðgangi fyrir miðlara.³⁴ Lögð var til endurskoðun á reglum um birtingu upplýsinga til að auka gegnsæi, endurskoðun á reglum um útboðslýsingu til að auðvelda fjármögnun yfir landamæri, breyting á reglum um sameiginlega fjárfestingu í framseljanlegum verðbréfum og setning nýrra reglna um yfirtökur. Jafnframt var lagt til að settar yrðu nýjar tilskipanir eða reglugerðir um m.a. innherjavíðskipti og markaðsmisnotkun, Evrópufélög, fjárhagslegar tryggingarráðstafanir, markaðssetningu fjármálaþjónustu, nýjar eiginfjárkröfur, eftirlit með fjármálasamsteypum, fjármagnstekjuskatt, beitingu alþjóðlegra reikningsskilastaðla og gangverðsreikningsskil.

33. European Commission, *Implementing the Financial Services Action Plan*, COM(1999)232.

34. Ilmonen, bls. 136-138.

Á fundi evrópska ráðsins í Lissabon árið 2000 var lögð áhersla á þróun sameiginlegs markaðar fyrir fjármálaþjónustu og verðbréfavíðskipti. Mikilvægi verðbréfamarkaða fyrir aukningu hagvaxtar og atvinnu var viðurkennt og talið nauðsynlegt að auka samræmingu, skilvirkni og stöðugleika verðbréfamarkaða. Stefnt var að því að aðgerðaáætluninni yrði lokið árið 2005.

Lamfalussy-ákvörðunarferlið

Árið 2000 setti ráð ESB (e. Council of the European Union) á fót nefnd sérfræðinga til að meta skilvirkni í lagasetningu á verðbréfasviði. Nefndin skilaði skýrslu (Lamfalussy-skýrslunni) árið 2001.³⁵ Í skýrslunni var gagnrýnt hversu seint og illa hefðbundin lagasetning hefði brugðist við framþróun og breytingum á verðbréfamörkuðum. Hvatt var til breytinga á undirbúningi og setningu reglna til að auka einsleitni og samræmi í starfsemi verðbréfamarkaða, bæta samkeppnishæfni fjármálaþjónustar og fjármagnsmarkaða og til að stuðla að auknum hagvexti og atvinnu. Lagt var til að ferli við setningu og framkvæmd reglna yrði greint í fjögur stig (e. levels). Á fyrsta stigi yrðu settar tilskipanir og reglugerðir í samræmi við ákvæði Rómarsamningsins. Á síðari stigum yrði síðan unnið að nánari útfærslu, samræmingu og eftirliti.

Aukið næmi fyrir markaðspróun, skemmri tími við útfærslu tæknilegra reglna og nánara samráð við markaðsaðila myndi hafa veruleg áhrif á EB-reglur á verðbréfasviði. Til að ná fram aukinni einsleitni og samræmingu yrði megináherslan ekki lengur lögð á gagnkvæma viðurkenningu heldur á virkt inngríp inn í reglur og framkvæmd aðildarríkjanna á þessu sviði.

Á fundi evrópska ráðsins í Stokkhólmi 2001 var Lamfalussy-skýrslan samþykkt. Evrópuþingið lýsti í upphafi yfir efasemdum um að tillögurnar tryggðu nægjanlega gegnsæi og samráð stofnana EB. Þingið féllst þó á tillögurnar árið 2002.

Lamfalussy-ferlið á verðbréfasviði er með eftirfarandi hætti:

- Á 1. stigi eru settar tilskipanir eða reglugerðir sem kveða á um undirstöðuatriði í löggjöfnni. Framkvæmdastjórnin leggur fram tillögu að slíkri gerð eftir viðtækt samráð við hagsmunaaðila. Tillagan

35. Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities, *The Regulation of European Securities Markets*, febrúar 2001.

fer síðan til afgreiðslu hjá ráðinu og Evrópuþinginu í samræmi við sameiginlegu meðferðina (e. codecision procedure). Jafnframt taka ráðið og Evrópuþingið til afgreiðslu tillögu framkvæmdastjórnarinnar um það hvernig og að hve miklu leyti skuli útfæra efni gerðarinnar í tæknilegum reglum á næsta stigi.

- Á 2. stigi setur framkvæmdastjórnin tæknilegar reglur sem útfæra lagareglur á 1. stigi til samræmis við þróun verðbréfamarkaða. Evrópska verðbréfa-nefndin (e. European Securities Committee) er framkvæmdastjórninni til ráðgjafar á þessu stigi.
- Á 3. stigi vinnur samstarfsnefnd verðbréfaeftirlita (e. Committee of European Securities Regulators, CESR) að því að efla samræmda framkvæmd í aðildarríkjunum á þeim reglum sem settar hafa verið á 1. og 2. stigi.
- Á 4. stigi vinnur framkvæmdastjórnin að því að tryggja að aðildarríkin framfylgi EB-reglum á verðbréfasviði.

Innleiðing nýrra reglna

Í nóvember 2002 var gefin út skýrsla sem unnin hafði verið að beiðni framkvæmdastjórnarinnar um efnahagsleg áhrif af samþættingu fjármálamarkaða í ESB.³⁶ Í skýrslunni var fjallað um það hvernig virkir og hagkvæmir fjármálamarkaðir geta stuðlað að auknum hagvexti og atvinnu með því að auðvelda fjármögnun fyrirtækja á markaði í stað hefðbundinnar fjármögnunar banka. Talið var að samþætting fjármálamarkaða innan ESB hefði í för með sér verulegan ávinning fyrir fjárfesta, fyrirtæki og neytendur. Því var spáð að hagvöxtur myndi af þessum sökum aukast um 1,1% á tíu ára tímabili og atvinna um 0,5%. Fyrirtæki gætu nýtt sér ódýrari fjármögnun á einsleitum hlutabréfamarkaði og lækk- að fjármagnskostnað um 0,5%. Í kjölfarið myndi fjármögnunarkostnaður á skuldabréfamarkaði minnka um 0,4%. Í skýrslunni var hvatt til þess að aðgerða-áætluninni (FSAP) yrði lokið á árinu 2005 og lögð áhersla á mikilvægi þess að setja nýjar reglur um fjárfestingarstarfsemi, útboðslýsingar og lífeyrissjóði.

Framkvæmdastjórnin fylgist með framgangi aðgerðaáætlunarinnar og hefur gefið út áfangaskýrsl-

ur af því tilefni. Niunda áfangaskýrslan var gefin út í nóvember 2003.³⁷ Í henni er talið að áætlunin hafi verið meginforsenda fyrir þróun fjármagnsmarkaða í Evrópu og stuðlað að aukinni fjárfestingu, varanlegum hagvexti og aukinni atvinnu. Staðið hafi verið við tímaáætlun um setningu nýrra lagareglna og lokið vinnu við 36 af þeim 42 gerðum sem upphaflega voru lagðar til.³⁸ Í skýrslunni kemur fram það mat framkvæmdastjórnarinnar að nú væri farið að sjá fram á lok aðgerðaáætlunarinnar. Þar með yrði megináhersla lögð á samræmda innleiðingu nýju reglnanna í landsrétt aðildarríkjanna.

Framkvæmdastjórnin upplýsti jafnframt í skýrslunni að þegar vinnu við aðgerðaáætlunina yrði lokið myndi hún ýta úr vör ítarlegri og gegnsæri úttekt á stöðu mála er varða samþættingu fjármálaþjónustu og fjármálamarkaða í Evrópu. Tilgangur úttektarinnar væri að öðlast skilning á því hvar og hversu mikið skorti á í löggjöf, eftirliti, stjórnsýslu og stefnumótun til þess að þróa megi sameiginlegan markað á sviði fjármálaþjónustu. Úttektin yrði mikilvægt innlegg í stefnumótun í þessum efnunum. Ekki væri þó stefnt að því að leggja drög að nýrri áætlun um lagasetningu. Hins vegar mætti ekki útiloka að nauðsynlegt reyndist að ráðast í einhverjar lagabreytingar. Sérfræðingahópar yrðu skipaðir á sviðum bankastarfsemi, váttryggingastarfsemi, verðbréfavíðskipta og eignastýringar. Markmið hópanna yrði að greina hindranir í vegi skilvirkrar samþættingar fjármálamarkaða og leggja mat á hvaða markaðsbrestir leiði af sér mestan fórnarkostnað.³⁹ Gert er ráð fyrir að vinna hópanna verði lögð til grundvallar ráðstefnu háttsettra fulltrúa aðildarríkjanna um mitt ár 2004.

Næstu skref

Þörf á frekari samþættingu

Nýjum reglum sem settar verða á grundvelli aðgerðaáætlunarinnar er ætlað að leiða til umfangsmikilla breytinga á verðbréfarétti aðildarríkjanna og afnema margar þær hindranir sem staðið hafa í vegi samþættingar markaða á sviði verðbréfavíðskipta.

37. European Commission, *Financial Services: The FSAP enters the Home Straight, Ninth Report*, nóvember 2003.

38. Bls. 1-2.

39. Bls. 10-12.

36. London Economics, *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, nóvember 2002.

Því er mikilvægt að tryggja samræmda innleiðingu og skilvirka beitingu þeirra. Það væri hins vegar mikil einföldun að ætla að með nýju reglunum muni takast að koma á fullkomlega sameiginlegum markaði á þessu sviði. Á meðan verðbréfaréttur og framkvæmd eftirlits í aðildarríkjunum er mismunandi má gera ráð fyrir að það leiði til ósamræmis og lagahindrana. Því verður nauðsynlegt að endurmeta þörf á setningu nýrra reglna.

Hér er í raun um áframhaldandi þróun að ræða. Nauðsynlegt verður að grípa til frekari aðgerða til að ná fram auknu samræmi í reglum og eftirliti í aðildarríkjunum. Þetta mun auka enn frekar á samþættingu verðbréfamarkaða og gæti að lokum leitt til myndunar raunverulegs sameiginlegs markaðar fyrir verðbréfa viðskipti.

Spurning um hversu langt skuli ganga í þessari þróun og hversu langan tíma hún eigi að taka er í raun pólitísk í eðli sínu. Þróunin skiptir miklu máli fyrir samrunaferlið í Evrópu, einkum í efnahagslegu tilliti. Þá er hún viðkvæm þar sem hún varðar framsal fullveldis aðildarríkjanna til stofnana EB á þessu sviði. Ekki er t.d. ljóst að hve miklu leyti lagasetning verði færð frá aðildarríkjunum til stofnana EB og hvort verðbréfaeftirlit verði fært til sérstakrar eftirlitsstofnunar á vegum EB.

Þótt þörf verði á setningu frekari EB-reglna til að auka samþættingu verðbréfamarkaða er ljóst að nauðsynlegt er að líta jafnframt til annarra leiða en reglusetningar til að ná því markmiði. Hér á eftir verður fjallað um nokkur atriði sem huga þarf að í þeim efnum.

Lagasetningarheimildir

Ólíkar reglur og venjur um hegðun á markaði og viðskiptahætti setja mark sitt á verðbréfamarkaði í aðildarríkjunum og aðgreina þá hvern frá öðrum. Í mörgum þessara tilvika hefur lagasamræming verið takmörkuð. Til að auka samþættingu verðbréfamarkaða er nauðsynlegt að leiðrétta slíkt ósamræmi. Það er hins vegar álitamál hvernig heppilegast sé að ná því markmiði. Meðal valkosta er að aðildarríkin auki samstarf um eftirlit og setningu reglna í landsrétti. Vera má að slíkt samstarf dugi þó ekki til þannig að krafa verði gerð um að stofnanir EB verði virkari í að setja samræmdar reglur. Í því samhengi er þó vert að hafa í huga að þótt meginreglan um nálægð (e. principle of subsidiarity) sem kveðið er á um í 5.

gr. Rómarsamningsins sé almennt ekki talin standa í vegi samræmingar í verðbréfarétti aðildarríkjanna gæti hún verið til þess fallin að draga úr vilja stofnana EB til að setja ítarlegar reglur sem grípa með virkum hætti inn í venjur og framkvæmd verðbréfa viðskipta innan aðildarríkjanna.

Almennt er viðurkennt að samþætting verðbréfamarkaða sé hagkvæm í efnahagslegu tilliti. Hún er talin leiða til stækkunar markaða, aukins frelsis til að veita og nýta þjónustu yfir landamæri og betri nýtingar fjármagns og annarra framleiðsluþátta. Skilvirkur verðbréfamarkaður einkennist hins vegar af fleiri þáttum en stærð og aðgengi. Stöðugleiki, öryggi og hagkvæmni eru afar mikilvægar forsendur fyrir starfsemi verðbréfamarkaða. Því má ekki einblína á afnám lagalegra hindrana fyrir aðgengi frá öðrum markaðssvæðum. Gera verður þá kröfu að verðbréfamarkaðir starfi á heildstæðan, öruggan og skilvirkan máta.⁴⁰ Það er því forsenda samþættingar verðbréfamarkaða að tryggja að reglur og framkvæmd stuðli í nægjanlegum mæli að stöðugleika, öryggi og skilvirkni markaðsheildarinnar. Til þess að svo megi verða þarf samræming á reglum viðkomandi markaða að taka til mun fleiri atriða en afnáms hindrana á markaðsaðgengi yfir landamæri.

Hér verður hins vegar að hafa í huga að þótt dómstóll EB hafi almennt haft tilhneigingu til að viðurkenna hæfi og heimildir stofnana EB til að setja reglur í flóknum efnahagslegum úrlausnarefnum⁴¹ taldi dómstóllinn í svonefndu tóbaksauglýsingamáli⁴² að lagasetningarheimildir í Rómarsamningnum veiti ekki almenna og opna heimild til að setja reglur um starfsemi innri markaðarins. Þessi afstaða dómstólsins gæti að einhverju leyti dregið úr því að settar verði reglur sem ætlað er að útfæra samræmda viðskiptahætti í tengslum við framkvæmd sameiginlegs verðbréfamarkaðar.

Í tilvikum þar sem þörf er á aukinni samræmingu reglna, en lagasetningarheimildir eru ekki nægjanlegar eða heppilegar, þarf að treysta á og efla samvinnu yfirvalda í aðildarríkjunum, einkum verðbréfaeftirlita, til að ná fram nauðsynlegu samræmi í reglum í

40. Ferrarini, bls. 590-597.

41. Mál C-233/94, *Germany v European Parliament and Council* [1997] ECR I-2405.

42. Mál C-376/98, *Germany v European Parliament and Council* [2000] ECR I-8419.

landsrétti og framkvæmd. Lamfalussy-aðferðin við setningu reglna og ný skipan verðbréfanefnda á EB-vettvangi marka fyrstu skrefin í þessa átt.⁴³

Samkeppni í lagasetningu

Þegar höfð er í huga þróun EB-reglna á sviði verðbréfavíðskipta er vert að hugleiða hvort samkeppni í lagasetningu (e. regulatory competition) geti verið æskileg viðbót við hefðbundnar lagasetningar-aðferðir í EB-rétti. Í þeim efnum ber að hafa í huga tilvist meginreglunnar um nálægð og takmarkanir á lagasetningarheimildum fyrir innri markaðinn.

Í tengslum við meginregluna um gagnkvæma viðurkenningu hefur verið litið svo á að aðildarríkin geti lagað reglur sínar að þörfum markaðsaðila til að efla áhuga þeirra á að stunda viðskipti á markaði í viðkomandi ríki. Litið hefur verið fremur jákvæðum augum á slíka samkeppni enda talið að hún færi áherslu í lagasetningu frá EB til aðildarríkjanna, auðveldi markaðsaðgengi yfir landamæri og stuðli að skilvirkni.

Samkeppni í lagasetningu getur myndað þrýsting á löggjafa og stjórnvöld í aðildarríkjunum til að laga lög og reglur í viðkomandi ríki að kröfum og þörfum markaðsaðila. Hún auðveldar markaðsaðilum að velja þann markað sem samræmist best þeim kröfum sem þeir gera, t.d. varðandi kostnað og upplýsingar, (e. regulatory arbitrage). Hún gerir lánastofnunum, verðbréfafyrirtækjum og öðrum þjónustufyrirtækjum jafnframt mögulegt að staðsetja höfuðstöðvar sínar í því ríki þar sem regluverk og eftirlit fellur best að þeirri þjónustu sem þau bjóða.

Í ljósi þess að áhersla hefur verið lögð á aukna samræmingu reglna aðildarríkjanna á undanförunum árum má hins vegar draga í efa að þetta viðhorf til samkeppni í lagasetningu eigi við með sama hætti og áður. Samkeppni í lagasetningu getur aukið á ósamræmi í reglum og viðskiptaháttum á mörkuðum í aðildarríkjunum. Þá ber að hafa í huga að þótt gera megí ráð fyrir að bæði fjárfestar og markaðsaðilar kjósi að jafnvægi ríki milli öryggis og skilvirkni, get-

ur slík samkeppni leitt til þess að aðildarríkin keppist við að ná forskoti í að setja slakar reglur er varðar öryggi og kerfisáhættu í verðbréfavíðskiptum (e. regulatory race to the bottom). Þá getur ósamræmi í reglum og viðskiptaháttum aukið hættu á að brestir eða áföll á tilteknum verðbréfamarkaði hafi óæskileg áhrif á markaði, fjármálakerfi og fjármálastöðugleika annarra ríkja.

Alþjóðleg þróun

Á undanförunum árum hafa tengsl og samræmi aukist milli helstu verðbréfamarkaða heimsins. Verðbréfamarkaðir í Evrópu hafa í auknum mæli tengst öðrum mörkuðum, t.d. í Bandaríkjunum. Almenn er litið á þessa þróun jákvæðum augum enda veitir hún fyrirtækjum og fjárfestum möguleika á aðgangi að erlendum mörkuðum frá heimaríki sínu. Verðbréfamarkaðir í Evrópu eru í auknum mæli háðir samanburði og samkeppni við erlenda markaði. Þetta kallar á að lagasetning í Evrópu á þessu sviði takist á við ný úrlausnarefni sem eru samfara alþjóðavæðingu verðbréfamarkaða og styðji við hagkvæmni, orðspor og samkeppnishæfni verðbréfamarkaða í Evrópu.⁴⁴

Mikilvægt starf hefur átt sér stað á alþjóðavettvangi um þróun staðla og viðmiða um bestu framkvæmd (e. best practices) sem ætlað er að efla stöðugleika, öryggi og hagkvæmni í starfsemi verðbréfamarkaða í alþjóðlegu samhengi. Það eru einkum Alþjóðasamtök verðbréfaeftirlita (e. International Organisation of Securities Commissions, IOSCO), Basel-nefndin um bankaeftirlit (e. Basel Committee on Banking Supervision) og Alþjóðareikningsskilarráðið (e. International Accounting Standards Board) sem hafa verið leiðandi í þessu starfi. Líklegt er að slíkar alþjóðlega viðurkenndar meginreglur verði teknar með einum eða öðrum hætti inn í reglur og framkvæmd í Evrópu.

Það er því nauðsynlegt að þeir sem móta reglur í Evrópu á þessu sviði eigi náð samstarf við alþjóðleg samtök um að stuðla að einsleitni í reglum og framkvæmd en einnig til að treysta skilvirkni og öryggi markaða í alþjóðlegu samhengi. Alþjóðleg þróun mun því væntanlega hafa áhrif á mótun EB-reglna á sviði verðbréfaréttar í æ ríkari mæli.

43. Sjá Commission Decision 2001/527/EC of 6 June 2001 establishing the Committee of European Securities Regulators [2001] OJ L191/43, as amended by Commission Decision 2004/7/EC of 5 November 2003 [2004] OJ L3/32, og Commission Decision 2001/528/EC of 6 June 2001 establishing the European Securities Committee [2001] OJ L191/45, as amended by Commission Decision 2004/8/EC of 5 November 2003 [2004] OJ L3/33.

44. Avgouleas, bls. 81-83.

Endurskipulagning á markaði

Lagasamræming á vettvangi EB, samþætting fjármálamarkaða og sameiginlegur gjaldmiðill hafa auðveldað lánastofnunum og verðbréfafyrirtækjum í Evrópu að víkka starfsemi sína út fyrir landamæri heimarikisins. Samrunaþróunin hefur þannig skapað markaðsaðilum viðskiptatækifæri á stærri markaði. Þeir hafa því jafnan stutt samræmingu reglna og eftirlits á sviði verðbréfavíðskipta.

Samruni fjármálafyrirtækja, myndun fjármálasamsteyrna og möguleikinn á stofnun Evrópufélags (Societas Europaea, SE) ýta undir þörf á aukinni samræmingu reglna og eftirlits á sviði verðbréfavíðskipta. Yfirvöld og stofnanir, bæði í aðildarríkjunum og á EB-vettvangi, sem eru ábyrgar fyrir setningu reglna þurfa að bregðast við nýjum álitamálum sem þróun og formbreytingar á markaði hafa í för með sér. Mikilvægt er að þau tryggi eðlilega fjárfestavernd, efla samkeppni og treysti fjármálastöðugleika. Þau þurfa jafnframt að styðja við markaðssamruna með því að huga að þörfum og óskum markaðsaðila með tilliti til samkeppnisstöðu þeirra í alþjóðlegu samhengi.

Samþætting ólíkra verðbréfamarkaða aðildarríkjanna er háð því að hægt sé að koma á tengingu milli ólíkra víðskipta- og uppgjörskerfa. Samræming innviða verðbréfamarkaða stuðlar að samþættingu þeirra. Á undanförunum árum hefur samstarf hefðbundinna kauphalla og þróun samevrópskra og óhefðbundinna víðskiptakerfa (e. alternative trading systems) stuðlað að samþættingu verðbréfamarkaða í Evrópu.⁴⁵ Minni árangur hefur hins vegar náðst í samræmingu uppgjörskerfa. Þau eru enn afar ólík í einstökum aðildarríkjum. Verðbréfavíðskipti yfir landamæri eru því oft dýrari, tímafrekari og áhættusamari en víðskipti innan landamæra. Þetta óhagræði felur í sér verulega hindrun fyrir samruna verðbréfamarkaða. Því er mikilvægt verkefni að samræma gangverk ólíkra verðbréfauppgjörskerfa í Evrópu. Hér er að verulegu leyti um tæknilegt verkefni að ræða sem er best komið í höndum markaðsaðila.⁴⁶ Lagasetningar- og eftirlitsyfirvöld EB og aðildarríkjanna gegna hins vegar mikilvægu hlutverki í að takmarka áhættu í starfsemi slíkra kerfa og tryggja að þau starfi á eðlilegum samkeppnisforsendum.

45. Sjá t.d. Hirsch og Marquette, bls. 105-106.

46. Giovannini Group, bls. 39-40.

Lokaorð

Sameiginlegur markaður fyrir verðbréfavíðskipti er mikilvægur þáttur í starfsemi innri markaðarins og EES. Reglur í EB-rétti á verðbréfasviði eru hluti réttarreglna um innri markaðinn og hafa gegnt veigamiklu hlutverki í þróun hans. Reglurnar hafa verið teknar inn í EES-samninginn og gilda því með sambærilegum hætti fyrir EFTA-ríkin, sem eru aðilar að EES-samningnum, og aðildarríki ESB.

Meginmarkmið reglna í EB-rétti á verðbréfasviði er að stuðla að samþættingu verðbréfamarkaða aðildarríkjanna. Það hefur einkum verið gert með gagnkvæmri viðurkenningu á reglum aðildarríkjanna og með lágmarkssamræmingu reglna er varða almanna-hagsmuni. Þótt verulegur árangur hafi náðst í þessum efnunum er enn að finna verulegar hindranir í landsrétti og framkvæmd aðildarríkjanna sem hefta þróun sameiginlegs verðbréfamarkaðar.

Í aðgerðaáætlun framkvæmdastjórnarinnar frá árinu 1999 var gerð grein fyrir veikleikum í regluverki EB á þessu sviði og lagt til að settar yrðu nýjar reglur til úrbóta. Þessar reglur munu afnema margar þær hindranir sem staðið hafa í vegi fyrir samþættingu verðbréfamarkaða. Hins vegar er líklegt að setja verði frekari reglur í þessu skyni þegar fram líður. Stuðla þarf að auknu samræmi í reglum aðildarríkjanna um hegðun á markaði og víðskiptahætti. Við mótun reglna verður að líta til aukinnar alþjóðavæðingar fjármálakerfa, verðbréfamarkaða og varúðarreglna og bregðast við nýjum úrlausnarefnum sem skapast vegna markaðsþróunar. Í því skyni er nauðsynlegt að efla samvinnu yfirvalda í aðildarríkjunum við setningu reglna og framkvæmd eftirlits. Þá kann að verða talið æskilegt að færa setningu reglna og framkvæmd eftirlits í auknum mæli til EB.

Í þessum efnunum er þó jafnframt nauðsynlegt að hafa í huga að samþætting verðbréfamarkaða hefur áhrif á hættuna á áföllum í starfsemi fjármálamarkaða og fjármálakerfa einstakra ríkja. Því er nauðsynlegt að taka afstöðu til frekari samþættingar verðbréfamarkaða út frá mati á áhrifum hennar á fjármálastöðugleika einstakra ríkja sem og fjármálastöðugleika alls markaðssvæðisins.

Heimildaskrá

- Avgouleas, E., 'The Harmonisation of Rules of Conduct in EU Financial Markets: Economic Analysis, Subsidiarity and Investor Protection' (2000) 6 *European Law Journal* 72.
- Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities, *The Regulation of European Securities Markets*, febrúar 2001.
- Edwards, V., *EC Company Law*, Oxford University Press, 1999.
- European Commission, *Completing the Internal Market*, COM(85)310.
- European Commission, *Financial Services: Building a Framework for Action*, COM(1998)625.
- European Commission, *Financial Services: The FSAP enters the Home Straight, Ninth Report*, nóvember 2003.
- European Commission, *Implementing the Financial Services Action Plan*, COM(1999)232.
- Ferrarini, G., 'The European Regulation of Stock Exchanges: New Perspectives' (1999) 36 *Common Market Law Review* 569.
- Giovannini Group, *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, apríl 2003.
- Group of Experts Appointed by the EEC Commission, *The Development of a European Capital Market* (1966).
- Hirsch, S., og Marquette, V., 'EURONEXT: The First Pan-European Exchange, An Overview from Creation to Completion' (2001) 3(3) *Journal of International Financial Markets* 105.
- Ilmonen, K.R., 'Changing the Investment Services Directive: Brokers-Dealers and Institutional Investors' (2002) *Company Lawyer* 135.
- London Economics, *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, nóvember 2002.
- Moloney, N., *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2002.
- Wouters, J., 'EC Harmonisation of National Rules Concerning Securities Offerings, Stock Exchange Listing and Investment Services: An Overview' (1993) 4 *European Business Law Review* 199.