

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

имени М. В. Ломоносова

ЮРИДИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ



БАКАЛАВРИАТ

Тема «Сравнительный анализ становления и развития биржевого
законодательства в странах континентальной и англосаксонской правовых
семей»

Выполнил студент 121 группы

Груздев Никита Алексеевич

Научный руководитель

к.ю.н, доцент

Лысенко Ольга Леоновна

Дата представления курсовой работы в учебный отдел:

«__»_____ 2022 г.

Дата сдачи научному руководителю: «__»_____ 2022 г.

Дата защиты курсовой работы: «__»_____ 2022г.

Оценка: _____

Москва

2022

Оглавление

Введение.....	стр.3-4
§ 1. История возникновения бирж в Западной Европе.....	стр.5-6
§ 2. Развитие биржевого законодательства в странах континентальной Европы.....	стр.7-13
§ 3. Развитие биржевого законодательства в англосаксонской правовой системе.....	стр.14-22
§ 4. Сходства и различия регулирования бирж в странах континентальной и англосаксонской правовых семей.....	стр.23-25
Заключение.....	стр.26
Библиографический список.....	стр.27-31

Введение

Активное развитие систем регулирования финансового рынка является следствием необходимости адаптировать нынешний комплекс нормативной базы к новым явлениям мировой и национальной экономики, к появлению новых финансовых институтов. В связи с этим все более объемным становится и биржевое законодательство – комплексный раздел предпринимательского права, сочетающий в себе нормы международного, гражданского, административного права.

Увеличение роли рынка ценных бумаг в обеспечении финансовой стабильности компаний и государств поднимает вопрос о возникновении и развитии таких инструментов как «биржа» и «ценные бумаги», который становится все более *актуальным*.

Институт биржи, его развитие и правовое регулирование в странах англосаксонской правовой семьи получили подробное *обозрение в работах* таких историков права как Дж. Гибсон, С. Бэннер и Р. Мичи. Среди трудов, посвященных европейским биржам, нужно выделить немецкого автора начала XX века Отто Штиллиха, а также современных российских ученых Р.С. Куракина и А.Е. Молотникова, занимающихся финансовым правом европейских стран в целом.

К сожалению, всеобъемлющие отечественные работы, посвященные становлению и развитию бирж и их регулированию, обнаружить сложно, за исключением кратких очерков. Большинство трудов посвящено именно современному состоянию законодательства. Также не представилось возможным найти труды, в которых бы проводилось сравнение рассматриваемых институтов в различных государствах. Именно этим и объясняется выбор темы курсовой работы.

Целью работы является выявление общих и различных черт в возникновении и правовом регулировании рассматриваемых институтов в странах континентальной и англосаксонской правовых семей.

Для достижения поставленной цели нами были выявлены нижеперечисленные *задачи*:

- определить исторические предпосылки возникновения бирж и, вместе с этим, их регулирования с помощью законодательства;
- исследовать эволюцию нормативно-правовой базы конкретных государств, касающейся биржевой деятельности;
- проанализировать взгляды юристов, в том числе современников, на тот или иной этап в истории биржевого законодательства;
- выявить характерные черты и институты в сфере правового регулирования бирж в отдельно взятой стране, а впоследствии, и в правовой семье;
- сопоставить и проанализировать различия в биржевом законодательстве и выявить сходные черты (при наличии).

Следует отметить, что наибольшее внимание в данной курсовой работе будет уделено именно фондовым биржам.

§ 1. История возникновения бирж в Западной Европе

Рынок ценных бумаг возник и начал развиваться в связи с двумя явлениями Нового времени: активным заимствованием денежных средств государствами у широкого круга лиц путем выпуска ценных бумаг и развитием корпоративной формы ведения бизнеса.

Появление в средневековой Европе различных видов ценных бумаг (векселей, долговых обязательств городов) привело к возникновению первых «вексельных бирж»¹ в средневековой Италии. В XIII в. появляется информация о вексельных курсах, устанавливаемых в различных городах². В 1262 г. Венеция в целях финансирования военных операций обязала своих наиболее состоятельных граждан приобрести процентные долговые обязательства города (*prestiti*). Однако недостаток объектов инвестирования и отсутствие четких правил функционирования рынка (их стихийный характер) тормозили его развитие в средневековой Италии. Современные исследователи отмечают³, что инвесторы тех времен предпочитали давать в долг напрямую или развивать собственный бизнес. Кроме того, привлекательность вложений в бумаги снизилась после того, как в конце XIV в. Венеция допустила задержку выплат по долговым обязательствам и снизила процентную ставку.

После Италии лидерство в сфере фондовых бирж перешло к Нидерландам. В начале XVI в. здесь активно начинают торговаться долговые обязательства европейских стран (Португалии, Испании, Англии и собственно Нидерландов⁴). К этому же периоду относится и появление первых фондовых бирж. Биржа Антверпена с 1531 г.⁵ становится финансовым центром Европы.

Несмотря на бурное развитие, в данный период не появляется упорядоченной системы регулирования отношений инвесторов. Агрессивная внешняя политика государств-эмитентов часто провоцировала отказ от

¹ Яснопольский Л.Н. Банковая энциклопедия Т.2: Биржа. История и современная организация фондовых бирж на Западе и в России. Биржевые сделки. Биржа и война. - Киев: Издание Банковой энциклопедии, 1916. - С. 60-61

² Homer S., Sylla R.E. A history of interest rates - New Brunswick, N.J.: Rutgers University Press, 1996. - P 93-94

³ Michie R.C. The global security market; a history - Oxford: Oxford University Press, 2008. - P. 21

⁴ Michie R.C. The global security market; a history P. 22

⁵ Яснопольский Л.Н. Банковая энциклопедия; Т.2 С. 68

исполнения обязательств⁶. Дефолт Испании и Франции в 1550-е годы привел к первому финансовому кризису в Европе, что также спровоцировало снижение стоимости других ценных бумаг и банкротство участников рынка.

Нидерландская буржуазная революция и последовавшая испанская оккупация Нидерландов привела к утрате Антверпеном статуса финансового центра Европы. Многие горожане переехали на север, в частности в Амстердам, который и стал новым центром торговли.

В конце стоит сказать, что катализатором бурного развития фондового рынка послужило начало свободного обращения ценных бумаг. Это свойство сейчас кажется само собой разумеющимся, но следует сказать, что первые инвесторы не могли перепродавать бумаги третьим лицам. Первой компанией, закрепившей этот принцип в уставе, была основанная в 1663 г. «Компания королевских предпринимателей, торгующих с Африкой»⁷.

Заимствование государствами денежных средств через корпоративные частные компании вело к росту числа инвесторов и котировок. Одновременно с этим происходит и постепенное становление законодательства о биржах и рынке ценных бумаг.

⁶ Яснопольский Л.Н. Банковая энциклопедия; Т.2 С. 67

⁷ Banner S.A, Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690–1860. - Cambridge: Cambridge University Press, 1998. P. 24

§ 2. Развитие биржевого законодательства в странах континентальной Европы

Биржевая торговля в Амстердаме приобрела совершенно иной характер. Именно здесь появились и закрепились новые разновидности инвестиционных инструментов и принципы фондовой торговли. Считаем нужным выделить следующие отличительные черты, присущие фондовому рынку *Нидерландов XVII в.*:

1. Публичное размещение и обращение акций

Фондовая биржа Амстердама неразрывно связана с крупнейшей акционерной компанией того времени - Голландской Ост-Индской компанией (VOC), основанной в 1602 г. Она отличалась от современников (Английской Ост-Индской компании, EIC) в первую очередь публичным размещением и свободным отчуждением своих ценных бумаг на всех биржах Нидерландов. Это удовлетворяло интересы всех сторон - акционеры продавали бумаги третьим лицам, а не требовали возврата средств от компании, а инвесторы получали высоколиквидный финансовый инструмент с высокой доходностью. Это привело к развитию вторичного рынка акций. Для сравнения, первоначально в бумаги VOC вложилось около 1800 инвесторов⁸, а в бумаги EIC всего лишь 218 человек⁹.

2. Выработка принципа трансграничности размещения ценных бумаг

В 1622 г. Амстердамская фондовая биржа разместила акции новой Вест-Индской компании, бумаги которой предлагались не только голландским инвесторам, но и зарубежным. Для стимулирования покупок даже был составлен проспект с перечислением выгод для приобретателей акций¹⁰.

3. Внедрение новых разновидностей сделок с ценными бумагами.

⁸ de Vries J., van der Woude A.M. The First Modern Economy: Success, Failure, and Perseverance of the Dutch Economy, 1500–1815. - Cambridge: Cambridge University Press, 1997. P. 385

⁹ Harris R. The Formation of the East India Company as a Cooperation-Enhancing Institution - Tel Aviv: Tel Aviv University Press, 2005. P. 13

¹⁰ Яснопольский Л.Н. Банковая энциклопедия; Т.2 С. 74.

На Амстердамской фондовой бирже совершались не только классические сделки купли-продажи, но и более сложные операции, применяемые и сегодня.

Об их характере в то время можно судить по книге Йозефа де Ла Веги «Путаница путаниц»¹¹ - широко использовались маржинальные сделки и короткие продажи, что открывало простор для манипуляций.

Власти страны, естественно, не одобряли такие способы ведения торговли, впрочем, как и современные регуляторы, так как данные механизмы способны легко обрушить фондовый рынок.

Суды Нидерландов отождествляли акции с недвижимым имуществом, что делало необходимым регистрацию перехода прав на акции¹². При этом судебные решения основывались на различных источниках. Согласно сборнику правовых советов XVII в. *Hollandsche Consultatiën* суды при разрешении дел, связанных с ценными бумагами, использовали комбинацию римского права, местных и зарубежных обычаев, ордонансов Габсбургов, итальянского и испанского торгового права¹³.

4. Первые попытки регулирования рынка со стороны государства

Власти Нидерландов XVII в. были насторожены все большим развитием торговли ценными бумагами. Но вместо усиления регуляции «правил игры», делали ставку на запрещения, усматривая в фондовом рынке «азартную игру»¹⁴.

Стоит выделить нормативные акты, затронувшие рынок ценных бумаг (анализ документов проведен на основе их описания в научных трудах, так как найти оригинальный текст не представляется возможным):

- Эдикт Морица Оранского от 27 февраля 1610 г.¹⁵

Был установлен запрет на сделки с акциями, не находившимися во владении у продавца на момент заключения договора (сделки *in blanco* или *windhandel*,

¹¹ Бродель Ф. Материальная цивилизация, экономика и капитализм, XV-XVIII вв. Т.2: игры обмена. - М.: Прогресс, 1988. С. 88

¹² Petram L. The world's first stock exchange: How the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602 - 1700. - N.Y.: Columbia University Press, 2014. P. 97

¹³ Petram L. The world's first stock exchange; P. 94

¹⁴ Garber P.M. Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias. - Cambridge: The MIT Press, 2001. P. 34

¹⁵ Stringham E.P. The Extralegal Development of Securities Trading in Seventeenth Century Amsterdam // Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 43, No. 2. - San Jose: 2003. P. 328

как и называют в Нидерландах). Фьючерсные сделки допускались лишь в случае, если продавец владел ими на момент заключения сделки или считался добросовестным («*bona fide owner*»). Был установлен предельный срок передачи акций по договорам купли-продажи - 1 месяц.

- Эдикт Морица Оранского от 1621 г.¹⁶

В связи с размещением акций новой Голландской Вест-Индской компании государство напоминало инвесторам о запрете в отношении некоторых видов сделок. Эдикт снова запрещал сделки с акциями, не находящимися во владении продавца. Но при этом впервые оговаривалось право покупателя в судебном порядке расторгнуть договор купли-продажи таких бумаг.

Однако принятые меры практически никак не отразились на деятельности инвесторов (об этом можно сделать вывод, обратив внимание на частоту принятия подобных актов - 1621, 1623, 1624, 1630, 1636 и 1677)¹⁷. Ограничения не отражали сложившуюся практику фондового рынка и вызывали непонимание со стороны его участников.

5. Организация судебной и внесудебной форм защиты прав инвесторов

Из-за отсутствия правового регулирования в первые годы существования Амстердамской биржи в суды подавалось много исков, касающихся оборота акций¹⁸. Но затем число процессов снизилось, что связано с опубликованием Высоким судом своих позиций по наиболее важным искам.

Из вышеупомянутых эдиктов следовало, что участники споров, возникавших из сделок *in blanco* (*windhandel*), не могли опираться на судебный порядок разрешения споров, ведь такие сделки считались недействительными. Данный факт привел к созданию внесудебного арбитража - рассмотрение споров передавалось органам торговых коллегий, совершавших сделки с ценными бумагами. Санкциями в данных процессах являлись штрафы и запреты на участие в торговых сессиях¹⁹.

¹⁶ Poitras G. Risk Management, Speculation, and Derivative Securities - Academic Press, 2002. P. 28.

¹⁷ Stringham E.P. The Extralegal Development of Securities Trading in Seventeenth Century Amsterdam; P. 328

¹⁸ Petram L. The world's first stock exchange; P. 98 - 99

¹⁹ Petram L. The world's first stock exchange P. 110 - 112

Таким образом, именно Нидерланды XVII в. оказали огромное влияние на возникновение фондового рынка с разнообразными объектами для инвестирования, централизованной биржей и высоким уровнем развития отношений между инвесторами.

Первая половина XIX века характеризуется усилением значения бирж в экономической сфере. Именно в это время завершается разделение фондовых и товарных бирж (в 1801 г. возобновила работу после революции Парижская биржа, осуществлявшая торговлю только лишь ценными бумагами; в 1831 г. открывается Мадридская фондовая биржа). Биржи строят для себя новые здания с необходимой инфраструктурой (Парижская биржа открыла для себя специальное здание в 1827 г.). Начинается и юридическое оформление деятельности данного института²⁰. Например, во Франции согласно **Закону от 28 вантоза IX года**, биржи учреждались только Правительством, были созданы органы надзора за биржами и даже биржевая полиция. Статья 71 **Торгового Кодекса Франции 1807 года** дала определение биржам как «собраниям коммерсантов, маклеров или выборных агентов, проводившиеся под управлением Государства». **Декрет от 27 Прериала X года** определил круг лиц, имевших доступ к французской бирже – это совершеннолетние французы и иностранцы-мужчины.

Во *второй половине XIX века* замена разрешительной системы создания акционерных компаний на явочную²¹ (во Франции – в 1867, в Германии – в 1870) также придала мощный толчок развитию фондового рынка. Принятие законного устава и предоставление его в органы регистрации (Пруссия – министерство торговли, Франция – коммерческий суд) стало достаточным условием. Лишь в Италии разрешение от правительства до сих пор требовалось.

²⁰ Куракин Р.С. Фондовый рынок Франции. - М.: ИНФРА-М, 2012. С. 20-21

²¹ Молотников А.Е. История развития зарубежного законодательства о рынке ценных бумаг. Часть 1 // Предпринимательское право. - 2012. - №1.

Фондовые биржи продолжают возникать в европейских государствах, прежде не принимавших активного участия в развитии рынка ценных бумаг (биржи создаются в Женеве в 1850 г., Цюрихе в 1875 г. и в Базеле в 1876 г.).

Интересной особенностью этого периода является и возрождение "негласных бирж"²², необходимых для завершения сделок, прерванных в связи с закрытием торговой сессии официальных бирж. Государства активно боролись с данным явлением во избежание манипуляций.

В целом регулирование бирж в странах континентальной Европы принимало куда более организованный характер.

В данный период начинается юридическое оформление самого понятия «ценная бумага» в континентальном праве²³. Отметим, что легальное определение понятия восходит к указанному в **Обязательственном кодексе Швейцарии 1911 г.**, где ценной бумагой считается «любой документ, с которым право связано таким образом, что его нельзя осуществить или уступить независимо от документа» (§ 965). Что же касается доктрины, то классическим считается определение ценной бумаги «как воплощенного в документе обязательства», впервые встречающееся у Ф.К. Савиньи²⁴.

К концу XIX в. 2 государства имели единый закон, регулирующий финансовый рынок²⁵ – это Германия и Австрия (**Биржевые законы от 11 июля 1854 г.**, вводящий жесткое государственное регулирование, и от **1 апреля 1875**, практически вводящий самоуправление бирж).

Особо стоит выделить **Имперский закон Германии от 22 июня 1896 г. "О бирже"** («**Borsengesetz**»), состоящий из 6 глав. Первая глава содержала общие положения о биржах и ее органах (ст.1-28), вторая - нормы об установлении биржевых цен и маклерского дела (ст.29-35), третья – о допущении ценных бумаг к обращению на бирже (ст.36-49), четвертая – о биржевой срочной

²² Нисселович Л.Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры: Обзорение важнейших законодательств сравнительно с русским правом. – СПб.: Типография А.Е. Ландау, 1879. С. 10.

²³ Агапеева Е.В. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в России и США. - М.: ЮНИТИ-ДАНА: Закон и право, 2015. – С. 5

²⁴ Савиньи Ф.К. Обязательственное право. - СПб.: Издательство "Юридический центр Пресс", 2004. С.62.

²⁵ Штиллих О. Биржа и ее деятельность. - СПб.: Издание "Брокгаузъ-Евфонъ", 1912. - С. 221, 250, 252

торговле (ст.50-70), пятая – о дисциплинарных наказаниях (ст.71-87), шестая – о других наказаниях и заключительные положения.

Биржевой закон устанавливал и общую систему органов управления биржами, которые делились на две группы²⁶:

правительственные органы - биржевой совет (Borsenausschuss); наблюдательные инстанции; правительственный комиссар;

биржевые органы - правление биржи (Borsenvorstand); комитет по допусшению бумаг к котировке (Zulassungsstelle); курсовые маклеры (Kursmakler) и палата маклеров (Maklerkammern); суд чести (Ehrengericht); третейский суд (Schiedsgericht).

Как считает О. Штиллих²⁷, жесткое государственное регулирование бирж в Германии было вызвано прошлым опытом манипуляций на товарных и фондовых рынках.

Согласно данному закону, биржи работали на основании уставов с многоступенчатой схемой принятия. Первый этап характеризовался принятием устава со стороны контрольного органа биржи (в Пруссии - торговая палата; в Саксонии - советы бирж). Второй - утверждением устава местным правительством. Уставы закрепляли виды операций, доступных на бирже, регулировали вопросы управления.

Также закон изменил маклерскую деятельность. Согласно ст.32 маклер имел право на заключение сделок от собственного имени, что раньше было невозможно. Пункт 3 ст.29 закона также определил понятие «биржевого курса» как «цену, соответствующую действительному положению торгового оборота на бирже».

Особенной чертой бирж Германии было их подчинение нормам обычного права, главной составляющей которого были узанаии²⁸ (торговые обычаи, дополняющие в некоторых отношениях условия договора), которые делились

²⁶ Куракин Р.С., Мротцек К. Фондовый рынок Федеративной Республики Германия. - М.: ИНФРА-М, 2012. С. 26-28

²⁷ Яснопольский Л.Н. Банковая энциклопедия; Т.2 С. 141

²⁸ Штиллих О. Биржа и ее деятельность. С. 84

на местные и биржевые. Местные обычаи устанавливались купцами и их объединениями, а биржевыми являлись те местные обычаи, которые признало биржевое правление. Узанаии, включенные в биржевые договоры, определяли вопросы просрочки исполнения, окончательного расчета и иное.

Первая Мировая война оказала огромное влияние на усиление государственного регулирования бирж, что было связано с закрытием внешних рынков займа и необходимостью усилить займы у резидентов государства.

Тенденция к усилению контроля на биржах продолжала наблюдаться и после войны, что можно связать уже с важностью восстановления послевоенных экономик и недопустимостью размещения иностранных ценных бумаг во избежание утечки капитала²⁹. В Испании законом от августа 1914 г. установлен правительственный контроль над фондовым рынком, а в 1918 его полномочия были даже расширены. В Дании подобный закон о контроле над фондовой биржей Копенгагена был принят в 1919 г.

²⁹ Молотников А.Е. История развития зарубежного законодательства о рынке ценных бумаг. Часть 1

§ 3. Развитие биржевого законодательства в англосаксонской правовой системе

В XVIII в. начинают появляться и иные торговые площадки, кроме Амстердама – особенно это касается Лондона.

Корпоративная форма бизнеса в *Англии* получила развитие одновременно с процессом колонизации Америки и созданием в 1600 г. английской Ост-Индской компании (EIC). В скором времени акционерные компании стали появляться не только в морской торговле, но и в других сферах, требующих привлечения существенного финансирования.

Такая форма бизнеса получила развитие в силу трех событий:

1. В уставы компаний стали включать пункт о свободной передаче акций третьим лицам, что сказалось на увеличении числа инвесторов.

2. Английское правительство получило возможность создавать акционерные общества (первым обществом стал Банк Англии). Революция XVII в. привела к экономическому кризису, и для решения вопроса с финансированием публичных проектов создавались компании, которые занимались строительством дорог, речной навигацией и другими публичными мероприятиями³⁰.

3. Восхождение на трон в 1689 г. уроженца Нидерландов Вильгельма Оранского. Прибывшие с ним голландские эксперты, вероятно, оказали существенное влияние на местный фондовый рынок.

Следует выделить следующие черты фондового рынка Англии к концу XVII в.:

1. Отсутствие единого нормативного регулирования

Данная ситуация соответствовала и общеевропейской практике того времени, и ведущей роли прецедента в системе общего права. Однако участники английской фондовой биржи руководствовались принципом «*dictum*

³⁰ Lipton P. The Evolution of the Joint Stock Company to 1800: An Institutional Perspective // Monash U. Department of Business Law & Taxation Research Paper. - 2016. - №19 – P. 21

meum pactum» (с лат. «мое слово - мой долг»), о чем гласит, в частности, герб Биржи Лондона.

2. Стихийность торговых площадок³¹

Изначально торговля ценными бумагами в Англии осуществлялась в здании товарной королевской биржи в Лондоне, основанной в 1567 г. Но в 1698 г. торговцы ценными бумагами ушли из здания биржи и заняли улицу Exchange Alley и местные таверны.

3. Увеличение случаев публичного размещения акций

Английские компании начала XVII в. были ориентированы на закрытые группы инвесторов и только затем установили правила свободного оборота бумаг. Как упоминалось ранее, Устав английской EIC содержит информацию о меньшем числе членов, чем VOC.

Мощный толчок биржевой деятельности в Англии придала эмиссия ценных бумаг Банка Англии, осуществлённая в 1694 г.³² Собранные средства, обеспечивали гарантированную доходность в 8% годовых, что вызвало огромный ажиотаж (инвесторами стали около 1500 человек). Успех данного размещения привел к тому, что к концу 1695 г. на бирже проходили торги акциями более 150 компаний, а также государственными обязательствами³³.

4. Концентрация активности в Лондоне

Ярким примером данной тенденции является тот факт, что из 500 первых акционеров Банка Англии около 450 были из Лондона.³⁴

5. Наличие более сложных сделок, чем обычная купля-продажа

Постепенно в практике английских участников фондового рынка появились усложненные разновидности сделок, которые свидетельствовали о развитых отношениях в рассматриваемой сфере.

6. Появление профессиональных участников рынка

³¹ Молотников А.Е. История развития зарубежного законодательства о рынке ценных бумаг

³² Michie R.C. The global security market: a history P. 29

³³ Banner S.A. Anglo-American Securities Regulation P. 24.

³⁴ Michie R.C. The London Stock Exchange: a history - Oxford: Oxford University Press, 2001. - P. 16.

Усложнение биржевых процессов требовало наличия специальных знаний о нем. К 1694 г. выделяли таких лиц как³⁵:

- сток-брокеры, совершавших за плату биржевые сделки на основании поручений клиента;
- сток-дjobберы, совершавших сделки с ценными бумагами за свой счет.

С усилением влияния бирж на экономику встал вопрос об их регулировании, и ставка здесь была сделана, как и в Нидерландах, на запрещение. Наиболее важными актами можно назвать следующие:

1. Закон парламента 1697 г. «по ограничению количества брокеров и дjobбберов и их ненадлежащей практике»

Акт вводил³⁶ ограничение на число брокеров (не более 100) и лицензирование их деятельности, закрепил максимум вознаграждения для них, а также ограничил 3 днями период между заключением и исполнением сделки.

2. Закон «о мыльных пузырях» (Bubble Act) 1720 г.

Он запретил продажу акций без предварительного создания компании на основании закона, а также продажу акций компаний, осуществлявших деятельность, выходящую за пределы цели, ради достижения которой они создавались³⁷.

Несмотря на мировую известность, акт практически не исполнялся, а, наоборот, из-за долгой процедуры создания традиционных компаний привел к росту числа акционерных обществ, создаваемых не на основе Закона Парламента или Короля³⁸.

3. Закон сэра Джона Бернарда 1734 г.³⁹

Целью принятия акта было улучшение регулирования рынка ценных бумаг. Он запретил заключение договоров, предусматривающих выплату лишь разницы курсовой стоимости ценных бумаг без действительной передачи их

³⁵ Banner S.A. Anglo-American Securities Regulation P. 26

³⁶ Banner S.A. Anglo-American Securities Regulation P. 39 - 40

³⁷ Banner S.A. Anglo-American Securities Regulation P. 76

³⁸ Шиткина И.С. Корпоративное право. - 2-е изд. - М.: МГУ, 2015. С. 84.

³⁹ Banner S.A. Anglo-American Securities Regulation P. 105

покупателю, заключение договоров купли-продажи акций, которыми продавец не владеет в действительности. Кроме того, брокеры стали обязаны вести учет всех сделок, к которым они имели отношение, что позволило отсеять недобросовестных профессиональных игроков.

В итоге, политика Англии XVIII в. с запретительными мерами на фондовом рынке оказалась несостоятельной, что характерно и для континентальной Европы.⁴⁰ Этот факт подтверждает мнение профессор Гаттенбергера о том, что «никакие законы не могут иметь значения, если противоречат действительности, и никакое правительство не в состоянии переделать общественных явлений, если эти явления коренятся в глубине общественной организации»⁴¹.

В начале XIX в. из-за Великой Французской революции и военных действий в континентальной Европе роль Лондона и Лондонской фондовой биржи, созданной в 1801 г., в финансовой системе мира возросла.

Вышеупомянутая структура «мое слово – мой долг» считалась неприкасаемой до 1970-х гг., когда ряд махинаций заставил государство вновь задуматься об ужесточении регулирования бирж. Опыт американского регулирования рынка (рассмотренный далее) был активно воспринят британскими законодателями.

Закон «О финансовых услугах» 1986 г. был первым актом, подчинившим биржевую торговлю сильному законодательному регулированию. Акт делал необходимым выдачу лицензии на профессиональную деятельность на финансовых биржах (в том числе по оказанию консультаций), устанавливал ответственность за сокрытие истинной или распространение ложной информации, вводящей инвесторов в заблуждение. Закон также перенял многие черты американского регулирования рынка в части, касающейся торговли государственными облигациями и контроля над деятельностью брокеров.

⁴⁰ Michie R.C. The global security market: a history P. 49

⁴¹ Нисселович Л.Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры С. 167

На этом этапе развития законодательства также стоит выделить следующие акты:

1. Закон «О компаниях» 1985 г.

Акт предусматривал правила по раскрытию информации об акционерах и их манипуляциях с акциями на их балансе, регулировал срок и порядок созыва общих собраний акционеров компаний.

2. Закон «О ценных бумагах компаний» (Закон об инсайдерах) 1985 г.

Закон устанавливал уголовную ответственность для лиц, воспользовавшихся в своих интересах конфиденциальной информацией о ценных бумагах компании, если они имеют доступ к таковой по должности или в силу владения более 10% акций.

История же *американских* фондовых бирж начинается с открытия в 1792 г. первой Нью-Йоркской фондовой биржи.

Особенностью правового статуса местных бирж был тот факт, что он не был конкретно определен на протяжении всего века. Они не являлись юридическими лицами, а имели промежуточный статус между партнёрствами и корпорациями⁴². В этой связи членами бирж принимались решения о создании отдельных юридических лиц для управления необходимым недвижимым имуществом (Нью-Йоркская биржа сделала это в 1863 г.)⁴³.

Вопрос об официальном закреплении обычаев делового оборота, широко использовавшихся биржевыми игроками (в частности в Германии) впервые был поднят в США на официальном уровне *в середине XIX века*. С 1860-х гг. судебная практика штата Нью-Йорк придала обычаям законный статус⁴⁴.

Гражданская война в США, как и позднее Первая мировая война в Европе, привела к увеличению внутренних заимствований со стороны государства. Вместе с этим на рынок пришло много новых инвесторов, и отказ биржи Нью-Йорка принимать их в свои ряды привел к открытию новых бирж по всей

⁴² Яснопольский Л.Н. Банковая энциклопедия Т.2 С. 6

⁴³ Молотников А.Е. История развития зарубежного законодательства о рынке ценных бумаг

⁴⁴ Banner S.A. Anglo-American Securities Regulation P. 247.

стране. Позднее, в конце XIX-начале XX вв. децентрализация в этом аспекте произошла и в Великобритании (открылись биржи в Глазго, Эдинбурге и Манчестере, а число бирж удвоилось с 11 до 22 в промежутке между 1882 г. и 1914 г.).

После Гражданской войны для финансирования местных публичных мероприятий стали выпускаться муниципальные облигации, которые приобрели большую популярность у населения.

После Первой мировой войны фондовый рынок США перенимает у британского статус мирового гегемона.

Нью-Йоркская биржа была резко против государственного вмешательства в свою деятельность и не ограничивала игроков в способах совершения сделок, тем самым порождая различные манипуляции. Это приводило к волатильности цен и ущемлению интересов рядовых инвесторов.

Первые попытки ограничения бирж принимались уже в XIX в.⁴⁵ В 1852 г. легислатура Массачусетса приняла закон о регулировании выпуска и обращения ценных бумаг, а в 1879 г. Калифорния ввела ограничения на покупку акций на заёмные средства.

В начале XX в. государственное регулирование рынка становилось все более насущной проблемой. Легислатуры многих штатов начали принимать так называемые законы «синего неба» (*blue sky laws*) для защиты инвесторов от продажи ничем не обеспеченных бумаг, которые не стоили даже «кусочка синего неба» (*a path of blue sky*). Данному процессу положил начало Канзас в 1911 г., а к 1913 г. подобные акты начали действовать в 23 штатах.⁴⁶

В масштабе всего государства какое-либо регулирование отсутствовало. Попытки его введения предпринимались, (например, требование Индустриальной Комиссии при Конгрессе ко всем публичным компаниям с 1902 г. публично раскрывать финансовую информацию), но не имели успеха.

⁴⁵ Капустин С.А. Некоторые историко-правовые аспекты становления и развития механизма правового регулирования рынка ценных бумаг США // Вестник РУДН: серия "Юридические науки". - 2003. - №1

⁴⁶ Агапеева Е.В. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в России и США С. 51-55

Законы Франклина Д. Рузвельта, принятые в 1930-х гг. как ответ на Великую Депрессию 1929 г. (спровоцированную, в том числе, и финансовыми махинациями) стремились заложить основу для облегчения накопления капитала и делали упор на необходимость доступа инвесторов к правдивой информации. Их основная идея заключалась в установлении стандартов раскрытия информации, которой инвесторы руководствуются при действиях на фондовом рынке, и строгих санкций за предоставление информации, не соответствующей действительности.

Основными законами в этой сфере являются⁴⁷:

1. Закон «О ценных бумагах» от 1933 г

Данный акт положил начало регуляции деятельности эмитентов ценных бумаг и вводил необходимость полного раскрытия существенных для инвесторов сведений и жесткие санкции за мошенничество путем сообщения им неверной информации о ценных бумагах и эмитентах. *Раздел 5* закона считается фундаментальным для права о ценных бумагах США, так как он устанавливает, что «любые сделки с ценными бумагами запрещаются до регистрации Комиссией эмиссии публично размещаемых ценных бумаг». *Разделы 11 и 12* определяют ответственность компаний, органов управления и иных лиц за нарушение данного закона.

2. Закон «О банках» от 1933 г. (Закон Гласса-Стиголла)⁴⁸

Он запретил коммерческим банкам совершать операции с ценными бумагами, а компаниям, совершающим инвестиционные сделки, осуществлять классические банковские операции.

3. Закон «О биржах» 1934 г.

Главным достижением этого акта было создание (*раздел 4а*) Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) - органа, защищающего инвесторов, контролирующего соблюдение законов и издающего имеющие законную силу

⁴⁷ Агапеева Е.В. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в России и США С. 56-58

⁴⁸ Карпов Д.В. Закон Гласса-Стигалла как пережиток Великой Депрессии // Экономический анализ: теория и практика. - 2002. - №1

правила и постановления о фондовом рынке США. Закон также вводил ответственность за манипуляции со стороны брокеров (*разделы 10, 18, 20, 20a*) в виде завышения цен и предоставлении ложной информации и процедуру периодической отчетности публичных компаний (*разделы 12, 13, 17*)

Следует отметить, что оба данных закона (первый – в *разделе 2.1*, второй – в *разделе 3a.10*) раскрывают понятие «оборотные документы» (securities) через открытое перечисление доступных инструментов, но не через характерные признаки. Данный способ закрепления легального определения был воспринят и Великобританией, и всей англосаксонской правовой семьей.

В дополнение к вышеупомянутой Комиссии в 1970-х годах было создано еще два органа для защиты инвесторов (в первую очередь от банкротств брокеров) - это Корпорация по защите инвесторов, созданная в 1970 г. и Национальная система торговли ценными бумагами, созданная в 1975 г.

1980-е гг. отмечены усилением давления на «инсайдеров»⁴⁹, предоставляющих ложную служебную информацию для извлечения прибыли. **Закон о запрете инсайдерской торговли** от 1984 г. и **Закон о борьбе с инсайдерской торговлей и мошенничеством с ценными бумагами** от 1988 г. ужесточали ответственность для данной категории лиц путем увеличения штрафов до трехкратного размера суммы обогащения и лишением свободы до 10 лет.

Данные усилия американских законодателей привели к тому, что американский фондовый рынок считается самым надежным в мире и с большим отрывом занимает первое место по величине капитализации.

Помимо упомянутых законов, примечательными источниками права США о ценных бумагах являются правила и комментарии SEC и судебные прецеденты. Помимо этого, все штаты имеют свои законы о ценных бумагах, до сих пор именуемые «законами голубого неба».

⁴⁹ Агапеева Е.В. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в России и США С. 63

Говоря о прецедентах⁵⁰, считаем нужным отметить решения Верховного Суда США по делам «*United Housing Foundation, Inc. v. Forman*» от 1975 г и «*Landreth Timber Co. v. Landreth*» от 1985 г., в которых суд определил основные существенные характеристики акций (право на дивиденды от них, право голоса в зависимости от количества акций, способность акций к свободному обороту и возможность их залога). Такие решения в американском праве именуются «тестами» (tests).

Самым распространенным из них является «тест Ховей» («Howey Test»), выработанный в деле «*SEC v. W.J. Howey Co.*» от 1946 г., который применяется в случае, если инвестиционный инструмент не может быть охарактеризован однозначно (как акция). Так, Верховный суд США в решении по делу «*Marine Bank v. Weaver*» от 1982 г. установил, что «Конгресс намеренно определил американскую ценную бумагу в общих чертах», потому что хотел, чтобы понятие могло вместить в себя практически любой вид инвестиций, который может быть продан как имеющий имущественную ценность».

⁵⁰ Агапеева Е.В. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в России и США С. 17-18

§ 4. Сходства и различия в регулировании бирж в странах континентальной и англосаксонской правовых семей

В XVI-XVIII вв. биржевое законодательство находится только на начальном этапе своего становления. В связи с этим в регулировании деятельности бирж в двух рассматриваемых правовых системах имеется много общего. Прежде всего, начало формирования рынка ценных бумаг связано с колониальными компаниями (Британская и Голландская Ост-Индские компании). Кроме того, данный период характеризуется отсутствием единого нормативного регулирования и неудачными попытками законодателей влиять на рынок ценных бумаг с помощью запретительных норм. Также акции компаний размещались публично, с правом передачи третьим лицам, хотя английские публичные компании закрепили это право инвесторов позже голландских. Уже на данном этапе начинают появляться более сложные, чем простая купля-продажа, финансовые инструменты. В то же время говорить о централизованной торговле пока рано – ценные бумаги обращаются не только на биржах.

Стоит также обратить внимание и на различия, которые проявились на начальном этапе формирования бирж. Если в Англии вся активность на рынке ценных бумаг была сосредоточена в Лондоне, то в Нидерландах биржевая деятельность была децентрализована (участниками фондового рынка были жители различных регионов страны и даже зарубежья). Также юридический статус профессиональных игроков на бирже был закреплён в Англии ещё в XVII веке, а в Германии, например, только в 1906 г. поправками к закону «О биржах» в ст.65.

В XIX-начале XX вв. биржи и фондовый рынок все больше начинают приобретать свои особенности. Стоит выделить основные из них:

1. Различия в организации и регулировании бирж

Характерные черты регулирования бирж зависели от характерных черт системы права определенного государства. В англосаксонских странах наблюдалась большая свобода деятельности бирж. Они создавались, прежде

всего, по инициативе участников рынка, а не по государственной воле. В странах же континентальной Европы, наоборот, была распространена четкая регламентация деятельности бирж нормативными актами⁵¹.

2. Отсутствие единого акта, касающегося деятельности фондовых бирж

Как уже было сказано, фондовые биржи США и Великобритании в основном действовали по принципу самоуправления, а государство оставляло без внимания их внутреннюю организацию. В континентальной Европе взгляды на государственное регулирование биржевой деятельности были куда более популярными у законодателей, однако единого подхода к нормативному регулированию также не наблюдалось.

Обычаи делового оборота на фондовых рынках не переставали играть большого значения. Это характерно и для государств с единым нормативным актом о фондовых биржах (Германия), так и не имеющих такового (США).

3. Усиление государственного влияния на рынок ценных бумаг

Страны обеих правовых семей продолжают активно проводить эмиссии своих ценных бумаг (например, для финансирования военных кампаний, таких как Гражданская война в США и Первая мировая война или для финансирования публичных мероприятий) и пытаются усилить свой контроль над биржами (принятие «Borsengesetz» 1896 г. было вызвано во многом стремлением правительства улучшить условия для осуществления государственных займов⁵²).

Публичные компании продолжают играть решающую роль на рынке, но одновременно с этим доля частных компаний в общем объеме бумаг также возрастает⁵³.

4. Отмена разрешительной системы создания компаний

⁵¹ Яснопольский Л.Н. Банковая энциклопедия Т.2 С. 6.

⁵² Штиллих О. Биржа и ее деятельность С. 234.

⁵³ Michie R.C. The global security market: a history P. 76

В конце XIX в. во всем развитом мире получила развитие новая система создания акционерных обществ, для которой не требовалось особого разрешения правительства или монарха.

5. Рост числа фондовых бирж

Рост числа акционерных компаний и инвесторов привел к необходимости создания все большего числа новых фондовых бирж как в континентальной Европе, так и в США и Великобритании.

6. Различия в определении понятия «ценная бумага»

Кроме этого стоит заострить внимание и на разном подходе к определению понятия «ценная бумага», начиная от разницы в терминологии («оборотная бумага» в системе общего права) и заканчивая толкованием (расширительное в англосаксонских странах и конкретно-определенное в континентальном праве).

Заключение

Проведя в соответствии с целью данной работы сравнительно-правовой анализ становления и развития биржевого законодательства в странах континентальной и англосаксонской правовых систем, можно обобщить вышесказанное в кратких тезисах, отражающих общую характеристику правового регулирования бирж и фондовых рынков.

Возникновение и дальнейшее функционирование рынка ценных бумаг сопровождалось поэтапным усложнением правового регулирования возникавших в его рамках отношений. Первоначально органы государственной власти, ассоциируя биржевую деятельность с разновидностью азартной игры, предпринимали попытки воздействовать на рынок путем исключительно запретительных мер, однако они зачастую оказывались неэффективны ввиду простого нежелания участников торгов изменять сложившиеся механизмы. Именно поэтому по мере развития рынка и роста его влияния на экономику все большее значение стала приобретать необходимость создания стройной системы государственного регулирования бирж. Страны континентальной Европы пришли к этому раньше, хотя к началу XX в. лишь немногие из них имели отдельные кодифицированные нормативные акты, посвященные регулированию отношений именно на биржах. Отсутствовали и специальные органы государственной власти, основной сферой деятельности которых было бы осуществление государственного воздействия на фондовый рынок. Биржи Англии и США восприняли возможность государственного регулирования еще позже, даже в XX в. оставаясь независимыми от органов публичной власти.

Тем не менее, на сегодняшний день биржевое законодательство достаточно хорошо разработано в развитых странах Европы и США. Поэтапное изучение процесса становления рассматриваемой подотрасли гражданского права, на наш взгляд, может помочь как в развитии отечественного биржевого законодательства, находящего сейчас в самом начале своего пути, так и в понимании механизмов работы столь популярного сейчас фондового рынка.

Библиографический список

Список использованной литературы

1. Агапеева Е.В. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в России и США. - М.: ЮНИТИ-ДАНА: Закон и право, 2015. - 159 с.
2. Бродель Ф. Материальная цивилизация, экономика и капитализм, XV-XVIII вв. Т.2: игры обмена. - М.: Прогресс, 1988. - 634 с.
3. Капустин С.А. Некоторые историко-правовые аспекты становления и развития механизма правового регулирования рынка ценных бумаг США // Вестник РУДН: серия "Юридические науки". - 2003. - №1. - С. 88-91.
4. Карпов Д.В. Закон Гласса-Стигалла как пережиток Великой Депрессии // Экономический анализ: теория и практика. - 2002. - №1. - С. 55-59.
5. Куракин Р.С., Мротцек К. Фондовый рынок Федеративной Республики Германия. - М.: ИНФРА-М, 2012. - 152 с.
6. Куракин Р.С. Фондовый рынок Франции. - М.: ИНФРА-М, 2012. - 77 с.
7. Лукашов А.В. Привлечение капитала иностранными компаниями на рынках капитала США // Управление корпоративными финансами. - 2004. - №5
8. Молотников А.Е. История развития зарубежного законодательства о рынке ценных бумаг. Часть 1 // Предпринимательское право. - 2012. - №1. - С. 37-41.
9. Монигетти В.И. Современная биржа. - М.: типо-лит. О.И. Лашкевич и Со, 1896. - 98 с.
10. Нисселович Л.Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры: Обзорение важнейших законодательств сравнительно с русским правом. – СПб.: Типография А.Е. Ландау, 1879. - 189 с.
11. Приходин С.А. Правовое регулирование валютных бирж в России и других странах: дис. канд. юр. наук наук: 12.00.03. - М., 2004. - 28 с.
12. Савиньи Ф.К. Обязательственное право. - СПб.: Издательство "Юридический центр Пресс", 2004. - 576 с.
13. Шиткина И.С. Корпоративное право. - 2-е изд. - М.: КноРус, 2015. - 860 с.

14. Штиллих О. Биржа и ее деятельность. - СПб.: Издание "Брокгаузъ-Евфонъ", 1912. - 304 с.
15. Яснопольский Л.Н. Банковая энциклопедия Т.2: Биржа. История и современная организация фондовых бирж на Западе и в России. Биржевые сделки. Биржа и война. - Киев: Издание Банковой энциклопедии, 1916. - 412 с.
16. Banner S.A, Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690–1860. - Cambridge: Cambridge University Press, 1998. - 336 p.
17. De Vries J., Van Der Woude A.M. The First Modern Economy: Success, Failure, and Perseverance of the Dutch Economy, 1500–1815. - Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – 767 p.
18. Fleckner A.M., Hopt K.J. Stock Exchange Law: Concept, History, Challenges // Max Planck Private Law Research Paper. - 2013. - №14/4 – 48 p
19. Garber P.M. Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias. - Cambridge: The MIT Press, 2001. - 176 p.
20. Harris R. The Formation of the East India Company as a Cooperation-Enhancing Institution - Tel Aviv: Tel Aviv University Press, 2005. - 59 p.
21. Homer S., Sylla R.G. A history of interest rates - New Brunswick, N.J.: Rutgers University Press, 1996. - 728 p.
22. Lipton P. The Evolution of the Joint Stock Company to 1800: An Institutional Perspective // Monash U. Department of Business Law & Taxation Research Paper. - 2016. - №19 – 37 p
23. Michie R.C. The global security market; a history - Oxford: Oxford University Press, 2008. - 420 p.
24. Michie R.C. The London Stock Exchange: a history - Oxford: Oxford University Press, 2001. - 696 p.
25. Petram L. The world's first stock exchange How the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602 - 1700. - N.Y.: Columbia University Press, 2014. - 232 p.

26. Poitras G. Risk Management, Speculation, and Derivative Securities. - Academic Press, 2002. - 622 p.

27. Stringham E.P. The Extralegal Development of Securities Trading in Seventeenth Century Amsterdam // Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 43, No. 2. - San Jose: 2003. - p. 321-344

* Работа подготовлена с использованием СПС «КонсультантПлюс»

Список использованных нормативно-правовых актов

1. Эдикт Морица Оранского от 27 февраля 1610 г.

Источник: Stringham E.P. The Extralegal Development of Securities Trading in Seventeenth Century Amsterdam; P. 328

2. Эдикт Морица Оранского от 1621 г.

Источник: Poitras G. Risk Management, Speculation, and Derivative Securities; P. 28

3. Закон Парламента Англии от 1697 г. «по ограничению количества и ненадлежащей практике брокеров и джобберов»

Источник: <https://www.british-history.ac.uk/statutes-realm/vol17/pp285-287#h3-0002>

4. Закон Парламента Великобритании от 1719 г. «по ограничению необычной и неоправданной практики сбора денежных средств путем подписки для выполнения проектов, опасных для торговли и иных сфер Королевства» или Закон о «мыльных пузырях»

Источник: <https://books.google.ca/books?id=BYIKAAAAYAAJ&lpg=PA372&ots=ujx1vUF28B&pg=PA322#v=onepage&q&f=false>

5. Акт Парламента Великобритании от 1734 г. «по предотвращению печально известной практики торговли акциями» (Закон Джона Бернарда)

Источник: Banner S.A. Anglo-American Securities Regulation P. 105

6. Закон от 28 вантоза IX года Французской революции

Источник: Куракин Р.С Фондовый рынок Франции С. 20

7. Декрет от 27 прериала X года Французской революции

Источник: Куракин Р.С Фондовый рынок Франции С. 21

8. Французский Торговый кодекс от 1807 г.

Источник: Гражданское, торговое и семейное право капиталистических стран: Сборник нормативных актов: гражданские и торговые кодексы /Под. ред. В. К. Пучинского, М. И. Кулагина — М.: Изд-во УДН, 1986 —336 с.

9. Закон Австро-Венгрии «О биржах» от 1854 г. и от 1875 г.

Источник: Штиллих О. Биржа и ее деятельность С. 250-252

10. Имперский закон Германии "О бирже" от 22 июня 1896 г.

Источник: <https://de.wikisource.org/wiki/Börsengesetz>

11. Обязательственный кодекс Швейцарии от 1911 г.

Источник: <https://cloud.consultant.ru/cloud/cgi/online.cgi?req=doc&base=INT&n=56056#nHTyd3TTWBPWINQR>

12. Закон США «О ценных бумагах» от 1933 г.

Источник: https://www.law.cornell.edu/wex/securities_act_of_1933

13. Закон США «О банках» от 1933 г. (Закон Гласса-Стиголла)

Источник: https://en.wikisource.org/wiki/Banking_Act_of_1933

14. Закон США «О биржах» от 1934 г.

Источник: https://www.law.cornell.edu/wex/securities_exchange_act_of_1934

15. Закон США «О запрете инсайдерской торговли» от 1984 г.

Источник: <https://www.congress.gov/bill/98th-congress/house-bill/559>

16. Закон Парламента Великобритании «О компаниях» от 1985 г.

Источник: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1985/6/contents>

17. Закон Парламента Великобритании «О ценных бумагах компаний» (об инсайдерах) от 1985 г

Источник: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1985/8/contents>

18. Закон Парламента Великобритании «О финансовых услугах» от 1986 г.

Источник: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/60/contents>

19. Закон США «О борьбе с инсайдерской торговлей и мошенничеством с ценными бумагами» от 1988 г.

Источник: <https://www.congress.gov/bill/100th-congress/house-bill/5133>

Список использованных судебных решений

1. Решение ВС США по делу «SEC v. W.J. Howey Co.» от 1946 г.

Источник: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>

2. Решение ВС США по делу «United Housing Foundation, Inc. v. Forman» от 1975 г.

Источник: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/421/837/>

3. Решение ВС США по делу «Marine Bank v. Weaver» от 1982 г.

Источник: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/455/551/>

4. Решение ВС США по делу «Landreth Timber Co. v. Landreth» от 1985 г.

Источник: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/471/681/>