

В диссертационный совет 02.1.002.04, созданный на базе ФГНИУ «Институт законодательства и сравнительного правоведения при Правительстве Российской Федерации»
117218, г. Москва,
ул. Большая Черемушkinsкая, д.34

ОТЗЫВ ОФИЦИАЛЬНОГО ОППОНЕНТА

Белицкой Анны Викторовны
на диссертацию Гринберга Романа Витальевича
на тему: «Правовое обеспечение устойчивости финансовых инструментов в условиях волатильности рынка ценных бумаг»,
представленную на соискание ученой степени кандидата юридических наук по специальности 5.1.3 – Частно - правовые (цивилистические) науки

Представленная диссертация Гринберга Романа Витальевича на тему «Правовое обеспечение устойчивости финансовых инструментов в условиях волатильности рынка ценных бумаг» представляет собой безусловно актуальное, практически полезное и теоретически значимое научное исследование, проведение которого назрело в отечественной юридической науке.

Актуальность выбранной автором проблематики не вызывает сомнений. Российский рынок ценных бумаг, призванный играть существенную роль в обеспечении экономического роста, в последние годы функционирует в условиях финансовой нестабильности и правовой неопределенности, что снижает доверие участников гражданского оборота к организованной торговле. В этой связи задача обеспечения устойчивости финансовых инструментов особенно остро встает в частноправовой плоскости, где решения принимаются самими субъектами отношений на рынке ценных бумаг. Актуальность темы определяется и качественными изменениями структуры рынка: ростом числа неквалифицированных розничных инвесторов, развитием электронных инвестиционных платформ, активным использованием криптовалют и цифровых финансовых активов.

Несмотря на наличие целого ряда работ, посвященных правовому

регулированию рынка ценных бумаг, диссертационные или монографические исследования, посвященные такому аспекту как правовое обеспечение устойчивости финансовых инструментов в условиях волатильности рынка ценных бумаг в отечественной литературе отсутствуют, что подчеркивает **новизну проводимого исследования.**

Цель исследования состоит в разработке и юридическом обосновании комплексной формализованной теоретико-правовой модели *ex ante* обеспечения устойчивости финансовых инструментов в условиях волатильности рынка ценных бумаг. Цель диссертационного исследования достигнута путем разрешения комплекса взаимосвязанных задач — от выделения основных факторов волатильности до выявления принципов функционирования современных антиволатильных конструкций. Автору удалось провести творческое правовое исследование, характеризующееся внутренней логикой и систематичностью, что свидетельствует о его личном вкладе в науку гражданского права.

Методология проведения исследования способствует решению поставленных перед автором целей и задач и включает в себя в том числе использование сравнительно-правового анализа, нормативного моделирования, формально-юридического и структурно-функционального метода, а также подхода *law & economics*. Проведенный автором анализ более 200 зарубежных источников на иностранном языке существенно расширил доктринальную основу диссертации. Глубина проработки рассматриваемых в диссертации вопросов и обстоятельность теоретико-правового анализа дают возможность квалифицировать эту работу как интересное, содержательное правовое исследование.

Структура диссертационного исследования является четкой и продуманной, позволяющей системно рассмотреть широкий круг вопросов по выбранной проблематике. Диссертация состоит из введения, двух глав, шести параграфов, заключения и списка использованной литературы.

В первой главе диссертант формирует теоретико-правовой фундамент исследования, исходя из того, что волатильность представляет собой не только экономическую характеристику, но и правовой фактор, определяющий распределение рисков и пределы дозволенного вмешательства инфраструктурных организаций работу рынка ценных бумаг. В параграфе 1.1 удачно выделены три группы детерминант ценовых колебаний — информационные, поведенческие и инфраструктурные — каждая из которых порождает самостоятельные юридические риски. Особое значение в параграфе 1.2 имеет разграничение линий правовой защиты инвестиций: структурной — через формирование портфеля из эмитентов, подчиненных различным правовым режимам, и договорно-организационной — через конструирование рамочных соглашений, механизмов взаимозачета и согласованных с биржей процедур расчетов.

Во второй главе содержится развернутый анализ правовых режимов нейтрализации волатильности. В параграфе 2.1 особое значение имеет вывод диссертанта о необходимости нормативной связки производных финансовых инструментов с механизмами ограничения краткосрочной волатильности: при достижении пороговых значений должны автоматически синхронизироваться расчетные цены, маржинальные требования и публикация обновленных параметров. В параграфе 2.2 обоснована значимость устойчивости и прозрачности дивидендных решений; в параграфе 2.3 — критерии правомерности введения и отмены ограничений «кредитного плеча»; в параграфе 2.4 — требования к управлению конфликтом интересов операторов финансовых платформ.

Научная новизна диссертации состоит в том, что автором предлагается решение ряда актуальных научных задач, сформулированных в новых, научно-обоснованных и аргументированных положениях, выносимых на защиту, в иных сформулированных в диссертации выводах и рекомендациях, в том числе в предложении новых механизмов обеспечения устойчивости финансовых инструментов и стабилизации организованного рынка.

Центральным элементом авторской концепции выступает обоснование необходимости нормативного закрепления адаптивного механизма приостановления торгов — «автоматического ограничителя волатильности» с динамическими ценовыми коридорами, краткосрочными и расширенными паузами и оперативной корректировкой гарантийного обеспечения.

В отличие от действующих процедур, предлагаемый ограничитель основывается на автоматическом расчете интегрального индекса волатильности по утвержденной регулятором методике и предполагает обязательную синхронизацию приостановления торгов с пересмотром гарантийного обеспечения и риск-параметров клиринговой организации. Достижение пороговых значений влечет автоматическое приостановление торгов на 60 минут, реализация механизма требует внесения изменений в Федеральный закон от 22.04.1996 г. № 39 - ФЗ «О рынке ценных бумаг», Федеральный закон от 21.11.2011 г. № 325 - ФЗ «Об организованных торгах» и Федеральный закон от 07.02.2011 г. № 7 - ФЗ «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте».

Существенный вклад в науку гражданского права представляет также обоснованная автором модель динамических плечей — нормативно закреплённый механизм установления и автоматической корректировки предельного размера заемного финансирования эмитента или участника торгов, рассчитываемого по утвержденной регулятором формуле на основе параметров рыночной волатильности базового актива и кредитного рейтинга. Предельное плечо подлежит автоматическому пересмотру, применяется ко всем новым и действующим позициям, а его превышение влечёт повышение маржинальных требований, ограничение открытия новых позиций или принудительное снижение позиции. Не меньшую научную ценность представляет конструкция Dual Shield Note — конвертируемой облигации с двойным обеспечением от «размывания» стоимости через стандарты эмиссии, порядок допуска к организованным торгам и корпоративную процедуру конвертации. Диссертантом доказывается правовая модель оформления и

обращения конвертируемой облигации с двойным обеспечением, выстраиваемая в зависимости от статуса эмитента. Завершают систему положений, выносимых на защиту, обоснование необходимости внутренней политики предотвращения конфликта интересов организаторов торговли и введённая диссертантом классификация ошибок первого и второго типа.

Теоретическая значимость работы выражается в формировании новой диверсификационной концепции юридической *ex ante* защиты, в разграничении типов ошибок оценки волатильности, практическая значимость — в предложении конкретных правовых механизмов снижения ущерба от ценовых шоков, ориентированных на пропорциональное снижение ущерба по мере нарастания волатильности.

Однако, как и во всяком другом новаторском исследовании, наличие в диссертации Гринберга Р.В. некоторых дискуссионных положений и замечаний представляется явлением естественным. В этой связи хотелось бы обратить внимание на следующее.

1. Предложенный диссертантом «автоматический ограничитель волатильности» с длительностью приостановления торгов до 60 минут (с возможностью продления до 24 часов) представляет собой существенное вмешательство в реализацию участниками рынка их прав по совершению гражданско-правовых сделок. Заслуживал бы более развернутого обоснования вопрос о соразмерности подобного вмешательства с учетом принципов свободы экономической деятельности и неприкосновенности частной собственности, а также о допустимых пределах публично-правового ограничения автономии воли участников гражданского оборота.

2. Внедрение динамической формулы расчета предельного «кредитного плеча» повышает уровень правовой определенности, однако дискуссионным остается вопрос о гражданско-правовых последствиях такой корректировки для уже заключенных договоров в случае делящихся правоотношений между профессиональным участником и клиентом.

3. Предлагаемая обязанность организаторов торгов разрабатывать внутреннюю политику предотвращения конфликта интересов при саморазмещении финансовых инструментов сформулирована преимущественно как требование к корпоративному комплаенсу. Представлялось бы обоснованным дополнительно рассмотреть гражданско-правовые последствия нарушения такой политики — образует ли ее несоблюдение самостоятельное основание для оспаривания совершенных сделок либо ограничивается возможностью предъявления требований о возмещении убытков по общим правилам.

Отмеченные положения носят дискуссионный характер и не снижают общего положительного впечатления от работы. Следует признать высокую степень актуальности избранной темы, обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации, их достоверность и новизну.

Основное содержание диссертации отражено в публикациях соискателя в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации для публикации основных результатов диссертации на соискание ученой степени кандидата юридических наук, в докладах на научных конференциях и в автореферате. Автореферат диссертации и публикации автора в полной мере отражают ее основное содержание и позволяют судить о степени полноты и законченности работы в соответствии с поставленными автором целями.

Диссертация Гринберга Романа Витальевича на тему: «Правовое обеспечение устойчивости финансовых инструментов в условиях волатильности рынка ценных бумаг» является самостоятельной завершенной оригинальной научно-квалификационной работой, обладающей внутренним единством и логикой изложения материала, содержащей новые научно-обоснованные положения, выводы и рекомендации.

Диссертация и автореферат в полной мере соответствуют требованиям, предъявляемым «Положением о присуждении ученых степеней», утвержденным Постановлением Правительства Российской Федерации от 24.09.2013 г. № 842, а ее автор, Гринберг Роман Витальевич, заслуживает присуждения ему ученой степени кандидата юридических наук по специальности 5.1.3 — Частно-правовые (цивилистические) науки.

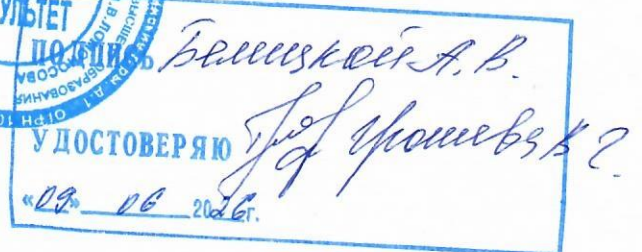
Официальный оппонент:

доктор юридических наук, доцент,
профессор кафедры предпринимательского права
юридического факультета
МГУ имени М.В. Ломоносова



А.В. Белицкая

« 9 » июня 2026 г.



Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Московский государственный университет имени М.В.Ломоносова», 119991, Российская Федерация, Москва, Ленинские горы, д. 1, тел.: +7 (499) 706-00-60, электронная почта: office@law.msu.ru, сайт: <https://www.law.msu.ru>