

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 Черемушкинская, д.34

## **ОТЗЫВ ОФИЦИАЛЬНОГО ОППОНЕНТА**

**Егоровой Марии Александровны**  
**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**

Диссертационное исследование Гринберга Романа Витальевича обращено к одной из наиболее значимых для современной цивилистики проблем — гражданско-правовому обеспечению устойчивости финансовых инструментов в условиях волатильности рынка ценных бумаг. Актуальность темы предопределяется тем, что рынок ценных бумаг перестаёт быть полем взаимодействия исключительно профессиональных участников и становится площадкой массового вовлечения розничных инвесторов, для которых доступ обеспечивается через электронные инвестиционные платформы. В этой конфигурации проблема информационной асимметрии, добросовестности участников и эффективности механизмов корпоративного управления приобретает не только экономическое, но и собственно гражданско-правовое значение.

Стратегические ориентиры развития финансового рынка Российской Федерации предусматривают усиление роли рынка капитала, однако фактическая динамика цен формирует дисконт доверия и повышенную рисковую премию. На этом фоне особое значение приобретают факторы, выделяемые автором в качестве ключевых: рост числа неквалифицированных

участников рынка капиталов, развитие рынка криптовалют и цифровых финансовых активов, потребность в нормативном закреплении новых механизмов защиты инвесторов и недостаточная разработанность проблематики волатильных инвестиционных конструкций в отечественной правовой доктрине.

Объектом исследования являются общественные отношения, возникающие при обращении финансовых инструментов на организованном и внебиржевом рынках в условиях волатильности. Предмет образуют нормы российского законодательства, материалы судебной и иной правоприменительной практики, доктринальные источники, а также зарубежный нормативный опыт. Гипотеза исследования заключается в юридической классификации основных триггеров волатильности для последовательной детерминации обеспечительных механизмов, позволяющих минимизировать риски финансовых потерь инвесторов. Гипотеза сформулирована корректно, отличается проверяемостью и в полной мере получила обоснование в основной части работы.

Цель исследования сформулирована автором как разработка и юридическое обоснование комплексной формализованной теоретико-правовой модели *ex ante* обеспечения устойчивости финансовых инструментов в условиях волатильности рынка ценных бумаг. Достижение цели обеспечено последовательным решением системы взаимосвязанных задач, каждая из которых соотнесена с применяемым научным методом, что свидетельствует о высокой степени методологической проработанности работы.

Методологическая основа диссертации сочетает общенаучные приёмы (диалектический подход, анализ и синтез, индукция и дедукция) и специальные юридико-экономические методы — нормативное моделирование, сравнительно-правовой анализ, формально-юридический и структурно-функциональный методы, экономический анализ права (*law & economics*). Особо ценным представляется междисциплинарный характер исследования:

автор преодолевает свойственное отечественной литературе оторванное от экономического контекста рассмотрение производных финансовых инструментов и выстраивает работу на пересечении юридического и экономического анализа. Теоретическую основу составили труды А.Г. Карапетова, А.В. Габова, Н.Г. Семилотиной, В.Д. Миловидова, А.С. Селивановского, Д.И. Степанова, а также классиков финансовой теории — Г. Марковица, Э. Фамы, М. Миллера, Ф. Модильяни, Б. Грэма, Р. Мертона, М. Скоулза, Дж. Халла, Х. Хансмана, Р. Краакмана. Анализ автором свыше 200 зарубежных источников на иностранном языке свидетельствует о высоком уровне теоретической проработки темы.

Диссертация состоит из введения, двух глав, шести параграфов, заключения и списка использованной литературы. Структура работы построена логически и в полной мере соответствует поставленной цели. Первая глава «Юридическая характеристика волатильности на рынке ценных бумаг» формирует теоретико-правовой фундамент исследования. В параграфе 1.1 особое внимание уделено информационным факторам волатильности — асимметрии и задержкам раскрытия, селективному доступу к существенным сведениям, разночтениям публичных сообщений. Это методологически удачное решение, поскольку именно информационная асимметрия выступает базовым каналом передачи волатильности в гражданско-правовые отношения и в значительной мере предопределяет потенциал злоупотреблений со стороны профессиональных участников рынка. В параграфе 1.2 раскрывается доктрина юридической диверсификации активов как *ex ante*-способа защиты: автор обосновывает, что правовые изменения сами по себе являются автономным каналом генерации ценовых колебаний — пересмотр стандартов раскрытия, трансформация клиринговых методик, модификация правил корпоративного управления напрямую влияют на ожидания инвесторов и устойчивость расчётов.

Вторая глава «Отдельные формы проявления волатильности и правовые режимы их нейтрализации» содержит развёрнутую правовую оценку

конкретных режимов нейтрализации волатильности. В параграфе 2.1 рассматривается правовая природа производных финансовых инструментов и их антиволатильные характеристики. В параграфе 2.2 диссертант обоснованно подчёркивает значимость устойчивости и прозрачности дивидендных решений для поведения как розничных, так и институциональных инвесторов: установлено, что резкие и недостаточно обоснованные изменения дивидендных правил увеличивают неопределённость и способны провоцировать ценовые колебания. В параграфе 2.3 показано, что характер ограничительных мер по «кредитному плечу» способен изменять экономику договорных отношений между клиентом и профессиональным участником рынка. Применительно к параграфу 2.4 особо ценным представляется системный анализ ситуаций саморазмещения собственных ценных бумаг оператором финансовой платформы, формирующих риск дискриминации клиентов и подрыва конкурентной нейтральности.

Научная новизна работы выражается в предложении не имеющих прямых аналогов в действующем законодательстве механизмов обеспечения устойчивости финансовых инструментов с особым акцентом на защите розничных инвесторов и устранении конфликта интересов профессиональных участников рынка. Центральным элементом авторской концепции выступает обоснование необходимости нормативного закрепления обязанности организаторов торговли 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. Соответствующие изменения предлагается внести в Закон о совершении финансовых сделок с использованием финансовой платформы.

Установление такой обязанности справедливо рассматривается автором не как факультативный элемент корпоративного управления, а как необходимая 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. Существенный вклад в науку гражданского права представляет также обоснованная доктрина юридической диверсификации, формализующая категорию «юридической диверсификации» как метода распределения правовых рисков между режимами регулирования эмитентов и инфраструктуры.

К числу несомненных достоинств работы относятся также конструкция Dual Shield Note — конвертируемой облигации с двойным обеспечением от «размывания» стоимости (юридически обоснованная через статью 157 ГК РФ, пункт 11 статьи 2 и статью 27.1-1 Закона о рынке ценных бумаг, статью 37 Закона об акционерных обществах); обоснование необходимости адаптивного механизма приостановления торгов; модель динамических плечей для маржинальных сделок; и введённая диссертантом классификация ошибок первого и второго типа применительно к поэтапной системе защиты держателя конвертируемой облигации с двойным обеспечением.

Теоретическая значимость диссертационного исследования выражается в формировании 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 и его существенности по отношению к активу, а также в самостоятельном опровержении распространённого тезиса о прямой взаимосвязи между уровнем маржинальной торговли и уровнем волатильности применительно к конкретным типам активов. Практическая значимость выражается в предложении конкретных правовых механизмов решения вопроса о неконтролируемом изменении стоимости инвестиционного портфеля участника рыночных правоотношений.

Достоверность и обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций определяется чёткой логической схемой решения задач

исследования и подтверждается репрезентативной нормативной и эмпирической базой. Результаты исследования прошли надлежащую апробацию в центре частного права Института законодательства и сравнительного правоведения при Правительстве Российской Федерации, а также в выступлениях на международных и всероссийских научно-практических конференциях. Основные положения отражены в публикациях соискателя в журналах, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации.

Вместе с тем, в диссертации Гринберга Р.В. имеется ряд выводов и дискуссионных высказываний, требующих обсуждения:

1. Обоснованное диссертантом требование о разработке организаторами торгов внутренней политики предотвращения конфликта интересов при саморазмещении финансовых инструментов сформулировано как обязательный элемент регулирования.

Дискуссионным остаётся вопрос о том, должно ли соответствующее требование носить общий характер для всех организаторов торгов и операторов финансовых платформ либо допустима его дифференциация в зависимости от объёма операций, состава торгуемых инструментов и категории клиентов (квалифицированных или неквалифицированных инвесторов). Также представлялось бы целесообразным более развёрнуто раскрыть гражданско-правовые последствия нарушения такой политики.

2. Концепция юридической диверсификации, предложенная диссертантом, предполагает структурирование портфеля по «правовым классам» эмитентов. Однако в работе недостаточно отражён вопрос о фидуциарных обязанностях управляющих компаний инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов и иных институциональных инвесторов в части учёта критериев юридической диверсификации при формировании клиентских портфелей с учётом действующих требований к составу и структуре их активов.

3. Применительно к параграфу 2.2 представляет интерес позиция автора о том, в какой мере действующих положений о фидуциарных обязанностях членов органов управления хозяйственных обществ достаточно для квалификации в качестве недобросовестных тех решений по дивидендной политике, которые объективно повлекли существенные ценовые колебания. Должен ли в подобных случаях устанавливаться повышенный стандарт ответственности членов органов управления перед миноритарными акционерами, и каково соотношение такой ответственности с требованиями к раскрытию информации?

Отмеченные положения носят дискуссионный характер и касаются частных моментов. Они нисколько не умаляют научной новизны и значимости исследования. Их можно рассматривать в качестве рекомендаций для дальнейшей работы по данной теме.

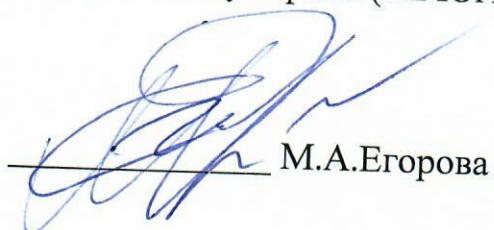
Основное содержание диссертации отражено в публикациях соискателя в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации для публикации основных результатов диссертации на соискание учёной степени кандидата юридических наук, в докладах на научных конференциях и в автореферате.

Диссертация Гринберга Романа Витальевича на тему: «Правовое обеспечение устойчивости финансовых инструментов в условиях волатильности рынка ценных бумаг» является самостоятельной завершённой оригинальной научно-квалификационной работой, обладающей внутренним единством и логикой изложения материала, содержащей новые научно-обоснованные положения, выводы и рекомендации; соответствующей требованиям, предъявляемым к кандидатским диссертациям, установленным в соответствии с Федеральным законом от 23.08.1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике», а также критериям, изложенным в пп. 9–11, 13, 14 «Положения о присуждении учёных степеней», утверждённого Постановлением Правительства Российской Федерации от

24.09.2013 г. № 842, а её автор — Гринберг Роман Витальевич — заслуживает присуждения ему учёной степени кандидата юридических наук по специальности 5.1.3 — Частно-правовые (цивилистические) науки.

**Официальный оппонент:**

доктор юридических наук, профессор,  
почетный юрист г. Москвы,  
профессор кафедры конкурентного права  
ФГАОУ ВО «Московский государственный  
юридический университет  
имени О.Е. Кутафина (МГЮА)»

  
М.А.Егорова

05.06.2026

Подпись заверяю  
Начальник отдела по учетно-аналитической работе  
Управления кадров  
Университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА)  
«05» (подпись) 06 2026



Адрес места работы: Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Московский государственный юридический университет имени О.Е.Кутафина»  
почтовый адрес: 125993, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д.9, стр.2;  
тел. 7 499 244 88 88, электронная почта: [msal@msal.ru](mailto:msal@msal.ru),  
сайт: [https://t.me/msal\\_kutafina](https://t.me/msal_kutafina)