

**Федеральное государственное научно-исследовательское учреждение
«Институт законодательства и сравнительного правоведения
при Правительстве Российской Федерации»**

На правах рукописи

Гринберг Роман Витальевич

**ПРАВОВОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ УСТОЙЧИВОСТИ ФИНАНСОВЫХ
ИНСТРУМЕНТОВ В УСЛОВИЯХ ВОЛАТИЛЬНОСТИ РЫНКА ЦЕННЫХ
БУМАГ**

5.1.3. Частно-правовые (цивилистические) науки (юридические науки)

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени

кандидата юридических наук

Москва – 2026

Диссертация выполнена в Федеральном государственном научно-исследовательском учреждении «Институт законодательства и сравнительного правоведения при Правительстве Российской Федерации».

Научный руководитель:

Вильданова Марина Михайловна,
кандидат юридических наук, ведущий научный сотрудник Центра частного права ФГНИУ «Институт законодательства и сравнительного правоведения при Правительстве Российской Федерации»

Официальные оппоненты:

Белицкая Анна Викторовна,
доктор юридических наук, доцент, профессор кафедры предпринимательского права юридического факультета ФГБОУ ВО «Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова»

Егорова Мария Александровна,
доктор юридических наук, профессор, профессор кафедры конкурентного права ФГАОУ ВО «Московский государственный юридический университет им. О.Е. Кутафина (МГЮА)»

Ведущая организация:

ФГБОУ ВО «Всероссийская академия внешней торговли Министерства экономического развития Российской Федерации (ВАВТ Минэкономразвития России)»

Защита диссертации состоится «__» _____ 2026 года в __ час. __ мин. на заседании диссертационного совета 02.1.002.04, созданного на базе ФГНИУ «Институт законодательства и сравнительного правоведения при Правительстве Российской Федерации», по адресу: 117218, Москва, ул. Большая Черемушкинская, д. 34, зал ученого совета, 5 этаж, каб. 505.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке и на официальном сайте Института законодательства и сравнительного правоведения при Правительстве Российской Федерации – www.izak.ru.

Автореферат разослан «__» _____ 2026 года.

Ученый секретарь диссертационного совета,
кандидат юридических наук

Ф.В. Цомартова

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. За последние несколько лет стратегические ориентиры развития отечественного финансового рынка, нашедшие непосредственное отражение в официальном документе Банка России «Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2025 год и период 2026 и 2027 годов»¹, обуславливают необходимость усиления роли рынка капиталов как источника финансирования экономики и укрепления уровня доверия со стороны инвесторов. Ключевым сегментом рынка капиталов будет выступать фондовый рынок, призванный расширить доступ субъектов гражданского оборота к финансовым ресурсам. Тем не менее практические стороны данной отрасли демонстрируют, что любое лицо может наблюдать за систематическими или хаотичными колебаниями ценовых показателей финансовых активов, что только усиливает опасения относительно надежности инвестиционного рынка Российской Федерации и его обеспеченности юридической защитой. Более того, стоимость ценных бумаг и производных финансовых инструментов обладает свойством расти и снижаться под влиянием множества факторов, не поддающихся абсолютно точному прогнозированию даже со стороны наиболее опытных участников рынка ценных бумаг.

В экономической литературе данное явление обозначается термином «рыночная волатильность», и ситуативный характер подобной ценовой нестабильности до сих пор остается неотъемлемой частью финансового рынка. В силу этого законодатель вынужден оперативно реагировать на непредсказуемые изменения этого экономического показателя с целью

¹ URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/165924/onrfr_2025_2027.pdf (дата обращения: 2 июля 2025 г.).

сохранения устойчивости инвестиционного портфеля и диверсификации рисков профессиональных участников гражданского оборота.

Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»² (далее – Закон о рынке ценных бумаг) определяет производные финансовые инструменты (далее – ПФИ) в качестве одного из средств защиты инвестиций от возможного обесценивания, однако автор диссертации считает необходимым провести работу по конкретизации обозначенных положений в соответствующей нормативной базе³, чтобы полностью удостовериться в институциональной принадлежности данной юридической конструкции. В связи с этим, представляется целесообразным перейти к формулировке ключевых вопросов, определяющих логику настоящего исследования: 1) каким образом рыночная волатильность находит отражение в сфере правоприменения законодательства о рынке ценных бумаг; 2) какова базовая структура инвестиционных правоотношений, складывающихся между сторонами антиволатильных договорных механизмов; 3) какие методы правового обеспечения устойчивости финансовых инструментов способны надежно минимизировать риски инвесторов в условиях повышенной волатильности фондового рынка.

О безусловной **актуальности** предложенной темы диссертационного исследования свидетельствуют несколько факторов:

во-первых, увеличение числа неквалифицированных участников рынка капиталов в связи с расширением сферы влияния электронных инвестиционных платформ. Данный фактор позволит продемонстрировать причинно-следственную связь между действиями «неразумных инвесторов»⁴ и изменением стоимости ценных бумаг и иных активов, подверженных

² СЗ РФ. 1996. № 17. Ст. 1918.

³ См.: Указание Банка России от 16 февраля 2015 г. № 3565-У «О видах производных финансовых инструментов» // Вестник Банка России. 2015. № 28.

⁴ Грэм Б. Разумный инвестор: полное руководство по стоимостному инвестированию. М., 2014. С. 93.

волатильности. Как результат повышенная волатильность, спровоцированная подобным поведением, ставит под угрозу стабильность фондового рынка и рынка капиталов в целом, что требует незамедлительного реагирования со стороны регулятора;

во-вторых, стремительное развитие рынка криптовалют и цифровых финансовых активов приводит к вытеснению наиболее «консервативных» инвестиционных направлений на второй план и, как следствие, потенциальному изменению стоимости ценных бумаг. Это, в свою очередь, вынуждает инвесторов перенаправлять денежные потоки, что в дальнейшем только усиливает стоимостные риски в связи с появлением спекулятивных операций. Данное направление также требует, не столько регуляторного воздействия на данную индустрию, сколько использования инструментария технологии блокчейн для обеспечения стабильности отечественного рынка ценных бумаг;

в-третьих, потребность в нормативном закреплении новых механизмов защиты инвесторов с точки зрения практики обоснованно предполагает рост спроса на юридически допустимые комбинации инвестиционных конструкций, позволяющих обеспечить достойный уровень хеджируемости (от англ. hedge – гарантия) портфеля. В условиях, когда законодательство о рынке ценных бумаг отличается повышенным уровнем императивности и не предполагает широкой свободы, в том числе относительно правового регулирования производных финансовых инструментов, участникам рынка необходим минимальный набор средств для диверсификации рисков снижения реальной и потенциальной стоимости инвестиций. В данном случае речь идет о легальном закреплении механизмов защиты инвесторов от волатильности, которые могут находить отражение в соответствующих биржевых правилах и нормативах;

в-четвертых, отсутствие достаточного правового материала по проблематике волатильных инвестиционных конструкций как одного из

фундаментальных явлений рынка капиталов, основанного на имеющемся экономическом базисе. Такой институт, как волатильность, тщательно исследовался по большей части в экономической науке, однако в силу тесной связанности права и экономики юридическая сторона вопроса должна включать идеи инвестиционных реалий, оформляя их в нормы законодательства о рынке ценных бумаг. Именно абстрактные нормативные модели и предписания позволяют предвидеть изменение инвестиционной конъюнктуры в ближайшее десятилетие.

Предложенные обстоятельства не столько подтверждают высокую степень актуальности заявленной проблематики, сколько структурируют комплекс имеющихся экономико-правовых проблем, требующих переосмысления законодателем с точки зрения существенной оптимизации процессов с учетом современной инвестиционной культуры на мировом рынке. Актуальность настоящей работы определяется тем, что ее теоретические результаты направлены исключительно на практическое решение диверсификационной проблемы, связанной с созданием механизма правовой защиты участников рынка ценных бумаг от неконтролируемых колебаний цен на финансовые активы.

Степень научной разработанности темы исследования. Проблематика обеспечения устойчивости финансовых инструментов к волатильности на рынке ценных бумаг рассматривается отечественной доктриной в рамках вопроса о видах производных финансовых инструментов – как правило, в отрыве от экономического базиса и правил экономического анализа права (от англ. law & economics)⁵, что уже формирует догматические рамки нормативистского подхода. Диссертантом предпринята попытка доказать взаимосвязь между экономикой и правом именно в условиях борьбы с непрогнозируемой

⁵ См.: Карапетов А.Г. Экономический анализ права. М., 2016. С. 32.

волатильностью на организованном рынке, в результате чего **теоретическую основу диссертационного исследования** составили работы следующих ученых.

В части основных подходов экономической теории и классической школы финансов в сфере волатильности на рынке ценных бумаг были изучены труды таких ученых, как А.А. Алчиан, А.Г. Карапетов, А.Н. Хорин, А.В. Бровкин, К. Арроу, Ф.Х. Найт, Г.М. Марковиц, Э.Ф. Фама, М.Х. Миллер, Ф. Модильяни, Дж. Линтнер, М.Дж. Гордон, С. Шефрин, Г. Шверт, Б. Грэм, Л. Харрис.

В рамках дискуссии о функционировании рынка ценных бумаг и его влиянии на корпоративное право и управление диссертант учитывал позиции В.В. Здравенина, А.В. Габова, Н.Г. Семилутиной, В.Д. Миловидова, А.С. Селивановского, Р. Дж. Гилсона, Р. Краакмана, Р. Романо, Л.Э. Рибстайна, Э.А. Познера, Э.А. О'Хара, Д.И. Степанова, К.К. Уайтхеда, А. Хадсона, Р. Ла Порта, А. Шварца, Э.Г. Фокса, М.Б. Фокса, Дж.Р. Мейси, В. Финч, Дж.Р. Грегори, Г. Хансманна, К. Солинаса.

Категории ПФИ, клиринга финансовых инструментов и риск-менеджмента в своих работах исследовали Р.С. Мертон, М.С. Скоулз, Р.М. Стулц, Дж. Халл, А. Бенсуссан, И.О. Адесойе, А. Дату, К.Д. Клак, Д. Менгл, Т.Э. Линч, А.С. Селивановский, П. Аббасси, А.Л. Назарет, Д. Д'Андрия.

Фундаментальные аспекты рынка капиталов, микроструктуры и дивидендов, а также воздействия предложенных категорий на изменение ценовых показателей изучались М.П. Логиновым, М.С. Марамыгиным, А.Н. Волковым, Ф. Блэком, Дж. Баскином, К. Карлссоном, А. фон Рентельном, М. Бахмайером, К. Паттенденом, Г. Твайтом, А. Зивом, Р.В. Вишны, А. Шлейфером, Д.В. Даймондом, Р.Г. Раджаном, К.У. Смитом, У.Х. Пайком, Б. Барбером, Т. Одианом.

В качестве **цели** диссертационного исследования выступает разработка и юридическое обоснование комплексной, формализованной теоретико-правовой модели *ex ante* (предварительного, превентивного) обеспечения устойчивости финансовых инструментов в условиях волатильности рынка ценных бумаг, интегрирующей публично-правовые и частноправовые контуры регулирования, договорные механизмы диверсификации, а также критерии правовой реакции на ценовые колебания и сравнительную оценку адаптивности и ликвидности биржевых и внебиржевых режимов. Такая модель строится на материалах диссертационного исследования и ориентирована на доктринально выверенную трансформацию действующих норм законодательства о рынке ценных бумаг при сохранении рыночной логики ценообразования и баланса интересов инвесторов и эмитентов.

Достижение поставленной цели позволяет сформировать единую архитектуру правового обеспечения устойчивости рынка при соблюдении нормативных критериев допустимого и пропорционального вмешательства в рыночные процессы; типологизации договорных механизмов диверсификации с указанием регламентируемых пределов и взаимосвязей; предсказуемости правовой реакции на ценовые колебания, обеспечивающие автоматизируемость и детерминацию возникновения юридически значимых последствий; сравнительных рекомендаций по интеграции биржевых и внебиржевых режимов в целях снижения транзакционных издержек и предотвращения увеличения рисков неблагоприятных последствий для инвесторов.

В рамках проведения исследовательской работы диссертантом были поставлены следующие **задачи**:

- 1) выделение основных факторов, влияющих на уровень волатильности ценных бумаг, и выработка на этой основе конкурентного предложения по

защите прав и законных интересов инвесторов от последствий их негативного воздействия;

2) формирование расширенного перечня ПФИ, обеспечивающих автоматизированную защиту от высокого и неконтролируемого уровня волатильности, в совокупности с обеспечением интересов не только обладателей соответствующих активов, но и потенциальных приобретателей в перспективе;

3) структурный анализ соотношения волатильности инвестиционных конструкций с подтверждением гипотезы об их взаимодействии как общего с частным;

4) определение особенностей и условий предмета сделок, хеджирующих экономические риски изменения котировок на рынке ценных бумаг, а также формирование предложений в законодательство с целью введения новых ПФИ и автоматизированных механизмов защиты от неконтролируемого изменения котировок;

5) выявление принципов функционирования современных антиволатильных конструкций, к числу которых относятся инверсионные плавающие инструменты, внебиржевые ПФИ, кредитные дефолтные свопы, а также сочетание различных опциональных схем, формирующих концепцию идеального диверсификационного механизма, обеспечивающего многоуровневую защиту со стороны регулятора.

Объектом диссертационного исследования являются общественные отношения, возникающие при обращении финансовых инструментов на организованном и внебиржевом рынках в условиях волатильности.

Гипотеза данного исследования заключается в юридической классификации основных триггеров (англ. «trigger», «спусковой крючок») волатильности для последовательной детерминации обеспечительных

механизмов, позволяющих минимизировать риски финансовых потерь инвесторов от неконтролируемых скачков волатильности на фондовом рынке и на рынке капиталов, в целях дальнейшего установления на законодательном уровне механизмов *ex ante* контроля посредством предложения участникам гражданского оборота способов диверсификации инвестиционных рисков. Реализация данной гипотезы возможна через различные инвестиционные конструкции, препятствующие риску дефолта от скачков уровня волатильности, к которым относятся и производные финансовые инструменты – как закрепленные в действующем законодательстве о рынке ценных бумаг, так и широко распространенные конструкции, применяемые в зарубежной инвестиционной практике.

Основной акцент в исследовании сделан на превентивном контроле и структурировании договорных правоотношений посредством заключения сделок на бирже профессиональными участниками оборота и проведения внебиржевых обеспечительных транзакций при комбинировании различные инструменты друг с другом. Соответственно, вопросы последующей судебной и внесудебной защиты прав и законных интересов инвесторов рассматривались диссертантом постольку, поскольку это было необходимо для системного анализа заявленной проблематики.

В качестве **методологической базы работы** выступает совокупность общенаучных и специальных приемов, обеспечивающих полноту и достоверность полученных научных результатов. Диалектический подход позволяет проследить, как ценовые колебания зависят от времени и как на их динамику влияют юридические и экономические факторы в совокупности. Использование приемов анализа и синтеза, индукции и дедукции предоставило возможность выделить ключевые детерминанты волатильности и зафиксировать их влияние на регулирование инвестиционных отношений.

Для решения прикладных задач использовались по большей части специальные юридико-экономические методы. Так, нормативное моделирование применялось при разработке предложений о внесении изменений в Закон о рынке ценных бумаг и биржевые правила; сравнительно-правовой анализ – при сопоставлении отечественных норм с практикой ЕС и США; подход экономического анализа права использовался для оценки того, как предлагаемые новеллы могут повлиять на транзакционные издержки и устойчивость рынка.

Формально-юридический метод позволил структурировать и классифицировать соглашения, призванные снижать риски волатильности, тогда как структурно-функциональный подход помог выявить их место и роль в системе юридических механизмов защиты прав инвестора.

Применение каждого метода соотнесено с конкретной задачей исследования. Так, изучая макро- и микроэкономические факторы волатильности, диссертант использовал анализ, индукцию и нормативное моделирование, что позволило сформулировать превентивные правовые решения. При разработке расширенного перечня защитных инструментов ключевым стал сравнительно-правовой метод в сочетании с экономическим анализом права: сопоставление зарубежных деривативных конструкций с отечественной практикой по данному вопросу способствовало выявлению приемов эффективного хеджирования, которые могут быть имплементированы в национальное законодательство.

Исследование соотношения волатильности инвестиционных конструкций опиралось на структурно-функциональный подход и формально-юридический анализ, что позволило продемонстрировать, как производные финансовые инструменты интегрируются в систему методов правовой защиты. Для определения существенных условий антиволатильных инструментов

применялся формально-правовой метод в сочетании с приемами договорного моделирования. Наконец, при изучении принципов работы конкретных механизмов, обеспечивающих защиту от скачкообразных колебаний ценовых показателей, использовались диалектический и сравнительно-правовой методы: это дало возможность обобщить зарубежный и российский опыт применения инверсионных и комбинированных опционных схем, а также кредитных свопов.

Посредством такого междисциплинарного подхода были всесторонне оценены правовые риски, возникающие при высокой волатильности, и сформировать обоснованные предложения по их снижению.

Эмпирическую и нормативную основу исследования составили: нормы Закона о рынке ценных бумаг, Гражданского кодекса РФ (далее – ГК РФ), постановления Пленумов Верховного Суда РФ и Высшего Арбитражного Суда РФ, информационные письма Высшего Арбитражного Суда РФ, акты судов общей юрисдикции и арбитражных судов, а также зарубежное законодательство и материалы судебной практики.

В процессе исследования диссертантом проанализировано более 200 зарубежных источников на иностранном языке, что позволило не только сделать практические выводы, но и сформулировать теоретические умозаключения, необходимые для эффективного решения поставленных задач. Важным элементом работы стали статистические данные, а также сведения из иностранных интернет-ресурсов, которые освещают вопросы защиты инвестиционного портфеля от рисков волатильности на рынке ценных бумаг.

Изучением вопроса о признаках и основных характеристиках института волатильности на рынке ценных бумаг, проблематики нормативной проработки имеющихся инвестиционных конструкций, позволяющих диверсифицировать риски инвесторов, а также целей антиволатильного законодательства и его пользы для стабилизации рыночной ситуации занимались, в частности,

следующие ученые: Д. Адамс, А. Алчиан, М. Блуме, Д.М. Галлигар, Р. Гилсон, Ф.М. Джонсон, Д.Г. Карлсон, Р. Краакман, Т.Е. Линч, А. Маккинлей, Ф.Х. Найт, Э. Рок, А. Рубинштейн, К.В. Смит, Ф. Фабоции, Е. Фама, Е. Фокс, М. Фокс, Д. Франц, А. Хадсон, Х. Хансмаан, К. Хопт, Д. Шверт.

Научная новизна диссертационного исследования выражена в предложении новых механизмов по обеспечению устойчивости финансового портфеля инвестора к неконтролируемым изменениям цены активов на рынке ценных бумаг в совокупности с защитой организованного рынка посредством адаптивного механизма приостановления торгов с динамическими ценовыми диапазонами, краткосрочными и расширенными паузами, аналогов которым в законодательстве Российской Федерации не имеется. Анализируется экономическая концепция волатильности как политико-правовой проблемы на уровне баланса экономической свободы и минимально необходимого регуляторного патернализма, что выражается в идее, согласно которой право не подменяет механизм обнаружения и фиксации рыночной цены, а задает рамки добросовестности и предсказуемости поведения участников.

Положения диссертации акцентируют внимание на политико-правовых целях государства по обеспечению стабильности финансового рынка и защиты прав инвесторов и обосновывают смещение акцента регулирования в сторону *ex ante* инструментов без искажения конкуренции и процесса формирования цены. Научная новизна состоит в формализации категории «юридическая диверсификация» как метода распределения правовых рисков между режимами регулирования эмитентов и инфраструктуры и в определении критериев допустимости регуляторных вмешательств (функциональные пороги, их длительность и процедуры публичного уведомления) при автоматизированном приостановлении торговли.

Важным аспектом настоящего исследования также является закрепление юридической концепции перераспределения риска волатильности в зависимости от конкретного типа триггера, предложенного автором для применения разных обеспечительных конструкций. Обоснована необходимость ограничительного подхода к саморазмещаемым финансовым инструментам самой организованной платформой, которая выступает одновременно и финансовым посредником, что определяет новые регуляторные перспективы с точки зрения ликвидности инвестиционного инструментария участников гражданского оборота.

Научная новизна диссертационного исследования раскрывается в следующих разработанных автором **положениях, выносимых на защиту:**

1. Диссертантом обосновывается концепция гибридного инструмента – конвертируемой облигации с двойным обеспечением от «размывания» стоимости (далее – Dual Shield Note, DSN, конвертируемая облигация с двойным обеспечением), предназначенной для одновременного хеджирования ценовой волатильности и правовой неопределенности, где базовая долговая часть сочетается с деривативным волатильностным компонентом и выплатой, поставленной под отлагательное условие сохранения ключевых регуляторных параметров, выбранных инвестором. Необходимость введения предлагаемого механизма обусловлена выявленными диссертантом рыночными и правовыми рисками, которые традиционные структурные облигации переносят лишь частично.

2. Доказана возможность юридического обоснования конвертируемой облигации с двойным обеспечением от «размывания» стоимости, которая раскрывается через совокупность следующих положений: 1) возможность ставить осуществление прав по облигации в зависимость от наступления указанных в ней обстоятельств на основании п. 11 ст. 2 Закона о рынке ценных

бумаг; 2) допустимость заключения сделок под отлагательным условием согласно ст. 157 ГК РФ; 3) действие специального правового режима структурных облигаций, закрепленного ст. 27.1-1 Закона о рынке ценных бумаг; 4) порядок конвертации эмиссионных ценных бумаг общества в акции, установленный ст. 37 Федерального закона от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»⁶ (далее – Закон об АО). Тем самым конвертируемая облигация с двойным обеспечением рассматривается как юридически допустимая конструкция, сочетающая условные выплаты, производный финансовый элемент и корпоративный механизм конвертации.

3. Предлагается модель интеграции конвертируемой облигации с двойным обеспечением от «размывания» стоимости через стандарты эмиссии, порядок допуска к организованным торгам и корпоративную процедуру конвертации. Эмиссионные документы в соответствии с Положением Банка России от 19 декабря 2019 г. № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг»⁷ (далее – Положение № 706-П) должны отражать критерии условных выплат с точки зрения конкретных экономических формул, исчерпывающую идентификацию источников данных и порядок их верификации, устанавливать приоритет юридических последствий («денежное исполнение» либо «конвертация» при наступлении конкурирующих обстоятельств), распределять роли участников расчетов, включая расчетного агента, и регламентировать резервные процедуры на случай недоступности индикаторов. Указанное условие интеграции относится к той части данного производного финансового инструмента, которая отвечает за защиту от волатильного элемента, то есть реагирует на изменения под влиянием повышения уровня волатильности на рынке ценных бумаг.

4. Диссертантом доказываемая правовая модель оформления и обращения конвертируемой облигации с двойным обеспечением, выстраиваемая в

⁶ СЗ РФ. 1996. № 1. Ст. 1.

⁷ URL: base.garant.ru/73548822 (дата обращения: 21 сентября 2025 г.).

зависимости от статуса эмитента. Для субъектов, предусмотренных законом, допустима структурная облигация с варьируемой суммой исполнения в пределах ст. 27.1-1 Закона о рынке ценных бумаг; для иных эмитентов – облигация со «встроенным производным» при полном раскрытии методики, рисков и условий исполнения. Допуск к обращению на организованных торгах обеспечивается при соблюдении требований Положения Банка России от 24 февраля 2016 г. № 534-П «О допуске ценных бумаг к организованным торгам»⁸ (описание механизма выплат, условий конвертации и событий-триггеров), а корпоративный блок конвертации приводится в соответствие со ст. 37 Закона об акционерных обществах. При этом наиболее юридически нестабильные зоны правоприменения требуют максимально четкого закрепления правового статуса элементов ПФИ: равенство прав владельцев ценных бумаг одной серии обеспечивается отказом от индивидуализации параметров на уровне отдельных инвесторов и закреплением различий на уровне конкретной сделки совмещение выплаты и конвертации разрешается при установленной в проспекте иерархии юридических фактов и последствий, а проверяемость расчетов достигается формульной определенностью, единообразием источников ценовой информации, наделением независимого расчетного агента полномочиями по верификации входных данных и установлением резервных процедур.

Порядок выпуска конвертируемой облигации с двойным обеспечением должен соответствовать общим стандартам эмиссии и раскрытия, включая принятие решения о выпуске и проспекта с детальным описанием компонента ПФИ, расчетной методики, событий-триггеров, условий конвертации, роли расчетного агента и раскрытия рисков, а также последующую государственную регистрацию либо представление уведомления в Банк России.

⁸ URL: docs.cntd.ru/document/420352415 (дата обращения: 21 сентября 2025 г.).

5. Аргументируется необходимость нормативного закрепления адаптивного механизма приостановления торгов – «автоматического ограничителя волатильности» (от англ. soft-circuit breaker) с динамическими ценовыми коридорами, краткосрочными и расширенными паузами и оперативной корректировкой гарантийного обеспечения, как условия снижения краткосрочной рыночной дезорганизации и защиты прав инвесторов, в том числе по инструментам с производным компонентом конвертируемой облигации с двойным обеспечением. Реализация такого механизма требует внесения целевых изменений в Закон о рынке ценных бумаг, Федеральные законы от 21 ноября 2011 г. № 325-ФЗ «Об организованных торгах»⁹ (далее – Закон об организованных торгах) и от 7 февраля 2011 г. № 7-ФЗ «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте»¹⁰ (далее – Закон о клиринге), а также соответствующей детализации в подзаконных актах Банка России. Предлагаемый автоматический ограничитель волатильности представляет собой нормативно закреплённый механизм, основанный на автоматическом расчете интегрального индекса волатильности по утвержденной регулятором методике, что позволяет возводить его в ранг межплощадочного. В отличие от действующих процедур¹¹ ограничитель вводит единые минимальные параметры и их обязательную синхронизацию с пересмотром гарантийного обеспечения и риск-параметров клиринговой организации: достижение порога влечет автоматическое приостановление торгов соответствующим инструментом на 60 минут, подтверждение гипотезы о неконтролируемых колебаниях цен – до 24 часов, а возобновление торгов

⁹ СЗ РФ. 2011. № 48. Ст. 6726.

¹⁰ СЗ РФ. 2011. № 7. Ст. 904.

¹¹ Правила проведения торгов на фондовом рынке, рынке депозитов и рынке кредитов (утверждены наблюдательным советом ПАО «Московская Биржа» 1 августа 2025 г., протокол № 4) URL: fs.moex.com/files/17019/53213 (дата обращения: 21 сентября 2025 г.); Порядок проведения торгов в форме дискретного аукциона. URL: <https://www.moex.com/a/775> (дата обращения: 21 сентября 2025 г.).

осуществляется с учетом реагирования регулятора и при обязательном публичном раскрытии параметров и оснований.

6. Обосновывается необходимость нормативного закрепления обязанности организаторов торговли, в том числе бирж, разрабатывать, утверждать и применять внутреннюю политику предотвращения конфликта интересов в случаях саморазмещения и допуска к организованным торгам финансовых инструментов, в отношении которых у самой биржи либо у аффилированных с ней лиц имеется прямой или косвенный имущественный интерес в рамках изменений в Федеральный закон от 20 июля 2020 г. № 211-ФЗ «О совершении финансовых сделок с использованием финансовой платформы»¹² (далее – Закон о сделках с использованием финансовой платформы). Установление такой обязанности представляется необходимым в целях формирования единообразного и предсказуемого правового режима саморазмещения производных финансовых инструментов, поскольку отсутствие специально закрепленных антиконфликтных процедур создает условия для неоднозначного толкования допустимых пределов участия организатора торговли в выводе инструмента на рынок. Наличие у биржи собственного имущественного интереса в отношении допускаемого к обращению инструмента объективно повышает риск совмещения функций организатора торгов и заинтересованного участника рынка, что способно повлечь снижение стандартов независимой оценки инструмента, искажение критериев его отбора и нарушение баланса интересов участников организованных торгов.

Доказывается, что обязательное внедрение внутренней политики предотвращения конфликта интересов должно рассматриваться не как факультативный элемент корпоративного управления, а как необходимая

¹² СЗ РФ. 2020. № 30. Ст. 4737.

гарантия добросовестности поведения организатора торговли, направленная на обеспечение прозрачности процедур допуска финансовых инструментов к обращению, снижение информационной асимметрии между профессиональными участниками и инвесторами, а также поддержание доверия к инфраструктуре рынка ценных бумаг.

7. Формулируется модель динамических плечей как юридически оптимальный механизм превентивного регулирования, исходя из того, что высокий уровень заемного финансирования повышает чувствительность компаний к любым ценовым изменениям. Предельный размер заемного финансирования должен устанавливаться не абстрактно, а через нормативно закреплённую формулу, учитывающую волатильность базового актива и кредитный рейтинг. Под моделью динамических плечей понимается нормативно закреплённый механизм установления и автоматической корректировки предельного размера заемного финансирования эмитента или участника торгов, рассчитываемого по утверждённой регулятором формуле на основе параметров рыночной волатильности базового и кредитного рейтинга. Предельное плечо подлежит периодическому и внеочередному пересмотру в автоматическом режиме, применяется ко всем новым и действующим позициям с даты пересчёта, а его превышение влечёт установленные проспектом и правилами последствия: повышение маржинальных требований, ограничение открытия новых позиций, принудительное снижение позиции. Тем самым ограничение маржинальной торговли переводится из режима индивидуальных реакций, выраженных в информационных письмах Банка России, в режим предсказуемой нормативной модели, дополнительно стабилизируемой посредством мягкого ограничителя волатильности.

8. Вводится в теоретический базис рынка ценных бумаг классификация ошибок первого и второго типа, связанных с поэтапной системой защиты

держателя конвертируемой облигации с двойным обеспечением. Интеграция классификации ошибок первого и второго типа в теоретический базис отечественной науки о ценных бумагах дает практический эффект, когда при возникновении ошибки первого типа срабатывает опционный уровень защиты в конвертируемой облигации с двойным обеспечением, а при возникновении ошибки второго типа – компенсационный. Под ошибкой первого типа следует понимать ситуацию неправильного поведения на организованном рынке, возникающую в случаях, когда определенная причина фактически повлияла или не повлияла на цену потенциального актива, но наблюдаемое изменение цены под влиянием триггера было существенным. При ошибке второго типа возникают ситуации, когда определенное явление действительно оказало влияние на цену потенциального актива, но наблюдаемое изменение цены с поправкой на рынок в конкретный период времени не было статистически значимым для фиксации соответствующего уровня волатильности. Оба этих функциональных дефекта создают неправильное представление о текущем уровне волатильности на фондовом рынке и нивелируют доверие к гражданскому обороту со стороны потенциальных и действующих инвесторов.

Теоретическая и практическая значимость. Теоретическая значимость диссертационного исследования выражается в формировании абсолютно новой диверсификационной концепции юридической *ex ante* защиты от волатильности на рынке ценных бумаг – во введении нескольких типов ошибок, позволяющих выявить степень темпоральной длительности конкретного триггера, а также его существенности по отношению к активу и его ценовому диапазону. Диссертантом проведено исследование по опровержению общепринятого тезиса о взаимосвязи между повышением уровня маржинальной торговли и повышением уровня волатильности по отношению к конкретному типу активов или инвестиционному сектору в отдельности.

Практическая значимость исследования выражается в предложении конкретных механизмов для решения вопроса о неконтролируемом изменении стоимости инвестиционного портфеля участника рыночных правоотношений, а именно: для интеграции нового производного финансового инструмента, функционирующего на основе технологии блокчейн и предназначенного для одновременного хеджирования ценовой волатильности и правовой неопределенности от нормативного указания регулятора; закрепления адаптивного механизма приостановления торгов с динамическими ценовыми диапазонами, краткосрочными и расширенными паузами и оперативной корректировкой гарантийного обеспечения, так как законодательная база не предоставляет инвесторам эффективную защиту активов, в то время как предлагаемый механизм позволяет снижать ущерб пропорционально росту волатильности на нескольких этапах.

Апробация результатов исследования. Диссертация подготовлена в центре частного права Института законодательства и сравнительного правоведения при Правительстве Российской Федерации и обсуждена на заседании центра частного права Института.

Основные положения диссертационного исследования получили отражение в статьях, которые опубликованы в журналах, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией при Министерстве науки и высшего образования РФ, а также в выступлениях на международных и всероссийских научно-практических конференциях (круглый стол «Электронная торговля в орбите правового регулирования» (ИЗиСП, 13 марта 2025 г.) – по теме «Проблематика института self-listing операторов финансовых платформ в условиях изменения законодательства о рынке ценных бумаг»; XII Общероссийское годовое собрание теоретиков права «Систематизация законодательства: от устоявшихся концепций к современным новациям (к

100-летию И.С. Самощенко)» (ИЗиСП, 5–6 марта 2025 г.) – по теме «Правовые аспекты влияния дивидендной политики компании на волатильность рынка ценных бумаг»; XX Международная школа-практикум молодых ученых-юристов «Ресурсы права в реализации приоритетных стратегических инициатив» (ИЗиСП, 14 мая 2025 г.) – по теме «Основания и правовые последствия ограничения допустимого объема кредитного плеча для маржинальных сделок»).

Основное содержание и структура диссертационного исследования обусловлены кругом обозначенных проблем, его целью и задачами.

Диссертация состоит из введения, двух глав, шести параграфов, заключения и списка использованной литературы.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во введении обоснованы выбор и актуальность темы диссертационного исследования в контексте повышенной ценовой изменчивости на финансовых рынках и роста доли розничных инвесторов. Определены цель и задачи работы, объект и предмет исследования, раскрыта степень разработанности темы в отечественной и зарубежной доктрине. Изложены методологические основания исследования (доктринально-правовой, сравнительно-правовой, функциональный и экономико-правовой анализ), а также нормативная и эмпирическая база, в частности законодательство и подзаконные акты, биржевые и клиринговые регламенты, проспектная документация, данные публичной отчетности. Сформулированы положения, выносимые на защиту, раскрывающие вклад диссертанта в развитие теории и практики регулирования: нормативно ориентированное определение волатильности как юридически значимого свойства ценовых процессов; доктрина «юридической диверсификации» как самостоятельной стратегии снижения правовых и агентских рисков; критерии допустимых ограничений кредитного «плеча» как инструмента защиты прав клиентов без избыточной дестабилизации рынка; требования к управлению конфликтом интересов операторов финансовых платформ; параметры «автоматического ограничителя волатильности» как фундаментального механизма реагирования на ценовые шоки; архитектура гибридных инструментов с волатильностным и условным компонентами, обеспечивающая правовую исполнимость в отечественном правовом порядке. Продемонстрирована теоретическая значимость результатов для доктрины рынка ценных бумаг и практическая применимость для эмитентов, профессиональных участников, организаторов торгов и регулятора.

В главе 1 «Юридическая характеристика волатильности на рынке ценных бумаг», проведено исследование правовой природы такого экономического явления как волатильность, которое может быть отражено в различных правовых аспектах обеспечения стабильности финансовых инструментов в условиях определенной экономической нестабильности, что выражается в наборе определенных юридических характеристик. Настоящая глава формирует теоретико-правовую основу исследования волатильности на рынке ценных бумаг и задает рамки последующего анализа инструментов и инфраструктурных процедур. Цель – выявление юридически значимых свойств ценовой изменчивости и их прямого влияния на частноправовые и публично-правовые отношения, включая режимы организованных торгов, раскрытия информации, клиринга и управления обеспечением.

В качестве исходного допущения принимается, что волатильность представляет собой не только экономическую характеристику колебаний цен, но и правовой фактор, определяющий распределение рисков между участниками оборота, содержание их прав и обязанностей, а также пределы дозволенного вмешательства инфраструктурных организаций и регулятора. В связи с этим применен функциональный подход: правовые средства оцениваются по способности одновременно сохранять информативность рыночной цены и обеспечивать непрерывность исполнения обязательств в условиях стрессов при минимизации регуляторной произвольности и соблюдении принципов необходимости и соразмерности.

Обосновывается нормативно ориентированное определение волатильности как устойчивого свойства ценовых процессов, проявляющегося в форме краткосрочных и среднесрочных шоков и обуславливающего повышенные требования к юридической инфраструктуре рынка. Раскрываются ключевые источники ценовых отклонений, структурированные по трем блокам:

информационным, поведенческим и инфраструктурным. Показано, что искажения раскрытия, селективный доступ к существенным сведениям и несвоевременность публикаций усиливают информационную асимметрию и формируют правовые риски для эмитентов и инвесторов.

Отмечено, что массовые стратегии поведения, в том числе алгоритмические, при отсутствии предсказуемых процедур биржи и клиринга увеличивают вероятность ценовых скачков и цепных закрытий позиций. Сделан вывод о необходимости ex ante-настройки правовой архитектуры рынка: ясности и однозначности договорных конструкций, единообразия и прозрачности процедур раскрытия, предсказуемости параметров клиринга и обеспечения, а также четкой регламентации оснований, порядка и сроков вмешательства организатора торгов.

Особое внимание уделено росту доли розничных инвесторов, что требует усиления стандартов информирования клиента и уточнения распределения обязанностей по управлению риском между профессиональными участниками и инфраструктурными организациями. В результате – задаются методологические ориентиры, которые определяют дальнейший анализ юридической диверсификации активов и устанавливают критерии допустимых границ правового реагирования на ценовые колебания.

В § 1.1 «Понятие, причины и функциональный анализ волатильности» определяется волатильность как юридически значимое свойство ценовой динамики, выражающееся в повторяющихся рыночных шоках и требующее предварительной настройки правовой инфраструктуры рынка, включая режим организованных торгов, правила и сроки раскрытия информации, клиринговые процедуры и систему обеспечения. Предлагается нормативно ориентированное определение волатильности как устойчивого признака ценовых процессов, который оказывает непосредственное влияние на стабильность

обязательственных связей, распределение рисков между участниками гражданского оборота и объем их обязанностей по доведению существенных сведений до заинтересованных лиц. Тем самым волатильность признается не только экономической характеристикой колебаний цен, но и юридическим фактором, определяющим пределы дозволенного вмешательства инфраструктурных организаций и регулятора, критерии соразмерности таких вмешательств и требования к документированию оснований, порядка и сроков их применения.

Раскрыта систематика причин ценовых колебаний на уровне отдельного эмитента, отраслевого сегмента и рынка в целом, что позволяет сформулировать правовую задачу: выделить факторы, поддающиеся превентивному регулированию, и минимизировать негативные последствия при сохранении рыночной природы ценообразования. Для целей правового реагирования выделены три группы детерминант, требующих дифференцированного набора средств:

- информационные факторы – асимметрия и задержки раскрытия, разночтения публичных сообщений, селективный доступ к значимым сведениям и недостаточная сопоставимость отчетности;

- поведенческие факторы – массовые стратегии и стадные эффекты, в том числе усиленные алгоритмическими методами маршрутизации и исполнения заявок, а также иррациональные ожидания, повышающие чувствительность к новостным шокам;

- инфраструктурные факторы – параметры маржинальных уровней и их пересмотра, механизмы приостановки торгов и возобновления обращения, особенности клиринга, взаимозачета и обеспечения, а также правила взаимодействия организатора торгов с клиринговой организацией.

Аргументируется, что каждая из указанных групп факторов порождает самостоятельные юридические риски. Информационные искажения увеличивают вероятность неправомерного неравенства в доступе к существенным сведениям и ставят под сомнение добросовестность формирования цены. Поведенческие эффекты, будучи усугубленными высокой долей розничных инвесторов и использованием автоматизированных стратегий, усиливают амплитуду краткосрочных колебаний и требуют предсказуемых процедур сглаживания. Инфраструктурные параметры непосредственно влияют на непрерывность исполнения обязательств, величину обеспечительных требований и порядок принудительного закрытия позиций; их непрозрачность или несогласованность способна вызвать каскадные распродажи и ценовые разрывы.

Особое внимание уделено типичным ошибкам оценки волатильности, которые приводят к искажению ожиданий инвесторов и затрудняют защиту их прав: смешение краткосрочного «шума» с фундаментальной переоценкой, игнорирование задержек и разнородности источников раскрываемой информации, недооценка влияния инфраструктурных параметров на динамику обеспечения и ликвидности. Диссертантом предлагаются ориентиры для правоприменения: установление ясных и воспроизводимых критериев существенности информации и сроков ее доведения до рынка; стандартизация форм и каналов раскрытия для исключения селективного доступа; формульная определенность инфраструктурных процедур (пересмотр маргинальных уровней, запуск и завершение приостановок, порядок расчетов и неттинга) с обязательным публичным уведомлением об изменениях; документирование оснований и последствий управленческих решений организатора торгов и клиринговой организации.

Сформулированы требования к договорным конструкциям и внутренним документам профессиональных участников: фиксирование параметров рисков и порогов их пересмотра в клиентских соглашениях; согласование методик оценки обеспечения и триггеров маржин-коллов; определение состава и сроков информационных сообщений, направляемых клиентам при наступлении шоков; закрепление процедур урегулирования конфликтов интересов и контроля алгоритмов исполнения. Такая комплексная правовая настройка обеспечивает предсказуемость поведения инфраструктуры в стрессовые периоды, снижает вероятность правовых споров, укрепляет доверие к гражданскому обороту ценных бумаг и одновременно сохраняет информативность рыночной цены как базового индикатора для принятия инвестиционных решений.

В § 1.2 «Юридическая диверсификация активов как *ex ante*-способ защиты» обосновывается и разворачивается доктрина юридической диверсификации как самостоятельной стратегии управления рисками, предназначенной для профилактики правовых и агентских убытков за счет осознанного распределения инвестиций между эмитентами, функционирующими в разных правовых режимах корпоративного управления, листинга и раскрытия информации. Юридическая диверсификация трактуется не как простое расширение набора активов, а в качестве структурирования портфеля по «правовым классам», в каждом из которых заданы отличающиеся объем и качество обязанностей эмитента, степень транспарентности, специфика корпоративного контроля и условия взаимодействия с инфраструктурными организациями. Такой подход позволяет снизить концентрацию правовых рисков, возникающих из нормативных изменений, корпоративных конфликтов, дефектов раскрытия информации и особенностей процедур допуска к торгам и клиринга.

Было продемонстрировано, что правовые изменения сами по себе являются автономным каналом генерации ценовых колебаний: усиление или смягчение требований к листингу, модификация правил корпоративного управления, пересмотр стандартов раскрытия, трансформация клиринговых методик и обеспечительных параметров напрямую влияют на ожидания инвесторов и устойчивость расчетов. В связи с этим предлагается система юридических критериев диверсификации, включающая анализ организационно-правовой формы эмитента и распределения компетенций органов управления; происхождения и структуры капитала; стандарта корпоративного контроля и исполнения фидуциарных обязанностей; дисциплины и полноты раскрытия; состава договорных и обеспечительных механизмов с инвесторами; степени согласованности с биржевыми и клиринговыми регламентами; ожидаемой реакции эмитента на регуляторные изменения. Сопоставление указанных критериев позволяет прогнозировать вероятность ценовых шоков и корректировать портфель исходя из правовой предсказуемости каждого эмитента.

Обосновывается прямая связь между юридическими характеристиками эмитента и вероятностью волатильных эпизодов. Прозрачность процедур принятия корпоративных решений, устойчивая дивидендная политика, полнота и своевременность раскрытия, а также предсказуемая практика взаимодействия с организатором торгов и клиринговой организацией уменьшают риск резких ценовых отклонений. Тем самым юридическая диверсификация выступает инструментом квантификации правовой неопределенности и ее распределения между эмитентами с различным уровнем правовой надежности.

Предлагаются две автономные, взаимодополняющие линии правовой защиты инвестиций: 1) структурная – формирование портфеля из эмитентов, подчиненных различным правовым режимам и инфраструктурным стандартам,

что снижает коррелированность правовых рисков и ограничивает эффект одномоментных нормативных изменений; 2) договорно-организационная – конструирование набора рамочных соглашений, механизмов взаимозачета, обеспечительных инструментов и согласованных с биржей и клирингом процедур расчетов, которые хеджируют последствия регуляторных и корпоративных сдвигов. Для обеих линий установлены требования к формульной определенности параметров риска, прозрачности триггеров их пересмотра, публичности процедур и документированию оснований управленческих решений.

В главе 2 «Отдельные формы проявления волатильности и правовые режимы их нейтрализации» дается правовая оценка отдельным формам проявления волатильности и режимам их нейтрализации с учетом необходимости сохранения рыночной природы ценообразования и снижения совокупного юридического риска участников. Основная задача главы – установить пределы и инструментарий допустимого вмешательства в динамику цен посредством договорных конструкций, биржевых и клиринговых регламентов, а также корпоративных процедур, обеспечивающих предсказуемость решений органов управления и равенство доступа к информации. Исходя из теоретической базы, сформированной в предыдущей главе, анализируются производные финансовые инструменты как средства ex ante-защиты при условии корректной договорной настройки и достаточного обеспечения, влияние дивидендной политики на поведение инвесторов и ценовую стабильность, правовые основания и последствия ограничения объема заемных средств при маржинальных сделках, а также риск индуцированной волатильности вследствие конфликтов интересов операторов финансовых платформ.

Диссертантом отмечена системная модель правовых критериев, по которым должны оцениваться меры стабилизации. Для инструментов – это формульная определенность параметров расчета, прозрачность волатильностных компонентов и их интеграция с клиринговыми процедурами; для корпоративных решений – это процедурная предсказуемость, понятные и заранее объявленные стандарты принятия дивидендных решений и полнота раскрытия; для маржинальных режимов – это законность и объективность методик установления пределов кредитного плеча, публичность триггеров введения и отмены ограничений, а также обязательный пересмотр параметров после стабилизации рынка; для финансовых платформ — это запреты и процедуры, исключаящие предпочтение собственных интересов, прозрачность вознаграждений и маршрутизации заявок, а также эффективное управление конфликтом интересов.

Подчеркивается, что практики, внешне позиционируемые как диверсификационные, при заниженных требованиях к обеспечению и высокой ликвидности способны усиливать амплитуду ценовых движений и повышать вероятность каскадных распродаж, что предопределяет необходимость согласования биржевых и клиринговых регламентов с целями защиты прав и законных интересов инвесторов. Таким образом, в главе представлен прикладной правовой инструментарий нейтрализации волатильности и устанавливает единые ориентиры для эмитентов, профессиональных участников, организаторов торгов и регулятора.

В § 2.1 «Правовая природа и антиволатильные характеристики производных финансовых инструментов» определяется правовая природа ПФИ и их антиволатильные свойства как средств ex ante-защиты. Производные финансовые инструменты квалифицируются как договорные конструкции, где

экономический результат зависит от будущих обстоятельств, формализованных в расчетной формуле, и исполняется поставочно либо расчетным способом.

Антиволатильный эффект достигается при корректной договорной и инфраструктурной настройке: формульной определенности параметров (окно наблюдения, метод расчета, пороги), интеграции с клирингом (вариационная маржа, порядок неттинга и закрытия позиций, источник расчетной цены) и согласованности с режимами торгов (правила приостановки/возобновления, публикация расчетных величин). Вместе с тем ПФИ обладают и потенциалом усиления волатильности при недостаточном обеспечении, проциклических маржинальных методиках и высокой долговой нагрузке участников. К юридически значимым источникам риска относятся несогласованность договора с регламентами; чрезмерная чувствительность маржи к краткосрочным колебаниям; неполное раскрытие параметров риска; неопределенность приоритетов исполнения при коллизии триггеров.

Для обеспечения стабилизирующей функции предлагаются критерии надлежащей настройки: формульная определенность всех расчетных параметров и источников данных; инфраструктурная совместимость договоров с клиринговыми и биржевыми правилами; волатильностная устойчивость маржинальных методик; закрепленный приоритет исполнения при множественных событиях; достаточное и качественное обеспечение с учетом стресс-корректировок; раскрытие существенной информации и публичное уведомление о переходе к стресс-режимам.

Диссертантом подчеркивается необходимость нормативной связки ПФИ с механизмами ограничения краткосрочной волатильности: при достижении порогов волатильности должны автоматически синхронизироваться расчетные цены, маржинальные требования и публикация обновленных параметров, чтобы исключить регуляторный разрыв между базовым активом и деривативом.

В § 2.2 «Влияние дивидендной политики на волатильность» представлены правовые рамки формирования и реализации дивидендной политики акционерных обществ с учетом рекомендаций корпоративного управления и требований к раскрытию информации. Подтверждена значимость устойчивости и прозрачности дивидендных решений для поведения розничных и институциональных инвесторов.

Приведены результаты анализа научных и эмпирических подходов к соотношению дивидендных параметров и волатильности. Установлено, что резкие и недостаточно обоснованные изменения в дивидендных правилах увеличивают неопределенность и способны провоцировать ценовые колебания как по отдельному эмитенту, так и на уровне смежных сегментов рынка.

Сформулированы правовые ориентиры для органов управления хозяйственных обществ, включающие закрепление процедурной предсказуемости, установление понятных критериев принятия дивидендных решений, а также обеспечение своевременного и полного раскрытия информации, исключающего вводящую в заблуждение практику.

В § 2.3 «Основания и правовые последствия ограничения допустимого объема “кредитного плеча” для маржинальных сделок» диссертантом проведена правовая оценка ограничительных мер по снижению доступного объема заемных средств при совершении маржинальных сделок как инструмента защиты прав клиентов и стабильности рынка. Продемонстрировано, что характер подобных мер способен изменять экономику договорных отношений между клиентом и профессиональным участником и провоцировать дополнительную волатильность.

Определены критерии правомерности введения и отмены ограничений, включающие ясность оснований, объективность методик и публичность процедур. Сформулировано требование к установлению заранее известных

триггеров и обязательному пересмотру параметров после стабилизации рыночной ситуации. Обозначены гражданско-правовые последствия корректировки параметров маржинальной торговли, включая влияние на условия кредитования, требования к обеспечению, порядок принудительного закрытия позиций и ликвидность рынка. Обоснована необходимость установления баланса интересов клиентов, профессиональных участников и иных субъектов инфраструктуры рынка.

В § 2.4 «Конфликт интересов операторов финансовых платформ как основание высокой амплитуды движений» дан анализ правовой природы конфликта интересов в деятельности оператора финансовой платформы, включая случаи размещения собственных ценных бумаг и иные формы предпочтения собственных интересов. Установлено, что подобные конструкции способны усиливать краткосрочные колебания цен при значительных потоках клиентских операций. Сформулированы требования к внутренним политикам и отраслевым стандартам управления конфликтом интересов, направленные на недопущение дискриминации клиентов и обеспечение конкурентной нейтральности.

Определены ключевые элементы прозрачности для клиентов, в том числе ясность маршрутизации заявок, предсказуемость механизмов исполнения и полное раскрытие стимулов вознаграждения. Установлено, что данные элементы снижают риск платформенно обусловленной волатильности и укрепляют доверие к инфраструктуре рынка. Обоснована необходимость запретов и специальных процедур на саморазмещение активов оператором платформы при совмещении функций посредника и эмитента; предложены требования к раскрытию информации, комплаенсу и управлению конфликтом интересов.

В заключении автором обоснована необходимость и логически выверенная возможность правового воздействия на рыночную волатильность не за счет административного «управления ценой», а через корректную настройку частноправовых и инфраструктурных механизмов, учитывающих экономику возникновения дисбалансов. Центральным элементом выступает правовая конфигурация связи между эмитентом и инвестором и структура обеспечительных механизмов, обеспечивающих предсказуемое исполнение обязательств в стрессовых условиях.

Междисциплинарный анализ позволил сформулировать совокупность теоретических и прикладных выводов о правовом обеспечении устойчивости финансовых инструментов при высокой волатильности с опорой на отечественную и зарубежную практику. Это обеспечило достоверность и полноту результатов исследования.

Теоретический вклад состоит в разработке диверсификационной концепции юридической *ex ante*-защиты, включая разграничение типов ошибок оценки волатильности, что позволяет учитывать длительность и значимость триггеров для конкретных активов и сегментов рынка. Практическая значимость выражается в предложении конкретных правовых механизмов снижения ущерба от ценовых шоков для инвестора и рынка.

Сформулированы и обоснованы два ключевых решения инфраструктурного уровня:

- внедрение «автоматического ограничителя волатильности» с динамическими коридорами цен, краткосрочными и расширенными паузами и синхронной корректировкой обеспечения;

- интеграция нового производного инструмента для одновременного хеджирования ценовой волатильности и регуляторной неопределенности. Оба механизма ориентированы на пропорциональное снижение ущерба по мере

нарастания волатильности и восполняют дефицит действенных защит в действующем регулировании.

Эмпирическую и нормативную базу исследования составили нормы гражданского и специального законодательства, судебная практика и зарубежные источники; их совокупность обеспечила проверяемость предложений и возможность практической имплементации.

В целом предложенная архитектура правовых решений ориентирована на сохранение рыночной природы ценообразования при одновременной защите прав и законных интересов участников оборота, повышении предсказуемости расчетов и устойчивости финансовых инструментов в условиях ценовой изменчивости.

Основные положения диссертационного исследования отражены в научных публикациях автора в ведущих рецензируемых журналах и изданиях, указанных в перечне Высшей аттестационной комиссии при Министерстве образования и науки Российской Федерации

1. Гринберг Р.В. Правовые аспекты влияния дивидендной политики компании на волатильность рынка ценных бумаг. Образование и право: научно-правовой журнал. № 11. 2024. С. 293–297. DOI: 10.24412/2076-1503-2024-11-293-297.

2. Гринберг Р.В. Основания и правовые последствия ограничения допустимого объема «кредитного плеча» для маржинальных сделок. Образование и право: научно-правовой журнал. № 11. 2024. С. 177–182. DOI: 10.24412/2076-1503-2024-11-177-182.

3. Гринберг Р.В. Проблематика конфликта интересов при саморазмещении ценных бумаг оператором финансовой платформы. Образование и право: научно-правовой журнал. № 3. 2025. С. 242–247. DOI: 10.24412/2076-1503-2025-3-242-247.