

УТВЕРЖДАЮ

Проректор по научной работе
Федерального государственного
бюджетного образовательного
учреждения высшего образования
«Всероссийская академия внешней
торговли Министерства экономического
развития Российской Федерации»,
кандидат экономических наук



Наталья Александровна Волчкова

«11» июня 2026 г.

ОТЗЫВ ВЕДУЩЕЙ ОРГАНИЗАЦИИ

Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Всероссийская академия внешней торговли Министерства экономического развития Российской Федерации» 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

Актуальность темы диссертационного исследования Гринберга Романа Витальевича обусловлена существенным усложнением структуры российского рынка ценных бумаг, возрастающей ролью рынка капитала как источника финансирования экономического роста и теми качественно новыми вызовами, которые ставит перед гражданским правом рыночная волатильность. Практика последних лет показывает, что цены на ценные бумаги и производные финансовые инструменты подвержены не только регулярным, но и внезапным колебаниям, формирующим дисконт доверия и повышенную рисковую премию. Это требует разработки гражданско-правовых решений превентивного характера, не подменяющих рыночный механизм формирования цены, но задающих рамки добросовестности и предсказуемости поведения участников оборота. Участие в торгах неквалифицированных розничных инвесторов, развитие электронных инвестиционных платформ, экспансия рынка криптовалют и цифровых

финансовых активов образуют тот контекст, в котором диссертантом справедливо ставится вопрос о системном гражданско-правовом ответе на проблему устойчивости финансовых инструментов.

Объектом диссертационного исследования являются общественные отношения, возникающие при обращении финансовых инструментов на организованном и внебиржевом рынках в условиях волатильности. Предмет исследования образуют нормы российского гражданского законодательства, в том числе законодательства о рынке ценных бумаг, материалы правоприменительной практики, доктринальные источники и 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, отвечает требованиям проверяемости и получила полное обоснование в работе.

Цель диссертационного исследования сформулирована как разработка и юридическое обоснование комплексной формализованной теоретико-правовой модели *ex ante* обеспечения устойчивости финансовых инструментов в условиях волатильности рынка ценных бумаг, интегрирующей публично-правовые и частноправовые контуры регулирования, договорные механизмы диверсификации и сравнительную оценку биржевых и внебиржевых режимов. Поставленная цель раскрывается через систему пяти взаимосвязанных задач, последовательное решение которых обеспечивает внутреннюю целостность работы.

Методологическая основа 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 подходы, экономический анализ права (*law & economics*). Особо следует отметить междисциплинарный характер исследования, позволивший автору выйти за пределы традиционного нормативистского подхода к производным финансовым инструментам, доминирующего в

отечественной литературе. Теоретическую основу составили работы А.Г. Карапетова, А.В. Габова, Н.Г. Семилютиной, В.Д. Миловидова, А.С. Селивановского, Д.И. Степанова, а также классиков финансовой теории — Г. Марковица, Э. Фамы, М. Миллера, Ф. Модильяни, Р. Мертона, М. Скоулза, Дж. Халла. Анализ автором более 200 зарубежных источников на иностранном языке свидетельствует о высоком уровне теоретической проработки темы.

Структура диссертации, состоящей из введения, двух глав, шести параграфов, заключения и списка использованной литературы, построена логично и в полной мере соответствует поставленной цели. Первая глава «Юридическая характеристика волатильности на рынке ценных бумаг» формирует теоретико-правовую основу исследования. Особое значение имеет принятое автором исходное допущение, согласно которому волатильность представляет собой не только экономическую характеристику колебаний цен, но и правовой фактор, определяющий распределение рисков между участниками гражданского оборота.

В параграфе 1.1 удачным методологическим решением выступает выделение трёх групп детерминант ценовых отклонений — информационных, поведенческих и инфраструктурных, — позволяющее структурно обосновать необходимость дифференцированного набора правовых средств для снижения волатильности на рынке ценных бумаг.

В параграфе 1.2, посвящённом юридической диверсификации активов как *ex ante*-способу защиты, обосновывается научная гипотеза, являющаяся доминантой всей работы: диссертант обосновывает доктрину юридической диверсификации как структурирования инвестиционного портфеля по «правовым классам», что обладает несомненной научной новизной.

Во второй главе «Отдельные формы проявления волатильности и правовые режимы их нейтрализации» автор квалифицирует производные финансовые инструменты как договорные конструкции, экономический результат которых зависит от будущих обстоятельств, формализованных в расчётной формуле (§ 2.1). Здесь имеет научную ценность вывод о том, что

антиволатильный эффект ПФИ достигается только при формульной определённости параметров, интеграции с клирингом и согласованности с режимами торгов, где гражданско-правовые аспекты оборотоспособности ПФИ взаимоувязаны с положениями корпоративного права и нормами публичного права, направленными на регулирование организации торгов на рынке ценных бумаг

В параграфе 2.2 обоснована значимость устойчивости и прозрачности корпоративно-правовых дивидендных решений для поведения потенциальных розничных и институциональных инвесторов, оценивающих внутреннюю организацию деятельности эмитента и адекватность принимаемых его органами управления решений при выходе на рынки организованных торгов с соответствующими финансовыми инструментами, включая ПФИ.

В параграфе 2.3 определены критерии правомерности введения регулятором и отмены ограничений «кредитного плеча» в отношении эмитентов, а именно: ясность оснований для введения, объективность методик оценки имущественного портфеля потенциального эмитента, публичность вводимых процедур, в том числе с точки зрения раскрытия информации.

Параграф 2.4 посвящен осмыслению правовой природы конфликта интересов оператора финансовой платформы, в том числе при саморазмещении им ценных бумаг, и влияния этого на устойчивость рынка ценных бумаг с учетом необходимости соблюдения баланса имущественных интересов его участников.

Научная новизна работы выражается в предложении не имеющих прямых аналогов в отечественной науке и законодательстве механизмов обеспечения устойчивости финансового портфеля инвестора. Центральным элементом авторской концепции выступает обоснованная конструкция гибридного финансового инструмента — конвертируемой облигации с двойным обеспечением от «размывания» стоимости (Dual Shield Note, DSN). Базовая долговая часть инструмента сочетается с деривативным волатильностным компонентом и выплатой, поставленной под отлагательное

условие сохранения ключевых регуляторных параметров, выбранных инвестором.

Особую ценность представляет проведённое автором юридическое обоснование указанной конструкции через совокупность норм действующего законодательства: пункт 11 статьи 2 и статью 27.1-1 Федерального закона от 22.04.1996 г. № 39 - ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон о рынке ценных бумаг), статью 157 Гражданского кодекса Российской Федерации (далее – ГК РФ) и статью 37 Федерального закона от 26.12.1995 г. № 208 - ФЗ «Об акционерных обществах» (далее – Закон об акционерных обществах). Тем самым автор демонстрирует, что предлагаемая конструкция вписывается в существующую систему гражданско-правовых средств. Заслуживает внимания и предложенная модель интеграции DSN через стандарты эмиссии (Положение Банка России от 19.12.2019 г. № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг») и порядок допуска к организованным торгам (Положение Банка России от 24.02.2016 г. № 534-П «О допуске ценных бумаг к организованным торгам») с проработкой вопросов о критериях условных выплат, верификации источников данных и роли независимого расчётного агента.

Теоретическая значимость работы выражается в формировании новой диверсификационной концепции юридической *ex ante* защиты от волатильности, включая введение и классификация ошибок первого и второго типа применительно к поэтапной системе защиты держателя конвертируемой облигации с двойным обеспечением (Dual Shield Note). Данная классификация обладает не только научной новизной, но и непосредственным практическим значением, поскольку позволяет дифференцировать срабатывание опционного и компенсационного уровней защиты инвестора в зависимости от типа выявленной ошибки.

Практическая значимость выражается в формулировании конкретных правовых механизмов снижения ущерба от ценовых шоков, в том числе через интеграцию нового производного финансового инструмента - конвертируемой облигации с двойным обеспечением, функционирующего на основе

технологии блокчейн, а также в самостоятельном эмпирическом опровержении автором распространённого тезиса о прямой взаимосвязи между уровнем маржинальной торговли и уровнем волатильности применительно к конкретным типам имущественных активов на рынке ценных бумаг.

К числу несомненных достоинств работы относятся также предложенная модель динамических плечей, переводящая ограничения маржинальной торговли из режима индивидуальных реакций в режим предсказуемой нормативной модели с автоматическим пересчётом предельного размера заёмного финансирования; обоснование необходимости нормативного закрепления обязанности организаторов торговли разрабатывать внутреннюю политику предотвращения конфликта интересов.

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 и в выступлениях на международных и всероссийских научно-практических конференциях. Основные положения отражены в публикациях 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. Определяя правовые критерии защиты от волатильности на рынке ценных бумаг, диссертант указывает на возможность закрепления двух самостоятельных подходов к регуляторному воздействию со стороны государства: последующий (*ex post*) и превентивный (*ex ante*). При этом автор говорит лишь о правоотношениях, входящих в сферу правового регулирования первой категории, основанных на *ex post* контроле (стр.29), но при этом ничего не говорит о правоотношениях на стадии *ex ante*, несмотря на

то, что именно они составляют значительную часть рассматриваемого диссертационного исследования (см. в частности, параграф 2 главы 1). В этой связи было бы целесообразным охарактеризовать данные гражданские правоотношения, указав на их охранительный характер, складывающийся при последующем (*ex post*) контроле, и на регулятивный – при превентивном (*ex ante*) контроле.

2. Оценивая сделки, не позволяющие добросовестному приобретателю претендовать на актив и оказывающие существенное влияние на волатильность на рынке ценных бумаг, через призму недобросовестных и спекулятивных действий эмитента, который внес недостоверную информацию в финансовую документацию или биржевые документы, автор говорит об отнесении их только к категории недействительных сделок, совершаемых под влиянием существенного заблуждения или обмана (ст.178 и 179 ГК РФ) (стр.59 работы).

Вместе с тем, такие сделки могут являться также недействительными и по иному правовому основанию – как противоречащие закону (п.2 ст.168 ГК РФ). В частности, здесь может быть применен пункт 6 Обзора по отдельным вопросам судебной практики, связанным с принятием судами мер противодействия незаконным финансовым операциям, утвержденного Президиумом ВС РФ 8 июля 2020 г., где дословно указано, что «выявление при разрешении экономических и иных споров, возникающих из гражданских отношений, обстоятельств, свидетельствующих о направленности действий участников оборота на придание правомерного вида доходам, полученным незаконным путем, может служить основанием для вывода о ничтожности соответствующих сделок как нарушающих публичные интересы».

3. Диссертант дает определение юридической диверсификации как «определенной инвестиционной стратегии, направленной на уменьшение или нивелирование агентских издержек под влиянием волатильности финансовых активов на рынке капиталов и ценных бумаг» (стр.62) и указывает, что «кауза как основание таких сделок не будет иметь смысла и юридического значения,

так как в силу специфики предмета правового регулирования данная ответственность возлагается исключительно на инвестора» (стр.64).

Означает ли этот вывод, что автор относит совершаемые сделки на рынке капиталов исключительно к категории абстрактных сделок, для действительности которых кауза как правовое основание (цель) сделки не имеет значения? И какие примеры таких сделок может тогда привести автор?

И если это так, почему тогда на стр.88 автор, наоборот, указывает, что «все сделки с производственными финансовыми инструментами следует классифицировать по правовому основанию (далее – кауза) их совершения инвестором»?

Разве сделки с деривативами не относятся к числу каузальных сделок и не входят в систему их ante защиты от волатильности, если исходить из поддержанного диссертантом мнения К.Л. Альцеса о том, что «юридическая диверсификация инвестиций означает не что иное, как формирование портфеля ценных бумаг, обращение которых регулируется различными правовыми нормами»?

4. Также возникает вопрос о самом понятии «юридической диверсификации, которая упоминается автором в диссертации в разных смысловых значениях – в том числе как некий процесс принятия управленческих решений, являющихся основой для дальнейших действий эмитента на рынке ценных бумаг с точки зрения корпоративного права (стр.64), что требует более подробного пояснения.

Концепция юридической диверсификации, предложенная диссертантом, также предполагает структурирование портфеля по «правовым классам» эмитентов. В этой связи представляется дискуссионным вопрос о том, в какой мере допустимо нормативно стимулировать или ограничивать подобный подход к формированию портфелей институциональными инвесторами (негосударственными пенсионными фондами, страховыми организациями, управляющими компаниями инвестиционных фондов) с учётом специальных требований к составу и структуре их активов.

5. Диссертант обосновывает юридическую реализуемость конвертируемой облигации с двойным обеспечением через совокупность норм статьи 157 ГК РФ, пункта 11 статьи 2 и статьи 27.1-1 Закона о рынке ценных бумаг, а также статьи 37 Закона об акционерных обществах. Вместе с тем, в работе недостаточно отражён вопрос о её сравнении со структурной облигацией, в том числе, относительно специального режима структурных облигаций, допускающего вариативность лишь в отношении суммы исполнения обязательства, и общего правового режима сделок под отлагательным условием, допускающего более широкую вариативность юридических последствий их совершения. Представлялось бы целесообразным уточнить критерии разграничения указанных правовых режимов и предложить правила преодоления возможных коллизий между ними.

6. Диссертант предлагает ослабить уровень императивности по отношению ко многим частноправовым механизмам (договорная субординация, обеспечительная функция зачета, применение различных способов обеспечения исполнения обязательств), чтобы повысить уровень инвестиционной привлекательности для иностранных контрагентов (стр.78), но не предлагает способы для этого, что требует пояснения.

Кроме того, возникает вопрос, разве «обеспечительная функция зачета» является общепринятым суждением?

7. Предложенный диссертантом адаптивный механизм приостановления торгов основывается на автоматическом расчёте интегрального индекса волатильности. Однако вопрос о гражданско-правовых последствиях ошибочного или несвоевременного срабатывания такого автоматизированного механизма для добросовестных участников оборота раскрыт лишь концептуально. Представляется обоснованным предложить более детальную квалификацию подобных ситуаций — должна ли соответствующая ответственность строиться по модели договорной ответственности организатора торгов, или же по модели деликтной ответственности оператора инфраструктуры либо по какой-то иной

специальной модели, предусмотренной законодательством о рынке ценных бумаг.

8. Диссертант указывает, что информация и информационные сообщения Банка России относятся к нормативным актам индивидуального характера, действие которых распространяется исключительно на брокеров или финансовые организации, и поэтому они не должны оказывать даже косвенного влияния на иных участников рынка ценных бумаг (стр.146).

Вместе с тем, данные акты Банка России, исходя из содержания статьи 7 Федерального закона «О Центральном Банке Российской Федерации (Банке России)», вообще не относятся к числу нормативных и поэтому не предполагают обязательного правоприменения.

Отмеченные положения носят дискуссионный характер и касаются частных моментов. Они 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.


Отзыв подготовлен доцентом кафедры гражданского и предпринимательского права, кандидатом юридических наук Гасниковым Кириллом Дмитриевичем.

Отзыв рассмотрен и одобрен на заседании кафедры гражданского и предпринимательского права Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Всероссийская академия внешней торговли Министерства экономического развития Российской Федерации», протокол № 10 от 11 июня 2026 г.

Доцент кафедры Гражданского
и предпринимательского права,
кандидат юридических наук


Гасников К.Д.

Заведующая кафедрой
Гражданского и предпринимательского
права, кандидат юридических наук


Маркалова Н.Г.

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Всероссийская академия внешней торговли Министерства экономического развития Российской Федерации», почтовый адрес: 119285, Москва, Воробьевское шоссе, 6А, тел.: 7 499 143 12 35, электронная почта: info@vavt.ru, сайт: <https://vavt.ru>

