

РЕГУЛИРОВАНИЕ И КОНТРОЛЬ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ КАК СРЕДСТВА ОГРАНИЧЕНИЯ СВОБОДЫ

© 2011 г. Арам Размикевич Авакян¹

Краткая аннотация: статья содержит анализ развития рынка ценных бумаг, законодательства Российской Федерации, затрагивает перспективы и пути развития российского рынка ценных бумаг, рассматривает концептуальные вопросы, связанные со степенью участия государства в функционировании рыночных отношений.

Annotation: the article presents the analysis of development of market of the securities and the legislation of the Russian Federation, concerns the perspectives and ways of development of Russian market of the securities, discloses conceptual questions, concerning participation of State in functioning market relations.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, регулирование, контроль, свобода.

Key words: securities market, regulation, control, freedom.

Рынок ценных бумаг, или фондовый рынок², являясь структурным элементом финансового рынка, призван решать такую фундаментальную задачу, как аккумуляция и перераспределение капитала. Финансовый кризис наглядно продемонстрировал неэффективность современной системы государственного регулирования и контроля рынка ценных бумаг, а также обнажил ее недостатки. Сегодня стала очевидной необходимость выработки концептуально иного подхода к регулированию и контролю рынка ценных бумаг, который позволил бы разграничивать отношения, предполагающие государственное участие, и отношения, которые, напротив, его исключают.

Актуальность указанной проблемы приобретает особое значение ввиду того, что финансовый кризис, по сути, возродил с новой силой спор о том, какой должна быть рыночная экономика: зависимой от государства или независимой от него. На современном этапе все с большей силой проявляется тенденция к усилению государственного контроля над рыночными силами и в целом государственного участия в рыночных отношениях. Данную тенденцию подтверждает Председатель Конституционного Суда РФ В.Д. Зорькин: «Время восхваления невмешательства государства в экономику похоронено кризисом»³.

Несмотря на всевозможные подходы к определению таких категорий, как «регулирование» и «контроль», по сути, речь всегда идет о вмешательстве и о воздействии государства на некий объект, коим в нашем случае является рынок ценных бумаг. Не углубляясь в специфику этих понятий, отметим, что именно в этом, возможно, довольно широком значении нами и будут впоследствии употребляться указанные категории. Не ставя целью подробное рассмотрение конкретных положений законодательства, относящихся к вопросам регулирования и контроля фондового рынка, проанализируем позицию, основанную на тезисе, согласно которому, как правило, государственное вмешательство есть суть ограничения свободы участников рынка ценных бумаг.

История развития права как фундаментального института государства и общества свидетельствует об утопичности идеи абсолютной свободы. «Функция права – управлять деятельностью человека, накладывая те или иные ограничения, и поэтому должно казаться парадоксом, что идея свободы может находить

свое выражение в праве»⁴. Тем не менее это так. Очевидно, что государственное воздействие неминуемо ведет к ограничению свободы рынка, в частности фондового: ограничение свободы действий составляет существо «государственного регулирования бизнеса»⁵. Понять этот кажущийся парадокс можно, если обратить внимание на следующее: в рамках механизма государственного воздействия свобода – это скорее возможность выбрать вариант поведения из предоставленных государством норм права. На первый взгляд это кажется вполне естественным, более того, даже эффективным. Однако кажущиеся естественность и эффективность теряют всякий смысл, когда речь заходит о рынке, который функционирует по своим законам. Данное утверждение вовсе не означает, что развитие рынка, в частности фондового, должно быть стихийным и полностью подвластным рыночным законам. Задача государства – определить основные правила, установить основные начала, наметить границу, за рамки которой оно не должно и не может выходить; во всем остальном необходимо положиться на рыночные законы.

В настоящее время, к сожалению, приходится констатировать, что государство с этой задачей не справляется в достаточной мере. В начале 2010 г. *The Wall Street Journal* и американский *The Heritage Foundation (Heritage)* совместно составили Индекс экономической свободы (*Index of Economic Freedom – IEF*). Данные организации с 1995 г. отслеживают уровень экономической свободы и ее влияние на развитие экономики по 10 основным показателям – от прав собственности до предпринимательства: оцениваются свобода бизнеса, свобода торговли, налоговая свобода, свобода от правительства, денежная свобода, свобода инвестиций, финансовая свобода, защита прав собственности, свобода от коррупции и свобода трудовых отношений. Согласно данным очередного, 16-го, ежегодного выпуска Индекса, уровень экономической свободы упал во всем мире. Нынешнее снижение – второе за всю историю Индекса. Основная причина, по мнению западных экспертов, состоит в том, что правительства некоторых государств предприняли ряд неудачных попыток справиться с последствиями рецессии. Россия относится к той группе стран, в которых экономических свобод стало меньше. Индекс России снизился на 0,5 пункта (до 50,3), и теперь она занимает 143-е место (IEF-2010 охватывает 183 страны мира), что отражает ухудшение шести из 10 показателей экономических свобод. Россия заняла 41-е место из 43 стран европейского региона⁶.

¹ Аспирант Московской государственной юридической академии им. О.Е. Кутафина (E-mail: kfrb@msal.ru; тел.: (499) 244-87-74).

² Несмотря на дискуссии по вопросу соотношения понятий «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок», для целей настоящей статьи данные понятия используются как синонимы.

³ Росс. газ. 2009. 10 апр.

⁴ Ллойд Д. Идея права. М., 2004. С. 157.

⁵ Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы. М., 2009. С. 268.

⁶ См.: <http://www.trust.ua/news/21218.html>

Реализуя финансовую государственную политику, необходимо учитывать, что ценная бумага, по сути, – некая фикция, инструмент, за которым скрываются вполне конкретные активы, денежные средства, обязательства, бизнес, а рынок ценных бумаг – не изолированная единица, а составной элемент финансовой системы. Как следствие этого очевидно, что государство способно оказывать воздействие на фондовый рынок не только путем именно его непосредственного регулирования и контроля. Государственное вмешательство в ту или иную сферу экономики, отличную от рынка ценных бумаг, способно оказать косвенное по характеру, но непосредственное по последствиям воздействие и на фондовый рынок. Более того, зачастую кажущийся на первый взгляд исключительно политическими те или иные государственные решения способны во многом определить перспективы развития как экономики в целом, так и фондового рынка, в частности.

Есть еще один важный и, пожалуй, концептуальный аспект, который имеет непосредственное значение для развития свободных отношений на рынке ценных бумаг. Стремительно развивающиеся общественные отношения неминуемо накладывают свой отпечаток на правовую систему любого государства. Параллельно с развитием рыночных отношений происходит расширение предмета финансово-правового регулирования. Как известно, общественные отношения, складывающиеся в процессе финансовой деятельности государства, составляют предмет правового регулирования отрасли финансового права. Профессор Е.М. Ашмарина выделяет два направления финансовой деятельности в России:

- 1) финансовая деятельность как организационная деятельность компетентных органов государства и муниципальных образований по созданию, распределению и использованию централизованных денежных фондов, непосредственно обеспечивающих бесперебойное функционирование государства и муниципальных образований;
- 2) финансовая деятельность как организационная деятельность компетентных органов государства и муниципальных образований по созданию оптимальных условий, побуждающих в нужном для государства направлении к образованию, распределению и использованию децентрализованных денежных фондов, способствующих обеспечению бесперебойного функционирования государства и муниципальных образований⁷.

В современных условиях финансовая деятельность государства выходит за пределы принадлежащих государству денежных фондов. Тем самым воздействие государственной финансовой деятельности распространяется на сферу частных капиталов; и именно исходя из этого аспекта, необходимость обеспечения свободного развития рынка ценных бумаг обретает особую ценность.

Таким образом, рынок ценных бумаг, являясь, бесспорно, категорией частноправовой, одновременно относится и к публичному праву, в частности к финансовому. Как следствие, определенные аспекты правового регулирования рынка ценных бумаг следует рассматривать в контексте расширения предмета финансового права. В связи с этим особого внимания заслуживает определение рынка ценных бумаг, предложенное Е.В. Покачаловой. Согласно ее позиции, “рынок ценных бумаг... – феномен, основанный на движении денежных средств как капитала, которое (движение) оформляется посредством использования гражданско-правовых конструкций (договоров, соглашений и т.п.), однако имеет общую публичную цель – финансовое оздоровление и эффективное функционирование рыночной экономики, осуществляемое в рамках и в строгом соответствии с

законодательством РФ посредством использования специально создаваемых денежных фондов (страховых, кредитных, резервных, бюджетных и т.п.) и выпуска ценных бумаг (государственных, муниципальных, корпоративных)”⁸. С нашей точки зрения, данное определение рынка ценных бумаг в достаточной мере отражает как его частноправовую, так и публично-правовую сущность. Тот факт, что рынок ценных бумаг, оставаясь институтом частного права, одновременно трансформировался в полноценный институт публичного права, означает, что его регулирование должно осуществляться, исходя из четко выработанной концепции, которая, по нашему глубокому убеждению, должна предполагать минимальную степень участия государства в качестве властно-политического образования. Публичная цель, на которую абсолютно справедливо указывает Е.В. Покачалова, не может быть реализована, если государство не предоставит фондовому рынку возможность развиваться свободно, по собственным рыночным законам: в функционировании рынка ценных бумаг государственное регулирование и контроль должны играть второстепенную роль, поскольку главную играют сами участники хозяйственного оборота. Однако государство должно сохранить за собой право устанавливать общие правила функционирования рынка ценных бумаг, не предполагающие возможность применения мощных экономических рычагов воздействия.

Иными словами, государство может и должно осуществлять финансово-правовое регулирование рынка ценных бумаг, но не должно при этом иметь возможность осуществлять финансовое регулирование и контроль рыночных механизмов. Полагаем, подобный сбалансированный подход к государственной политике в сфере рынка ценных бумаг применим (по меньшей мере) в рамках нормального, стабильного функционирования и развития финансового рынка. Несколько перефразируя Е.В. Зенькович, можно сказать, что эффективность мер регулирования и контроля рынка ценных бумаг должна проявляться в повышении качества государственного управления, оптимизации использования властных рычагов, выявлении и решении возникающих правовых проблем⁹.

Рынок ценных бумаг – это во многом игра и риск. По замечанию А. Гринспена, “именно готовность к принятию риска является тем мериллом, которое позволяет дифференцировать модели капитализма”¹⁰. Е.Г. Хоменко выделяет две основные модели индустриальной рыночной экономики: англосаксонскую и континентальную¹¹. «Инвесторов, воспитанных в англосаксонской традиции, или, как ее называют, традиции “протестантского капитализма”, отличает более отчетливая приверженность риску, больший экономический индивидуализм, меньшая подконтрольность государству...»¹². Континентальная модель, характеризующаяся высокой долей государственной собственности, является противоположностью англосаксонской. Несмотря на то что континентальной модели присущи все атрибуты рыночной экономики, тем не менее “степень централизации в принятии решений, роль в этом государства..., масштабы административного вмешательства и размеры государственной собственности выше, чем в англосаксонской модели”¹³. Безусловно, названные модели в первую очередь являются теоретическими конструкциями. Полагаем, в экономике любой страны рыночной формации присутствуют в той или иной степени элементы каждой из рассмотренных моделей,

⁷ См.: Ашмарина Е.М. Некоторые аспекты расширения предмета финансового права в РФ // Федеральные и региональные аспекты финансового права: “круглый стол”, посвященный 75-летию акад. Н.И. Химичевой (2 – 3 октября 2003 г.) Тезисы выступлений / Под ред. Е.В. Покачаловой. Саратов, 2004. С. 3.

⁸ Финансовое право. Учебник / Отв. ред. Н.И. Химичева (автор главы – Е.В. Покачалова). М., 2009. С. 743.

⁹ См.: Зенькович Е.В. Рынок ценных бумаг: административно-правовое регулирование / Под ред. Л.Л. Попова. М., 2008. С. 38.

¹⁰ Гринспен А. Указ. соч. С. 268.

¹¹ См.: Хоменко Е.Г. Правовые проблемы осуществления кредитными организациями профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Дисс. ... канд. юрид. наук. М., 2004. С. 16, 17.

¹² Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М., 2002. С. 200.

¹³ Там же. С. 220.

«ограничивающие или, наоборот, расширяющие ту роль, которую играет национальный рынок ценных бумаг в перераспределении денежных ресурсов и финансировании инвестиций»¹⁴.

Таким образом, вопрос сводится к следующему: элементы какой модели являются доминирующими в отдельно взятом государстве? Рыночная модель экономики, которая сформировалась в России, в большей мере вобрала в себя элементы континентальной модели¹⁵. Говоря о направлениях дальнейшего регулирования российского фондового рынка, а также о способствовании его свободному развитию, представляется приоритетной и эффективной позиция А.Б. Были, который считает необходимым отказаться от континентальной модели фондового рынка, взяв за основу англосаксонскую¹⁶.

Очевидно, что переход от одной модели к другой – это вопрос не месяца и даже не года. Такой переход должен осуществляться в соответствии с четко выработанной концепцией, планом. В декабре 2008 г. Распоряжением Правительства РФ № 2043-р была утверждена Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 г.¹⁷, цель которой – формирование конкурентоспособного самостоятельного финансового центра. В соответствии с рассматриваемым документом достижение поставленной цели обеспечивается реализацией следующих задач:

- 1) повышение емкости и прозрачности финансового рынка;
- 2) обеспечение эффективности рыночной инфраструктуры;
- 3) формирование благоприятного налогового климата для участников финансового рынка;
- 4) совершенствование правового регулирования на финансовом рынке.

В рамках решения задачи по повышению емкости и прозрачности российского финансового рынка предполагаются внедрение механизмов, обеспечивающих участие многочисленных розничных инвесторов на финансовом рынке и защиту их инвестиций; расширение спектра производных финансовых инструментов и укрепление нормативной правовой базы срочного рынка; создание возможности для секьюритизации широкого круга активов; повышение уровня информированности граждан о возможностях инвестирования сбережений на финансовом рынке.

Для того чтобы обеспечить эффективность инфраструктуры финансового рынка, необходимы унификация регулирования всех сегментов организованного финансового рынка; создание нормативно-правовых и организационных условий для возможности консолидации биржевой и расчетно-депозитарной инфраструктуры; создание четких правовых рамок осуществления клиринга обязательств, формирования и капитализации клиринговых организаций финансового рынка, а также функционирования института центрального контрагента; повышение уровня предоставления услуг по учету прав собственности на ценные бумаги и иные финансовые инструменты.

Существенную стимулирующую роль могут сыграть предусмотренные Стратегией меры по реформированию налоговых механизмов: совершенствование режима налогообложения услуг, предоставляемых участниками финансового рынка, а также операций с финансовыми инструментами, налогом на

добавленную стоимость; совершенствование режима налогообложения налогом на прибыль организаций, являющихся участниками финансового рынка; совершенствование налогообложения доходов физических лиц, получаемых от операций с финансовыми инструментами.

В целях реализации задачи по совершенствованию правового регулирования на финансовом рынке предусмотрены повышение эффективности регулирования финансового рынка путем развития системы пруденциального надзора в отношении участников финансового рынка, унификации принципов и стандартов деятельности участников финансового рынка, а также взаимодействия государственных органов с саморегулируемыми организациями; снижение административных барьеров и упрощение процедур государственной регистрации выпусков ценных бумаг; обеспечение эффективной системы раскрытия информации на финансовом рынке; развитие и совершенствование корпоративного управления; принятие действенных мер по предупреждению и пресечению недобросовестной деятельности на финансовом рынке.

Очевидно, что эффективность в реализации этих задач во многом будет зависеть от правильного понимания указанной выше цели. Определенное опасение вызывает тот факт, что наряду с этими задачами Стратегией в качестве еще одной предусмотрено повышение эффективности контрольно-надзорной деятельности Федеральной службы по финансовым рынкам. К сожалению, законодатель не сделал при этом никаких уточнений, а потому остается надеяться, что повышение эффективности контрольно-надзорной деятельности не будет на практике сведено к ее повсеместному усилению и вмешательству государства в функционирование рыночных механизмов. В настоящее время практически невозможно однозначно предсказать, будет ли реализация указанных целей фактически способствовать утверждению свободных рыночных отношений в сфере рынка ценных бумаг и в целом во всей финансовой системе, а главное, невозможно реально оценить, насколько рассматриваемая Стратегия развития финансового рынка России будет способствовать отходу от континентальной модели рынка ценных бумаг в пользу англосаксонской. Определяющее значение при ответе на эти вопросы будет иметь то, как и какими средствами данные цели будут реализовываться на практике.

Важным фактором эффективного развития рынка ценных бумаг является его гибкость, которая напрямую зависит от степени участия государства: чем выше степень такого участия, тем ниже гибкость и наоборот. Для обретения гибкости фондовый рынок нуждается в свободе: участники рынка должны обладать возможностью свободно перераспределять капитал в зависимости от конкретной рыночной ситуации. Эта задача в первую очередь должна быть реализована именно на законодательном и правоприменительном уровнях: законодательство должно предоставить участникам рынка ценных бумаг такую возможность и гарантировать ее реализацию. Отметим, что российским антимонопольным законодательством предусмотрен институт государственного контроля за экономической концентрацией¹⁸. Исходя из основных положений данного института, сделки, опосредующие хозяйственный оборот, можно разделить на две основные группы: (а) сделки, требующие предварительного согласования с Федеральной антимонопольной службой; (б) сделки, требующие последующего уведомления Федеральной антимонопольной службы. Безусловно, государственный контроль за экономической концентрацией распространяется не на все сделки, а лишь на те, которые подпадают под него по установленным критериям. Тем не менее указанные ограничения накладывают отпечаток на функционирование всего финан-

¹⁴ Там же. С. 195.

¹⁵ См.: там же. С. 319.

¹⁶ См.: Быля А.Б. Некоторые направления дальнейшего регулирования рынка ценных бумаг // Материалы Международной научно-практической конференции «Государство и право: вызовы XXI века» («Кутафинские чтения»). Тезисы докладов по кафедре финансового права и бухгалтерского учета. М., 2009. С. 59.

¹⁷ См.: Собрание законодательства РФ. 2009. № 3. Ст. 423.

¹⁸ См.: Федеральный закон «О защите конкуренции» от 26 июля 2006 г. // Собрание законодательства РФ. 2006. № 31 (Ч. 1). Ст. 3434.

сового рынка, в частности внебиржевого рынка ценных бумаг, в какой-то мере лишая его необходимой гибкости.

В свою очередь, говоря о финансовом контроле биржевого рынка ценных бумаг, необходимо упомянуть о возможности приостановки или прекращения торгов в случаях, установленных законодательством. При этом важно понимать, что под такими случаями законодатель, в частности, понимает снижение или повышение значений фондового индекса и (или) текущих цен акций¹⁹. Особо следует отметить, что в определенных случаях указанные приостановка или прекращение торгов являются императивными требованиями, адресованными к организатору торгов, который, таким образом, лишается возможности действовать, руководствуясь собственным усмотрением и интересами рынка. Безусловно, рассматриваемая форма контроля биржевого рынка ценных бумаг в первую очередь направлена на ограничение объема спекулятивных сделок с ними. Однако, исходя из логики законодателя, можно предположить, что любая сделка, приводящая к снижению или повышению указанных показателей, заведомо спекулятивна, что на самом деле не так. С нашей точки зрения, данное положение законодательства – пример осуществления финансового контроля над рыночными механизмами, что, естественно, не способствует развитию свободного рынка ценных бумаг.

Правовой аспект государственного регулирования и контроля заключается в том, что действующее законодательство предоставляет государству возможность выступать в отношениях, складывающихся на рынке ценных бумаг, не только в качестве паритетного участника гражданского оборота, но и властно-политической организации, поскольку предоставляет государству право принимать решения, а значит, наделяет его властью над фондовым рынком. Неправильным будет говорить о том, что государство должно полностью устраниваться с рынка ценных бумаг; многие действующие институты государственного регулирования и контроля не только необходимы, но и эффективны. Так, в частности, лицензирование на фондовом рынке в первую очередь направлено на защиту и обеспечение прав ее участников. При этом, на наш взгляд, рассматриваемый институт в полной мере раскрывает и подтверждает тезис, согласно которому регулирование и контроль – средства ограничения свободы. Однако необходимо отметить, что лицензирование – это скорее позитивное ограничение свободы, нежели негативное. По сути, рассматриваемый институт является определенным барьером для потенциальных профессиональных участников рынка ценных бумаг: государство законодательно устанавливает определенные требования, при условии соответствия которым соискатель лицензии превращается из потенциального в реального участника фондового рынка.

Таким образом, говорить о свободном доступе потенциальных профессиональных участников к рынку ценных бумаг можно лишь с учетом указанных ограничений. Более того, необходимо учитывать, что даже после получения лицензии государственный контроль не прекращается: компетентные органы осуществляют контрольные функции на предмет соблюдения и соответствия профессиональных участников рынка ценных бумаг лицензионным требованиям и условиям. В связи с этим представляется уместным упомянуть о позиции А. Гринспена, согласно которой доверие слову является одним из условий нормального функционирования рыночных отношений²⁰. По нашему мнению, особое значение данный фактор обретает именно в сфере рынка ценных бумаг. «В условиях верховенства закона у каждого есть право на судебное исполнение договоренностей, однако, если судебного решения потребует значительная часть заключенных договоров, судебная система захлеб-

нется, а общество не сможет следовать принципу верховенства закона... Главным и самым эффективным средством защиты от мошенничества и неплатежеспособности является контроль со стороны контрагентов. JP Morgan, например, тщательно анализирует баланс Merrill Lynch, прежде чем предоставить кредит, а не просит Комиссию по ценным бумагам и биржам подтвердить платежеспособность Merrill»²¹. Не согласиться с мнением А. Гринспена крайне затруднительно. Безусловно, репутация сама по себе не исключает необходимости лицензирования. Тем не менее она способна заметно сократить государственные расходы, связанные с постоянным контролем над профессиональными участниками фондового рынка на предмет соблюдения лицензионных требований и соответствия лицензионным условиям.

Возвращаясь к лицензированию, следует отметить позитивное изменение в российском законодательстве, регламентирующем данный институт. В соответствии с ранее действовавшей редакцией Федерального закона «О рынке ценных бумаг» (в ред. от 27 декабря 2005 г.)²² лицензирование профессиональной деятельности на фондовом рынке могло осуществляться федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг (Федеральная служба по финансовым рынкам России) или уполномоченным им органом на основании Генеральной лицензии. Таким образом, ранее действовавшее законодательство, по сути, допускало двоевластие, которое и было реализовано на практике: Генеральной лицензией на право лицензирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг располагал Центральный Банк РФ. Генеральная лицензия Центробанка истекла в июне 2000 г., а попытки Банка продлить действие лицензии оказались безуспешными. Действующее законодательство предусматривает монопольное право Федеральной службы по финансовым рынкам России на осуществление лицензирования профессиональной деятельности на фондовом рынке. Полагаем, данное изменение законодательного подхода является обоснованным, поскольку оно во многом обеспечивает установление единых требований к осуществлению профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, способствуя тем самым эффективному и свободному развитию инфраструктуры фондового рынка.

Фондовый рынок не может быть абсолютно независимым и свободным, а регулирование и контроль не могут не ограничивать свободу рыночных отношений, свободу участников рынка и самого рынка ценных бумаг в целом, но степень государственного вмешательства должна быть опосредована нормальным и эффективным развитием фондового рынка. Для достижения указанной цели, в частности, необходимо произвести законодательские мероприятия, с тем чтобы сделать нормативную базу в сфере фондового рынка максимально прозрачной, понятной и гибкой, с учетом реалий рыночных отношений. В чем-то описанный выше пример реформирования законодательства в сфере лицензирования способствует установлению и развитию свободного фондового рынка. Однако несмотря на все позитивные аспекты данного изменения, следует признать, что это лишь капля в море.

Таким образом, основная идея может быть сведена к следующему: государство должно постепенно ослаблять степень своего вмешательства в фондовый рынок, с тем чтобы позволить ему развиваться самостоятельно, а также проводить политику, способствующую привлечению массового инвестора. К сожалению, правовая наука и право в целом не способны обновать эффективность обозначенного тезиса, на это способны разве что экономические и финансовые силы. Тем не менее право, которое, безусловно, включает в себя как правовое регулирование, так и контроль, в полной мере может обеспечить и гарантировать такую политику государства.

¹⁹ См.: Приказ «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» от 9 октября 2007 г. // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. 2008. № 8.

²⁰ См.: Гринспен А. Указ. соч. С. 252, 253.

²¹ Там же. С. 253, 254.

²² См.: Собрание законодательства РФ. 1996. № 17. Ст. 1918.