

К ВОПРОСУ О МЕТОДИКЕ ОЦЕНКИ ЗАБЛОКИРОВАННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ИНОСТРАННЫХ ЭМИТЕНТОВ

Слуцкий Даниил Евгеньевич

*Аспирант кафедры «Экономические и правовые экспертизы» Союза судебных
экспертов «Экспертный совет» РЭУ им. Г.В. Плеханова*

*Генеральный директор ООО «Оценка Бизнеса и Консалтинг» (ОБИКС), Москва,
Российская Федерация
(general@obiks.ru)*

Научный руководитель: Семенкова Елена Вадимовна

*д.э.н., профессор Базовой кафедры «Экономические и правовые экспертизы»
Союза судебных экспертов «Экспертный совет» РЭУ им. Г.В. Плеханова
(vadimovna1231955@mail.ru)*

Аннотация

Исследование целесообразности и возможностей проведения оценки стоимости заблокированных акций иностранных эмитентов. Развитие методики оценки заблокированных ценных бумаг в условиях действия санкционных ограничений является актуальным, так как не все основные подходы и методы оценки ценных бумаг применимы к оценке заблокированных акций иностранных эмитентов.

Ключевые слова: акции, ограничения, оценка, подход, метод, заблокированные активы, ценные бумаги, санкции

ON THE ISSUE OF THE METHODOLOGY FOR EVALUATING BLOCKED SECURITIES OF FOREIGN ISSUERS

Daniil Ev. SLUTSKY

*Postgraduate student of the Department of Economic and Legal Expertise of the Union of
Judicial Experts "Expert Council", Plekhanov Russian University of Economics*

*General Director of Business Assessment and Consulting LLC (OBIKS), Moscow, Russian
Federation*

(general@obiks.ru)

Elena V. SEMENKOVA

*, Doctor of Economics Sciences, Professor of the Basic Department of "Economic and Legal
Expertise" of the Union of Forensic Experts "Expert Council" Russian Economic University named
after G.V. Plekhanov" Author ID: 791843
(vadimovna1231955@mail.ru)*

Abstract

A study of the feasibility and possibilities of assessing the value of blocked shares of foreign issuers. The development of a methodology for evaluating blocked securities under the conditions of sanctions restrictions is relevant, since not all the main approaches and methods of evaluating securities are applicable to evaluating blocked shares of foreign issuers.

Keywords: stocks, restrictions, valuation, approach, method, blocked assets, securities, sanctions

Трансформация прав собственности российских инвесторов на акции иностранных эмитентов происходит на фоне масштабных санкционных ограничений, наложенных со стороны ключевых компаний европейской финансовой инфраструктуры Euroclear и Clearstream и Управления по контролю за иностранными активами (OFAC) Министерства финансов США. Произошла полная блокировка активов, принадлежащих российским инвесторам и были прекращены все дивидендные выплаты. Нарушение международных

конвенций, международных законов и договоров со стороны недружественных государств может привести к глобальному кризису финансовых систем на фондовых рынках.

Результатам блокировки прав собственности российских инвесторов на акции иностранных эмитентов ключевыми компаниями европейской финансовой инфраструктуры Euroclear и Clearstream и Управлением по контролю за иностранными активами (OFAC) Министерства финансов США произошла существенная трансформация прав собственности. Российские инвесторы на фоне масштабных санкционных ограничений фактически лишены управления правами на акции иностранных эмитентов.

Запрет на обращение ценных бумаг и ограничение прав собственности владельцев - замещение триады правомочий собственника (владение, пользование, распоряжение) ограниченным правом владения является блокированием ценных бумаг. Соответственно, такие ценные бумаги следует именовать "заблокированными ценными бумагами", подчеркивая специфику их реального на текущий момент правового режима, поскольку предполагает временный, а не постоянный характер ограничений.

Объект оценки и технология оценки относятся к области научной новизны данной проблемы, так как отсутствует методика оценки заблокированных ценных бумаг. Выделение в качестве объекта оценки заблокированные ценные бумаги характеризуется определенной спецификой, которая не отражена в методиках оценки обращающихся ценных бумаг несмотря на то, что практически все заблокированные ценные бумаги, которые имеются у российских инвесторов котируются на иностранных биржах и имеют общепризнанные котировки и методики определения рыночной стоимости. Оценка стоимости заблокированных ценных бумаг для российских собственников таких бумаг на сегодняшний день вызвана неопределенностью длительностью периода блокировки и спецификой правового статуса объекта оценки, а также, лишением собственника части прав, таких как распоряжения и пользования.

Острая проблема состоит в разработке подходов и методов оценки при определении стоимости нового, не изученного с финансовой и экономической точек зрения, объекта оценки – заблокированной ценной бумаги. При этом, как показывают исследования, проведенные автором, на разных временных отрезках изученного периода наблюдений, динамика и уровень обесценения стоимости таких бумаг меняется, что вызывает необходимость постоянного мониторинга за поведением собственников заблокированных ценных бумаг.

Трансформация фондового рынка, увеличение поведенческих аномалий приводит к росту его волатильности, зачастую переходящей в турбулентность. Для адекватности результатов оценки заблокированных ценных бумаг иностранных эмитентов необходим научно- обоснованный выбор того периода наблюдения, который релевантен, то есть не имеет резко выраженных поведенческих аномалий. Непрерывное наблюдение за их реальной стоимостью на биржевом и внебиржевом рынках должно, на наш взгляд, осуществляться в том временном периоде, который позволит нивелировать чрезмерную ли реакцию фондового рынка, которая приводит к неоправданному росту котировок при положительной информации и неоправданно низкому спаду в случае отрицательной информации. Такие поведенческие эффекты и психологические блокировки как оптимизм, эффекты оверреакции и андерреакции, стадный эффект, эффект чрезмерной самоуверенности и т.д. в период геополитических потрясений, санкционных войн, носит ярко выраженный характер вызывая повышенную волатильность. Выбор того промежутка времени, в течение которого оценщик осуществляет проведение массового сбора исходных данных колебаний котируемых цен акций на биржевом или внебиржевом рынке, должен учитывать это обстоятельство.

Опираясь на Положения Банка России № 437-П «О деятельности по проведению организованных торгов» от 17 октября 2014 года¹, следует указать что организаторы торговли

1 Положение Банка России от 17.10.2014 N 437-П (ред. от 17.06.2024) «О деятельности по проведению организованных торгов» от 17 октября 2014 года [Электронный ресурс]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_174191/ (дата обращения 24.03.2025).

ценными бумагами обязаны определить в течение торгового дня периоды времени, соответствующие проведению основной и дополнительных торговых сессий фондового рынка, по результатам которых в течение одного торгового дня организованных торгов участники рынка смогут определить диапазон предельных границ колебаний цен ценных бумаг («цена аукциона закрытия», либо «последняя текущая цена», определенная по итогам основной торговой сессии) в течение одного торгового дня. Следовательно, обоснование периода наблюдения при расчете стоимости заблокированных ценных бумаг в определенный установленный временной интервал текущих рабочих дней основной и дополнительной торговой сессии фондового рынка напрямую связано с получением репрезентативной информации, которая в условиях действия санкционных ограничений имеет ключевое значение для релевантной оценки стоимости заблокированных финансовых активов.

Опираясь на положения Федерального закона № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 года²; положения Методических рекомендаций Банка России № 186-Т «Об оценке финансовых инструментов по текущей (справедливой) стоимости» от 29 декабря 2009 года³; Порядок определения рыночной цены ценных бумаг, расчетной цены ценных бумаг, а также предельной границы колебаний рыночной цены ценных бумаг в целях 23 главы налогового кодекса Российской Федерации, утвержденный Приказом № 10-65/пз-н Федеральной службы по финансовым рынкам от 9 ноября 2010 года⁴; требования Международного стандарта финансовой отчетности (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости», утвержденного Приказом Минфина России № 106н от 18 июля 2012 года⁵; указания Письма Банка России №37-Т «О мерах по контролю за достоверностью отражения кредитными организациями активов по справедливой стоимости» от 6 марта 2013 года⁶; требования Инструкции Банка России №180-И «Об обязательных нормативах банков» от 28 июня 2017 года⁷ и положения Банка России № 809-П «О плане счетов бухгалтерского учета для кредитных организаций и порядке его применения»⁸ от 24 ноября 2022 года, отметим что неотъемлемой частью учетной политики кредитно-финансовых учреждений и организаций является Методика определения справедливой стоимости финансовых инструментов (далее МОССФИ).

По нашему мнению, справедливую стоимость приобретает актив только на ликвидном рынке, который сглаживает и влияние поведенческих эффектов на его волатильность. На неликвидном рынке можно характеризовать цены как совокупность результатов единичных сделок, нерелевантных для оценки заблокированных ценных бумаг иностранных эмитентов. Поэтому и для характеристики ликвидности мы предлагаем авторский подход,

2 О рынке ценных бумаг: Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ // Собрание законодательства РФ. 1996. № 17. Ст. 17.

3 Письмо Банка России от 29.12.2009 № 186-Т «О Методических рекомендациях «Об оценке финансовых инструментов по текущей (справедливой) стоимости» [Электронный ресурс]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_95715/ (дата обращения 24.03.2025).

4 Приказ ФСФР России от 09.11.2010 N 10-65/пз-н (ред. от 14.06.2012) «Об утверждении Порядка определения рыночной цены ценных бумаг, расчетной цены ценных бумаг, а также предельной границы колебаний рыночной цены ценных бумаг в целях 23 главы Налогового кодекса Российской Федерации» [Электронный ресурс]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_107373/ (дата обращения 24.03.2025).

5 Приказ Минфина России от 18.07.2012 N 106н «О введении в действие и прекращении действия документов Международных стандартов финансовой отчетности на территории Российской Федерации» [Электронный ресурс]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_133819/ (дата обращения 24.03.2025).

6 Письмо Банка России от 06.03.2013 №37-Т «О мерах по контролю за достоверностью отражения кредитными организациями активов по справедливой стоимости» [Электронный ресурс]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_143397/ (дата обращения 24.03.2025).

7 Инструкции Банка России от 28.06.2017г. №180-И «Об обязательных нормативах банков» (ред. от 06.05.2019) [Электронный ресурс]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_220206/ (дата обращения 24.03.2025).

8 Положение Банка России от 24.11.2022 N 809-П (ред. от 02.11.2024) «О Плане счетов бухгалтерского учета для кредитных организаций и порядке его применения» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.03.2025) [Электронный ресурс]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_436264/ (дата обращения 24.03.2025).

характеризующийся научной новизной. В классическом инвестиционном анализе для определения степени ликвидности используются такие показатели как

- Величина спреда (ценовой разрыв между ценой покупки и продажи)
- Объем заключаемых сделок (глубина рынка)
- Объем выставленных заявок на покупку и продажу (ширина рынка)
- Частота заключаемых сделок

Для целей данного исследования под ликвидностью понимается:

- сам факт свершения сделок на внебиржевом рынке с заблокированными бумагами,
- дневное количество эмитентов, чьи ценные бумаги торгуются на внебиржевом рынке,
- вариативный диапазон котировок в течение текущего торгового дня по всем торгуемым акциям всех эмитентов, при котором коэффициент вариации не превышает 30%,
- вариативный диапазон котировок с ценными бумагами одного эмитента относительно предыдущих торговых дней, при котором коэффициент вариации не превышает 30% в течение 30-ти дневного периода наблюдения.

В условиях неопределенности формальные подходы к оценке должны сопровождаться эвристическим анализом и исследованием поведенческих аномалий.

Таким образом, сложившиеся обстоятельства должны учитываться при определении рыночной стоимости заблокированных ценных бумаг, путем корректировки биржевой котировки ценной бумаги на уровень ее обесценения, выраженный в процентах («дисконт», «скидка») или в числовом значении - коэффициенте, рассчитанный в первые в российской оценочной практике в отчётах об оценке справедливой стоимости прав собственности на заблокированные ценные бумаги оценщиками ООО «ОБИКС»^{9, 10}.

Список литературы

1. Фархуллина А.И. Рынок ценных бумаг в России: проблемы и перспективы развития // Международный журнал гуманитарных и естественных наук. 2023. Т. 5, № 5-1. С. 113-115. DOI:10.24412/2500-1000-2023-5-5-113-115
2. Манушин Д.В. Антисанкционная и санкционная экономическая политика России 2022–2025. Часть 2: Последствия войны санкций, управление изменениями, уточнение понятий исследования // Российский экономико-правовой журнал. 2024. №18(1). С. 36-69. <https://doi.org/10.21202/2782-2923.2024.1.36-69>
3. Кузьмин П. И., Свердлов М. Ю., Зиновьев А. Г., Селиверстов С. И. Использование модели оценки капитальных активов для анализа последствий воздействия санкционных мер на российский рынок ценных бумаг // Вестник Евразийской науки. 2020. №12(2) С. 41-48.
4. Уликин В.С. Важность оценки реальной стоимости акций российских компаний // Вектор Экономики. 2017. №11. С. 88-96.
5. Янсон А.А. Современные методы оценки акций: затратный подход // Вестник Санкт-Петербургского государственного экономического университета. 2017. №7. С. 151-154.
6. Карцев П.В., Аканов А.А. Обзор практики применения доходного подхода к оценке бизнеса // РЭА Центр Перспектива. 2016. №2. С. 44-52.
7. Расторгуев М.А., Алешина А.Ю. Оценка заблокированных финансовых активов с целью разработки мер поддержки инвесторов // Финансы: теория и практика. 2024. №28(5). С. 71-82. DOI: 10.26794/2587-5671-2024-285-71-82

9 Отчёт № 194-21554/2022/19-О об оценке справедливой стоимости прав собственности на ценные бумаги (Том 1 и Том 2) по состоянию на 10.11.2023 г. Заказчик: Акционерное общество «Управляющая компания «Первая», исполнитель: ООО «ОБИКС».

10 Отчёт № 474-20233/2021/11-О об оценке справедливой стоимости прав собственности на ценные бумаги по состоянию на 15.10.2023 г. Заказчик: ООО «Управляющая компания «Альфа-Капитал», исполнитель: ООО «ОБИКС».

8. Русяев Я.В. Практика использования сравнительного и доходного подходов к фундаментальному анализу в прогнозировании рынка ценных бумаг // Финансы и кредит. 2014. №4 (532). С. 51-60.