

# Инструменты международного финансового рынка для малых и средних предприятий

*Касьянов Р.А.\**

Когда в августе 2015 г. серьезно снизились китайские фондовые индексы, стало понятно, что Китай не сможет вытянуть мировую экономику из кризисного состояния, которое мы наблюдаем в последние годы. Слабый экономический рост, закредитованность предприятий и правительств, высокая безработица – этим проблемам пытаются противостоять практически все государства, а с учетом высокой волатильности на финансовых и товарных рынках картина становится совсем безрадостной. В подобных условиях найти какие-либо эффективные средства решения всех перечисленных проблем трудно, но можно, и одно из них – поддержка малых и средних предприятий. Осознавая это, Европейский союз решил сделать европейские финансовые рынки более доступными для малых и средних предприятий, предоставив последним дополнительные возможности финансирования. Решение этой задачи практически ничего не стоит, так как речь не идет о выделении крупных сумм (в отличие от кредитования системно значимых банков еврозоны или предоставления субсидий компаниям). Речь идет только о создании для европейских предпринимателей благоприятных условий на европейских финансовых рынках.

**Ключевые слова:** Европейский союз; европейские финансовые рынки; Директива о рынках финансовых инструментов; многосторонние торговые площадки; малые и средние предприятия.

Поддержка малых и средних предприятий – приоритетное направление экономической политики Евросоюза

Поддержку малых и средних предприятий Европейский союз (ЕС) осуществляет давно и по разным направлениям. При этом используются как самые простые – монетарные – методы стимулирования, так и более сложные, связанные с созданием благоприятной среды для представителей малого и среднего бизнеса, что в свою очередь, требует совершенствования правового регулирования в разных областях, в том числе финансовой. Одна из главных проблем, с которой сталкиваются,

---

\* Касьянов Рустам Альбертович – к.ю.н., PhD in EU Law (FRANCE), доцент кафедры европейского права МГИМО (У) МИД России. rprof@mail.ru

пожалуй, все предприниматели мира, – доступ к финансовым ресурсам на льготных условиях, которые позволяют не только вовремя выплачивать налоги и проценты по займам, но и развивать свой бизнес.

От доступа к финансовым ресурсам зависит количество созданных (или не сокращенных) рабочих мест, а учитывая, что сегодня в частном секторе ЕС 85% новых рабочих мест создается именно в рамках малых и средних предприятий (их в ЕС около 21 млн), то это объясняет объем бюджетных средств на их поддержку.

Так, в соответствии с многолетним бюджетным планированием на период 2014-2020 гг. Евросоюз заложил 2,3 млрд евро в рамках специальной программы помощи малым предприятиям (The Competitiveness of Enterprises and Small and Medium-sized Enterprises, COSME)<sup>1</sup>. Одновременно предполагается увеличить финансирование в рамках исследовательской программы HORIZON 2020. Это лишь некоторые меры поддержки ЕС, которые дополняют национальные программы содействия малому и среднему бизнесу.

Программы помощи, которые реализуются под эгидой ЕС или национальных правительств, это полезный, но далеко не самый важный источник финансирования, к которому прибегают малые и средние предприятия. Традиционным источником финансирования по-прежнему остаётся банковский кредит, и хотя европейские банки предлагают достаточно льготные условия займов, Евросоюз решил развивать альтернативные банковскому кредитованию способы финансирования. Предложены различные меры, в том числе и нацеленные на достаточно узкий круг адресатов, например молодые инновационные предприятия, специализирующиеся в конкретных секторах – информационные технологии, биотехнологии и др. Речь идет о создании правовой базы регулирования так называемых «европейских фондов венчурного капитала»<sup>2</sup>, не менее 70% капитала которых должно идти на поддержку таких предприятий.

Гораздо более обширными как по кругу затрагиваемых субъектов, так и своему содержанию выглядят предложения, направленные на реформирование действующей Директивы ЕС о рынках финансовых инструментов (англ. The Markets in Financial Instruments Directive), для обозначения которой профессионалы часто используют аббревиатуру MiFID<sup>3</sup>. Эту директиву 3 января 2017 г. заменит Директива № 2014/65/ЕС<sup>4</sup>, которая при том же названии – «О рынках финансовых инструментов» – представляет собой результат серьезной переработки

Директивы MiFID. Для большей ясности и удобства ее обозначают как MiFID II. Одновременно с Директивой MiFID II принят и будет применяться связанный с ней Регламент «О рынках финансовых инструментов», или Регламент (ЕС) № 600/2014<sup>5</sup>, сокращенно – MiFIR (англ. The Markets in Financial Instruments Regulation). Благодаря реформе Директивы MiFID серьезно преобразится весь европейский финансовый ландшафт. Одна из главных целей реформы состоит в том, чтобы улучшить доступ малых и средних предприятий к рынкам капитала. Для этого предлагается решить более узкую задачу – поддержать развитие финансовых торговых площадок, специализирующихся на обслуживании малых и средних предприятий.

### **Основные проблемы малых и средних предприятий на европейских финансовых рынках**

Сначала необходимо рассмотреть причины, по которым выход малых и средних предприятий (МСП) на финансовые площадки в некоторых случаях выглядит если не бессмысленным, то по крайней мере нерациональным и связанным с большими рисками. Во-первых, МСП, акции которых обращаются на рынках, сталкиваются с проблемами при привлечении инвестиций. На современных финансовых площадках рыночная ликвидность сконцентрирована преимущественно в больших компаниях, а МСП получают очень скромную долю от общего объема инвестиций на рынке акций. Составляя большинство среди включенных в листинг компаний, они уступают крупным компаниям по капитализации и, особенно, по объему торгов. Во-вторых, низкая ликвидность МСП провоцирует высокую волатильность их бумаг, и потому ещё больше сжимает круг потенциальных инвесторов. В-третьих, МСП несут высокие издержки, связанные с выходом на рынок. Часто величина привлеченного капитала настолько мала, а соответствующие издержки настолько высоки, что многие МСП не готовы идти на риск и нести эти затраты.

Осознавая данные трудности, рыночные операторы не дожидались законодательных инициатив ЕС и пытались самостоятельно найти решение, оптимальное как для рынка в целом, так и для МСП. Были созданы торговые площадки, специализирующиеся на МСП и большей частью относящиеся к категории многосторонних торговых площадок (англ. multilateral trading facility, MTF).

Впервые категория МТФ приведена в Директиве MiFID: «Много-сторонняя система, управляемая инвестиционной компанией или оператором рынка и обеспечивающая торговые операции между третьими сторонами по покупке или продаже финансовых инструментов в рамках системы и в соответствии с установленными правилами, результатом которых является заключение контрактов...». Одна из главных особенностей правового регулирования МТФ заключается в том, что к ним предъявляются менее жесткие требования. Регулярная информация и требования по её раскрытию для акций, допущенных к торгам на МТФ, обычно менее жёсткие, чем на регулируемых рынках, поскольку к ним не применимы требования по раскрытию информации, установленные правилами Евросоюза.

В настоящее время в ЕС действует около 20 торговых площадок, которые специализируются на МСП и предъявляют менее жесткие требования, чем регулируемые рынки. Характерно, что эти площадки расположены не только в странах-лидерах по уровню экономического и финансового развития («PLUS-quoted» Лондонская биржа; «Entry Standard» Франкфуртская биржа), но и в странах со средними экономическими показателями, которые пока не имеют богатой истории в области регулирования финансовых рынков. В качестве примера укажем «New Connect», которая создана в августе 2007 г. и действует как МТФ в рамках Варшавской фондовой биржи (ВФБ). Согласно информации, размещенной на интернет-сайте ВФБ, New Connect создана «для молодых, динамичных компаний, которым новый капитал даст шанс использовать потенциал инновационности, а в итоге предоставит возможность роста, ведущего к переходу в группу крупных польских предприятий...» и уточняется, что «Варшавская фондовая биржа задумала New Connect как рынок для компаний: на начальном этапе развития (...), которые ищут капитал от нескольких сотен тысяч до нескольких/свыше десяти миллионов злотых (...), из инновационных секторов, как, например, электроника, телекоммуникации, биотехнология, охрана окружающей среды, альтернативная энергия, современные услуги (...), с предусматриваемой капитализацией до 20 млн злотых, с высокой динамикой роста, желающих выйти на регулируемый (главный) рынок Варшавской фондовой биржи и имеющих шансы туда попасть в будущем»<sup>6</sup>. Отдельно отмечается, что «New Connect не является регулируемым рынком в понимании европейского и польского права, т.е. его не регулируют многие польские и европейские нормативно-правовые

акты, применяемые к компаниям, котирующимся на регулируемых рынках. Торги организует и регулирует главным образом сама Варшавская фондовая биржа, которая приложила все возможные усилия для того, чтобы избежать перерегулирования, одновременно гарантируя относительно высокий уровень прозрачности, характерный для торгов на публичном рынке»<sup>7</sup>. Очевидно, что относительно либеральные критерии доступа и невысокие издержки в сочетании с мягким регулированием позволили New Connect быстро достичь неплохих результатов и стать одним из самых молодых и динамичных рынков в Европе: на 31 декабря 2014 г. число компаний в листинге составило 431, а их общая капитализация достигла 2,03 млрд евро<sup>8</sup>. По мнению польских экспертов, несмотря на определённые трудности, связанные со спецификой польского финансового рынка, New Connect удалось за короткое время стать средней по объёму капитализации и обороту MTF в Европе<sup>9</sup>.

Менее жесткое регулирование деятельности MTF выступает определённым преимуществом, так как позволяет МСП проходить процедуру листинга в упрощенном порядке и с меньшими затратами. Однако по мере развития рынка MTF отсутствие системного и жесткого, а главное, унифицированного на уровне всего ЕС правового регулирования из преимуществ превратилось в недостаток, так как на разных рынках действуют различные правила. Например, на некоторых рынках не запрашиваются не только заявочные документы, но и проспекты эмиссии. Дифференцированы требования в отношении истории операций и количества акций в свободном обращении, периодичности составления финансовых отчетов, необходимости внешнего аудита и использования международных стандартов финансовой отчетности.

Негативные стороны разброса требований на разных рынках можно продемонстрировать и на конкретном примере. В настоящее время действующие нормы MiFID разрешают составлять вторичный листинг на регулируемых рынках и MTF для ценных бумаг, уже допущенных к торгам на другом регулируемом рынке. Однако если ценные бумаги были допущены к торгам в рамках только MTF, то вторичные торги на других MTF запрещены, поскольку в этой системе могут применяться другие стандарты. Как следствие, ограничены возможности МСП по привлечению капитала на европейских финансовых площадках.

Вариативность требований ведет к фрагментации финансовых рынков ЕС и препятствует созданию единого рынка капиталов для МСП, в рамках которого можно надеяться на повышение ликвидности

и лучшую защиту прав инвесторов и эмитентов. Но общее направление – создание специальных торговых площадок для МСП – оказалось правильным, оно подтверждено ЕС в ходе реформы Директивы MiFID. Решено учесть положительный опыт, связанный с отсутствием большого количества жестких правил, регулирующих деятельность таких рынков. Это облегчает для МСП доступ на рынки и не связано для них с серьезными затратами. Реформированная директива предполагает минимальную гармонизацию и закрепление лишь необходимых стандартов деятельности для МТФ, обслуживающих малые и средние предприятия.

### **Директива MiFID II на службе у малых и средних предприятий Европы**

Обратимся к самой Директиве MiFID II и изучим её положения, касающиеся новых правил доступа МСП на рынки капитала. «Желательно облегчить доступ малых и средних предприятий... к капиталу и способствовать развитию специальных рынков, предназначенных для удовлетворения потребностей малых и средних эмитентов. Эти рынки, попадающие, как правило, в категорию МТФ в соответствии с определениями настоящей Директивы, лучше известны как рынки роста МСП, рынки роста или молодые рынки [часто используют обозначение «альтернативные рынки». – Р.К.]. Создание в рамках категории МТФ новой подкатегории для рынков роста МСП, в сочетании с регистрацией этих рынков должно улучшить прозрачность и способствовать принятию общих стандартов регулирования Союза для этих рынков. Следует обратить особое внимание на то, как в будущем законодательно продвигать и далее поощрять использование этого рынка, чтобы сделать его ещё более привлекательным для инвесторов, а также уменьшить административную нагрузку...» (п. 132).

«Требования к этой новой категории рынков должны быть достаточно гибкими, чтобы адаптироваться к разнообразию существующих европейских рыночных моделей, которые уже доказали свою состоятельность. Они также должны представлять сбалансированное решение, которое поддерживает высокий уровень защиты инвесторов, необходимый для поддержания их доверия по отношению к эмитентам на этих рынках, снижая при этом ненужные административные барьеры для последних. Сформулировано предложение о том, чтобы дополнительная информация о требованиях к рынкам роста МСП, в частности

в отношении критериев допуска к торгам на этих рынках, была раскрыта в делегированных актах или технических стандартах» (п. 133).

«Уже существующим и проверенным рынкам не должен быть нанесен вред, а операторы рынков, предназначенные для малых и средних эмитентов, должны по-прежнему быть в состоянии работать на этих рынках без регистрации в качестве рынка роста МСП, но в соответствии с требованиями настоящей Директивы...» (п. 134).

«Для того чтобы эта новая категория рынков принесла пользу МСП, по крайней мере, 50% эмитентов, чьи финансовые инструменты торгуются на рынке роста МСП, должны быть малыми и средними предприятиями. Эта оценка должна проводиться ежегодно. Критерий 50% следует применять гибко. Если есть разумные основания полагать, что критерий 50% будет соблюден со следующего года, его временное несоблюдение не означает, что необходимо немедленно отказать торговой платформе в регистрации в качестве рынка роста МСП или снять ее с регистрации. Оценка того, является ли эмитент МСП, должна быть проведена на основе рыночной капитализации за последние три календарных года. Это должно гарантировать эмитентам плавный переход от специализированных к главным рынкам»<sup>10</sup> (п. 135).

Целиком приведены достаточно объемные положения из вступительной части Директивы MiFID II, это сделано по двум причинам. Во-первых, данные выдержки подтверждают и в определенной мере развивают уже сделанные суждения и предварительные выводы. Во-вторых, в самой директиве MiFID II рынкам роста МСП непосредственно посвящена только одна статья (ст. 33), что, видимо, отражает минималистский подход к правовому регулированию в данной области. Таким образом, приведенные выдержки позволяют лучше понять логику законодателя.

Прежде чем приступить к анализу ст. 33 Директивы MiFID II, необходимо дать определение основных терминов, которые приведены в ст. 4. Два определения являются ключевыми для данного исследования: рынок роста МСП и МСП. Согласно тексту Директивы «рынок роста МСП обозначает МТФ, зарегистрированную как рынок роста МСП в соответствии со Статьей 33»; «малые и средние предприятия» для целей настоящей Директивы – это компании, средняя рыночная капитализация которых не превышает EUR 200 млн на основе котировок на конец года за три предшествующих года»<sup>11</sup>. Основываясь только на этих двух определениях, можно сделать ряд важных выводов. Во-первых,

для растущих рынков МСП избрана единственная организационно-правовая форма – МТФ. Во-вторых, доступ к этим рынкам открыт для достаточно большого круга субъектов, причем даже относительно крупных компаний, так как капитализация 200 млн евро характерна скорее для крупного бизнеса. Таким образом, ограничив организационно-правовые формы, в рамках которых рынки роста МСП могут развиваться, авторы Директивы максимально расширили круг потенциальных эмитентов – участников данных рынков. Это взвешенный подход, поскольку он учитывает сложившуюся практику и позволяет сохранить все отмеченные преимущества. Очевидно, что при распространении данной практики на другие организационно-правовые формы снизилась бы эффективность правового регулирования рынков роста МСП, усложнилось бы привлечение капиталов, так как МСП пришлось бы выбирать, а для правильного решения потребовались бы дополнительные профессиональные консультации, а соответственно и издержки. Высокий уровень капитализации для вступающих на рынки роста МСП расширяет возможности для всей бизнес-среды в ЕС.

В ст. 33 Директивы MiFID II закреплено общее правило, согласно которому государства – члены ЕС должны предусмотреть в своем национальном праве возможность для оператора МТФ адресовать в национальный регулятор государства происхождения заявку с требованием регистрации МТФ в качестве рынка роста МСП.

На государства – члены ЕС возложена обязанность осуществлять контроль за тем, чтобы в отношении МТФ применялись эффективные правила и процедуры, которые гарантировали бы соблюдение ряда важных условий. Одно из них – минимальный (50%) порог участия МСП в МТФ в момент регистрации последнего в качестве рынка роста МСП и в течение любого последующего календарного года. Таким образом, МТФ, удовлетворяя этому правилу в момент регистрации, могут впоследствии нарушать этот предел.

Другие условия касаются непосредственно организации деятельности МТФ, признанного в качестве рынка роста МСП.

– Для участия в торгах должны быть установлены соответствующие критерии для первичного размещения и последующих выпусков ценных бумаг эмитента.

– При первичном размещении инвесторам должна быть предоставлена информация, достаточная для принятия инвестиционного решения, либо в форме документа о допуске, либо в форме проспекта

эмиссии, и в данном случае могут применяться правила, изложенные в Директиве 2003/71/ЕС.

– Эмитентом лично или от его имени должна предоставляться периодическая информация о финансовом положении, например, в виде ежегодных отчетов, которые предварительно прошли аудиторскую проверку.

– Участники рынка роста МСП должны отвечать требованиям, изложенным в Регламенте ЕС о рыночных злоупотреблениях (№ 596/2014).

– Информация об эмитентах должна храниться и быть общедоступной.

– Должны действовать механизмы контроля для предотвращения и пресечения рыночных злоупотреблений в соответствии с Регламентом ЕС № 596/2014.

Следует напомнить, что ЕС практически одновременно завершил масштабную реформу в области борьбы с рыночными злоупотреблениями, в результате которого приняты два правовых акта, в том числе и вышеуказанный Регламент ЕС № 596/2014<sup>12</sup>. Новые акты ЕС, регулирующие рынки финансовых инструментов и борьбу с рыночными злоупотреблениями, дополняют друг друга, имеют ряд перекликающихся положений. Именно поэтому ЕС долго не мог завершить реформу по этим направлениям, так как важно было ювелирно состыковать все новые правовые акты между собой, которые сами по себе очень сложные. Кроме того, стратегически важно было представить итоги обеих реформ одновременно – два новых акта в области борьбы с рыночными злоупотреблениями (Регламент ЕС № 596/2014 и Директива 2014/57/ЕС), а также MiFID II и MiFIR опубликованы в Официальном вестнике ЕС 12 июня 2014 г.

Завершая анализ ст. 33 Директивы MiFID II, укажем на основания прекращения регистрации MTF в качестве рынка роста МСП. Речь фактически идет о смене специализации, а не о прекращении деятельности как таковой, поэтому и оснований немного, и они вполне традиционны: либо добровольное решение инвестиционной фирмы или оператора рынка; либо нарушение положений ст. 33 в части требований, предъявляемых к MTF. В случае прекращения регистрации компетентные органы государств – членов ЕС должны в кратчайший срок сообщить Европейскому органу в области рынка ценных бумаг (ESMA)<sup>13</sup>, который должен на своей интернет-странице публиковать и своевременно обновлять список рынков роста МСП.

По общему правилу, государства – члены ЕС должны следить за тем, чтобы финансовые инструменты одного эмитента, допущенные к торгам на одном рынке роста МСП, не могли участвовать в торгах на другом рынке роста МСП. В противном случае эмитент должен быть проинформирован и не должен против этого возражать, к нему в данном случае не применимы дополнительные обязательства, связанные, например, с предоставлением периодической информации. Такая формулировка хорошо отражает современную ситуацию. Главная цель: предоставить МСП максимальные возможности для привлечения средств, желательно сразу на нескольких рынках роста МСП и не накладывать при этом на эмитента дополнительных затрат. С другой стороны, на формирующемся рынке предполагается минимальная гармонизация правил, что в принципе создает для эмитента определённые риски, поэтому окончательное решение должно оставаться за ним.

В условиях общей экономической нестабильности на финансовых рынках важно найти островки стабильности, которые могут при определённых условиях стать основными драйверами экономического роста. Как ни парадоксально, но подобными островками стабильности станут скорее не мощные транснациональные компании, а малые и средние предприятия. Уступая крупным компаниям в размере активов, малый и средний бизнес более подвижен и в большинстве случаев находит на рынке ниши, которые позволяют развивать бизнес, создавать рабочие места и исправно платить налоги. По той же причине представители малого и среднего бизнеса более ответственны и восприимчивы к риску и не могут использовать свободные средства для финансовых спекуляций. Но отсутствие доступа к крупным финансовым ресурсам и низкая капитализация часто становятся тормозом для дальнейшего развития, а иногда приводят к банкротству небольших компаний. Благодаря серьёзной реформе Директивы MiFID, Евросоюз пытается создать благоприятные условия для малых и средних предприятий, желающих диверсифицировать источники привлечения свободных средств путём размещения своих ценных бумаг на финансовых рынках. В 2017 г. будет открыта новая страница в развитии финансовых площадок ЕС, которые продолжают развиваться и видоизменяться. Возникнет новый вид МТФ с важной для ЕС специализацией – рынки роста МСП. По сути, будет впервые подвергнута правовому регулированию сложившаяся на рынках торговая практика, привлекательная

за счет минимальных требований к эмитентам, позволяющая избежать дополнительных затрат при первичном предложении или дополнительной эмиссии ценных бумаг. В дальнейшем предусмотрено принять акты, которые конкретизируют новые требования для МТФ. Это путь к общеевропейской системе финансирования потребностей европейского бизнеса, который, по мнению ЕС, составляет основу экономической стабильности и развития.

## **Instruments of International Financial Market for Small and Medium-Sized Enterprises (Summary)**

*Rustam A. Kasyanov\**

When in August 2015 the Chinese stock indexes were significantly downgraded, it became clear that China was unable to pull the world economy out of crisis which we have been witnessing during the last years. The low economic growth, heavy credit burden on enterprises and governments, high unemployment level – these are the problems which almost all governments try to tackle. Taking into account a high volatility in financial and commodities markets, the whole situation leaves much to be desired. In such cases it is difficult to find any effective means to solve the above problems, however it is possible, and one of such solutions is support of small and medium-sized enterprises. Thus, the European Union has decided to make the European financial markets more accessible for small and medium-sized enterprises providing the latter with additional financing opportunities. Solution to this challenge does not require allocation of significant sums (unlike granting loans to key banks of the euro zone or subsidizing companies). The idea is only to establish favourable conditions for European entrepreneurs in the European financial markets.

**Keywords:** European Union; European financial markets; Markets in Financial Instruments Directive; Multilateral trading facilities; Small and medium-sized enterprises.

---

\* Rustam A. Kasyanov – Ph.D. in Law (Russia), Ph.D. in EU Law (France), senior lecturer of the Chair of European Law MGIMO-University MFA Russia. [rprof@mail.ru](mailto:rprof@mail.ru).

<sup>1</sup> Commission implementing decision on the adoption of the work programme for 2015 and the financing for the implementation of the Programme for the Competitiveness of Enterprises and small and medium-sized enterprises (Brussels, 29.10.2014) // C(2014) 8044 final.

<sup>2</sup> Regulation (EU) № 345/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European venture capital funds // Official Journal of the European Union L 115, 25.04.2013, p. 1–17.

<sup>3</sup> Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC // Official Journal of the European Union L 145, 30.04.2004, pp. 1–44.

<sup>4</sup> Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU // Official Journal of the European Union L 173, 12.06.2014, p. 349–496.

<sup>5</sup> Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 // Official Journal of the European Union L 173, 12.06.2014, p. 84–148.

<sup>6</sup> См.: [http://www.newconnect.pl/index.php?page=root\\_ru](http://www.newconnect.pl/index.php?page=root_ru)

<sup>7</sup> См.: <http://www.newconnect.pl/index.php?page=1217>

<sup>8</sup> См.: [http://www.gpw.pl/o\\_spolce\\_ru](http://www.gpw.pl/o_spolce_ru)

<sup>9</sup> Roman Asyngier, NewConnect in comparison with Multilateral Trading Facilities in Europe. Irregularities in the functioning of the Polish MTF Market. // Proceedings of 2013 International Conference on Technology Innovation and Industrial Management (29-31 May 2013, Phuket, Thailand).

<sup>10</sup> Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU // Official Journal of the European Union L 173, 12.06.2014, p. 349–496.

<sup>11</sup> Там же.

<sup>12</sup> Подробнее см.: Касьянов Р.А. Европейский союз готов пересечь Рубикон, или Новый этап развития правового регулирования в области борьбы с рыночными злоупотреблениями // Российский юридический журнал. 2014. № 5. С. 78–88.

<sup>13</sup> Подробнее см.: Касьянов Р.А. Организация деятельности финансовых регуляторов в Европейском союзе // Вестник МГИМО-Университета. 2012. № 6. С. 147-153.