pISSN 2071-4688
eISSN 2311-8709

Рынок ценных бумаг

РАЗВИТИЕ МЕТОДИКИ ОЦЕНКИ ЗАБЛОКИРОВАННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Даниил Евгеньевич СЛУЦКИЙ

аспирант кафедры экономических и правовых экспертиз
Союза судебных экспертов «Экспертный совет»,
Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова (РЭУ им. Г.В. Плеханова),
Москва, Российская Федерация
general@obiks.ru
ORCID: отсутствует
SPIN-код: отсутствует

История статьи:
Рег. № 157/2025
Получена 13.03.2025
Одобрена 13.04.2025
Доступна онлайн 29.04.2025

Специальность: 5.2.4

УДК 336.763
JEL: G01, G10, G15, G24, G32

Ключевые слова:
акции, ограничения, оценка, подход, метод

Аннотация

Предмет. Оценка стоимости заблокированных акций иностранных эмитентов в условиях действия санкционных ограничений.

Цели. Обосновать релевантность применения разработанной методики оценки к заблокированным ценным бумагам в ситуации востребованного возврата инвестиционных ресурсов российских инвесторов на организованном внебиржевом рынке.

Методология. Используются методы системного и сравнительного анализа, метод анализа законодательно-правовых актов, трудов научной литературы и статистических данных и графический метод, сравнительный подход и метод парных продаж.

Результаты. Выявлено, что использование сравнительного подхода для справедливой оценки стоимости заблокированных акций иностранных эмитентов, содержащей корректировку (дисконт) биржевой котировки ценной бумаги и учитывающей обстоятельства блокировки в отношении оцениваемых активов, возможно только методом парных продаж. При этом оценщик для проведения расчетов должен иметь доступ к достоверным данным по ценам сделок или ценам предложений как на биржевом, так и на внебиржевом рынках.

Область применения. Результаты будут полезны для управления заблокированными финансовыми активами.

Выводы. Применение авторской методики оценки заблокированных ценных бумаг на базе сравнительного подхода и метода парных продаж для вовлечения в хозяйственный оборот или проведения сделок на внебиржевом рынке гарантирует получение наиболее достоверных результатов и представляется наиболее релевантным.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2025

Для цитирования: Слуцкий Д.Е. Развитие методики оценки заблокированных ценных бумаг // Финансы и кредит. – 2025. – Т. 31, № 4. – С. 223 – 240.
https://doi.org/10.24891/fc.31.4.223

Введение

Анализируя положения Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», отметим что «акция» здесь представлена как эмиссионная ценная бумага: актив, наделенный определенной ценностью с точки зрения реализации прав его владельца, отразить которую способна стоимость акции на биржевом или внебиржевом рынке. Данное

свойство акции наиболее характерно для проведения оценки стоимости заблокированных ценных бумаг иностранных эмитентов.

Опираясь на положения российского законодательства, обозначенные в нормах ст. 142 Гражданского кодекса Российской Федерации с учетом изменений в Федеральном законе от 02.07.2013 № 142-ФЗ «О внесении изменений в подраздел 3 раздела I части первой Гражданского кодекса Российской Федерации», отметим, что акции наделены свойствами объектов вещного права и закрепляют права их владельцев на проведение сделок в сфере реализации субъективных прав на бездокументарные ценные бумаги. Это позволяет оценщикам, субъектам оценочной деятельности в рамках Федерального закона от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» в соответствии с запросами владельцев акций проводить оценку стоимости заблокированных ценных бумаг в целях их дальнейшего использования собственником в числе прочего для реализации на внебиржевом рынке.

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 заблокированных ценных бумаг 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 на сегодняшний день вызвана неопределенностью длительности периода блокировки и спецификой правового статуса объекта оценки, а также лишением собственника части прав, в том числе прав 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 исходя из исследований, проведенных 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.

Исследование показало, что самой востребованной услугой по оценке заблокированных ценных бумаг является оценка стоимости в целях расчета стоимости чистых активов инвестиционных фондов. Далее выявлены и проранжированы по степени востребованности цели оценки, согласно запросам собственников (*рис. 1*).

Следует отметить, что начиная с 24 февраля 2022 г. введенные санкционные ограничения со стороны компаний европейской финансовой инфраструктуры Euroclear и Clearstream и Управления по контролю за иностранными активами (OFAC) Министерства финансов США привели к блокировке прав собственности российских инвесторов на акции иностранных эмитентов (запрет на обращение 990 ценных бумаг и ограничение прав собственности их владельцев)[1] .

В условиях востребованного возврата инвестиционных ресурсов российских инвесторов на организованном внебиржевом рынке остро необходима оценка стоимости заблокированных акций иностранных эмитентов в целях их дальнейшей продажи владельцами. Организованный внебиржевой рынок выдвигает определенные требования профессиональных посредников/брокеров по индивидуальной заявке на продажу или покупку заблокиро-

[1] Дело на 6 трлн: что происходит с замороженными иностранными акциями россиян. URL: https://www.nsd.ru/publications/news/soobshcheniya-klientam/o-blokirovke-raschetov-euroclear-bank-i-clearstream-banking/?pub_DATE_ACTIVE_FROM_1=21.02.2022&pub_DATE_ACTIVE_FROM_2=10.03.2022

ванных ценных бумаг: Финам, Тинькофф, БКС, Альфа Капитал, Цифра брокер, ВТБ, Открытие брокер, Сбербанк брокер и др. Однако не все основные подходы и методы оценки ценных бумаг применимы к оценке заблокированных акций иностранных эмитентов.

Опираясь на положения Федерального стандарта оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)»[2], отметим, что существуют три основных подхода к оценке, такие как затратный, доходный и сравнительный, каждому из которых свойственны определенные методы оценки. Здесь следует указать на тот факт, что Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости»[3], содержащий перечень подходов к оценке ценных бумаг, не вступает в противоречия с положениями ФСО V.

Оценщик имеет полное право использовать все указанные подходы к оценке ценных бумаг, среди прочего в целях обоснования выводов о возможности их применения в рамках оценки стоимости акций. Также он может использовать методы оценки, которые не указаны в Федеральном стандарте оценки. Оценщик в рамках получения наиболее достоверных результатов наделен правом использования одного подхода и одного метода к оценке ценных бумаг, но тем не менее следует учитывать, какая специфика свойственна объекту и какую цель преследует оценка. Необходимо принимать во внимание вид стоимости объекта оценки и при этом опираться на достоверную исходную информацию, базирующуюся на принципе достаточности, и учитывать весь спектр допущений и ограничений оценки акций. Следовательно, оценщик на текущий момент правового режима должен учесть специфику объекта оценки: отсутствие у собственника права распоряжения и пользования ценными бумагами, переводя их в статус «заблокированные ценные бумаги».

Отметим тот факт, что блокировка прав распоряжения и пользования российских инвесторов на акции иностранных эмитентов носит временный, а не постоянный характер ограничений, и тем не менее именно данная специфика объекта оценки не позволяет оценщику в рамках реализации субъективных прав владельцев на бездокументарные ценные бумаги применять: затратный подход, доходный подход и свойственные им различные методы оценки при проведении сделок на внебиржевых рынках. Развитие методики оценки заблокированных ценных бумаг в условиях востребованного возврата инвестиционных ресурсов российских инвесторов является актуальным.

При проведении исследования использован системный подход, который позволил комплексно и объективно провести обзор методик оценки заблокированных ценных бумаг (акций иностранных эмитентов, принадлежащих российским инвесторам) на базе использования затратного, доходного и сравнительного подходов и обосновать необходимость применения сравнительного подхода, включающего в свой состав метод парных продаж при расчете корректировок стоимости акций в условиях действия масштабных санкционных ограничений, что позволит в дальнейшем вовлечь такие акции в хозяйственный оборот или реализовать на внебиржевом рынке. Проведен системный и сравнительный анализ законодательно-нормативных актов, научной литературы и статистических данных.

Обзор литературы

Для визуализации данных использован графический метод. Теоретическую базу исследования представляют научные публикации российских и зарубежных исследователей. Боль-

[2] Федеральный стандарт оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)».
URL: https://www.ocenchik.ru/docs/3989-fso5-podhody-i-metody-ocenki.html

[3] Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости».
URL: https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2016/02/main/RU_BlueBook_GVT_2015_IFRS_13.pdf

шинство работ зарубежных исследователей, таких как Ю.М. Рахман, В.Дж. Аденентяс, Б.П.М. Джая [1], Б.С. Дас, Ф. Хасан, С.Р. Сутрадхар, С. Шафик [2], Э.К. Чоудхури, И.И. Хан [3], А. Боссман [4], Б. Хильгеншток, О. Ицхоки [5], Х.В. Мак, Р. Лай [6] в текущих условиях посвящено механизмам государственного регулирования и разработке возможных инструментов по защите прав инвесторов, пострадавших в результате блокировки активов.

Большинство работ российских исследователей, среди которых Ю.В. Сахарова [7], О.М. Шевченко [8], М.В. Анашкина [9], Н.А. Стефанова и А.А. Королев [10], А.Р. Рязанова [11], И.В. Ершова и Е.Е. Енькова [12], О.А. Асланова [13], Р.К. Петручак [14], А.С. Киселев [15], А.И. Фархуллина [16] и Д.В. Манушин [17], Д.Е. Слуцкий [18] посвящено проблемам российских инвесторов как владельцев заблокированных иностранных ценных бумаг. Это связано с вступлением инвесторов в правоотношения на фондовых рынках в рамках совершения юридических двухсторонних сделок, нацеленных на организацию перехода прав собственности к новым владельцам, и с проблемами, возникающими при нарушении регуляторами фондового рынка принципа равенства и прав акционеров, что выражается в виде блокировки обязательств по совершению действий, связанных с переходом прав на акции. Такая ситуация наносит значительный финансовый ущерб российским инвесторам.

При этом на данный момент в научной литературе отсутствуют прикладные исследования по оценке стоимости конкретных заблокированных активов.

Проведен анализ источников научной литературы и установлено, что ряд российских исследователей, в том числе П.И. Кузьмин, М.Ю. Свердлов, А.Г. Зиновьев, С.И Селиверстов [19], В.С. Улискин [20], А.А. Янсон[4] , в своих научных работах раскрывали принципы замещения, на которые опирается использование затратного подхода в оценке стоимости предприятия (бизнеса), в частности его акций, и указывали, что главенствующее предположение для оценщика связано с определением суммы затрат, необходимой для создания с нуля аналогичного предприятия. Данная формулировка уже содержит ограничения для оценщика при проведении оценки акций, поскольку затраты на создание отражают прошлое компании и не учитывают инвестиционную привлекательность для инвестора сегодня так, как это учитывает сравнительный подход, или будущее предприятия, принимаемое в расчет доходным подходом.

На взгляд автора, применение затратного подхода к оценке заблокированных ценных бумаг в условиях востребованного возврата инвестиционных ресурсов российских инвесторов при проведении сделок на внебиржевом рынке нецелесообразно.

Методы затратного подхода сфокусированы на оценке стоимости скорректированных чистых активов, где рыночная стоимость обязательств иностранной компании вычитается из общей суммы ее активов, пересчитанных по рыночным ценам на текущий момент, и полученная величина делится на общее количество всех акций, которые находятся в обращении.

Применение коэффициента рыночной корреляции к полученной стоимости одной акции и формирует окончательную оценку стоимости заблокированной ценной бумаги. При этом в условиях действий санкционных ограничений представляется маловероятным нахождение на внебиржевом рынке потенциального инвестора, способного приобрести заблокированные акции по указанной оценщиком стоимости.

[4] *Янсон А.А.* Современные методы оценки акций: затратный подход // Россия и Санкт-Петербург: экономика и образование в XXI веке: XXXVIII научная конференция профессорско-преподавательского состава, научных сотрудников и аспирантов по итогам научно-исследовательской деятельности университета за 2015 год. СПб.: Санкт-Петербургский государственный экономический университет, 2017. С. 151–154.

Использование метода ликвидационной стоимости требует от оценщика учета погашения всех обязательств иностранной компании, которое возможно только после продажи всех ее активов, где полученная величина делится на общее количество всех акций, которые находятся в обращении.

Оценить вероятную продажу активов крупных транснациональных иностранных компаний, расположенных на территориях различных регионов мира, в российских условиях не представляется возможным, несмотря на тот факт, что метод ликвидационной стоимости выступает в качестве ценного инструмента, призванного к оценке инвестиционных рисков инвесторов на фондовых рынках.

Здесь следует отметить и тот факт, что у оценщика полностью отсутствует целесообразность применения затратного подхода к оценке стоимости заблокированных ценных бумаг. В соответствии с принципом замещения затратного подхода при оценке стоимости пакета акций необходимо определить сумму затрат, необходимую для создания с нуля аналогичного предприятия, обладающего таким же пакетом акций. Между тем без значительных юридических ограничений участники внебиржевого рынка не в состоянии создать аналогичный объект оценки, обладающий теми же характеристиками и инвестиционно-привлекательными качествами, что и уже существующие заблокированные акции крупных транснациональных иностранных компаний, и обеспечить возможность немедленного использования вновь размещенных на фондовом рынке ценных бумаг.

В свою очередь П.В. Карцев, А.А. Аканов [21], М.А. Расторгуев, А.Ю. Алешина [22], Я.В. Русяев[5] в своих работах раскрывали принципы ожидания выгод, на которые опирается использование доходного подхода в оценке стоимости пакета акций и указывали, что главенствующее предположение для оценщика связано с определением текущей стоимости ожидаемых будущих денежных потоков от использования объекта оценки – акций иностранной компании.

Предложения по оценке

По мнению автора, применение доходного подхода к оценке заблокированных ценных бумаг в целях определения рыночной стоимости для их использования или в целях возврата инвестиционных ресурсов российских инвесторов при реализации бумаг на внебиржевом рынке фактически не представляется возможным.

Отметим, что у оценщика в текущих условиях блокировки акций и дивидендных выплат по ним полностью отсутствуют как возможность, так и целесообразность применения доходного подхода к оценке ожидаемых будущих денежных потоков, приносящих потенциальные выгоды инвесторам. Так как слишком высока степень неопределенности получения прогнозов российскими участниками фондового рынка, нет ясности по поводу длительности периода заморозки прав распоряжения и пользования акциями и доходами от них, а также величины ставки дисконтирования, адекватно оценивающей сложившиеся риски. Применение в рамках доходного подхода метода дисконтированных денежных потоков, в рамках которого оценщик проводит прогнозирование в будущих периодах поступления чистого денежного потока для определения рыночной стоимости актива носит вероятностный характер даже при относительно стабильных условиях развития, но все же при этом вероятность точности результата оценки стремится к 100%.

[5] *Русяев Я.В.* Практика использования сравнительного и доходного подходов к фундаментальному анализу в прогнозировании рынка ценных бумаг // Финансы и кредит. 2013. № 4. С. 51–60.
URL: https://cyberleninka.ru/article/n/praktika-ispolzovaniya-sravnitelnogo-i-dohodnogo-podhodov-k-fundamentalnomu-analizu-v-prognozirovanii-rynka-tsennyh-bumag

В сложившихся текущих реалиях и при санкционной политике недружественных стран результаты, полученные в рамках доходного подхода, и вероятность точности результата оценки будут стремиться в противоположном направлении, ввиду многих субъективных факторов при прогнозировании периода разморозки прав собственников на распоряжение своими ценными бумагами и ставки дисконтирования, учитывающей сложившиеся риски.

Между тем рынок диктует свои условия. В качестве примера невозможности применения доходного подхода к оценке заблокированных ценных бумаг в случае востребованного возврата инвестиционных ресурсов российских инвесторов при проведении сделок на внебиржевом рынке автор статьи приводит акции фармацевтической компании Applied Therapeutics (APLT), которые обрушились на фоне отзыва заявки компании на регистрацию нового препарата (NDA), созданного для лечения галактоземии (нарушения обмена веществ у человека)[6] .

Котировки стоимости акций компании Applied Therapeutics (APLT) представлены на *рис. 2*.

Применение метода дисконтированных денежных потоков и метода капитализации прибыли, в рамках которых оценщик проводил прогнозирование поступления чистого денежного потока от владения акциями компании Applied Therapeutics в будущих периодах 2023–2024 гг. и оценку финансовой эффективности деятельности компании APLT и ее инвестиционных показателей, оказалось полностью несостоятельным в начале 2025 г.

В условиях блокировки акций и дивидендных выплат по ним финансовым аналитикам, трейдерам и участникам рынка в рамках востребованного возврата заблокированных инвестиционных ресурсов не требуется проведения фундаментального анализа, опирающегося на изучение отраслевых тенденций, макроэкономических факторов, конкурентной среды, финансовых отчетов, операционных и экономических показателей, технологий и характеристик компаний. Так как российским инвесторам со стороны Euroclear и Clearstream и Управления по контролю за иностранными активами (OFAC) Министерства финансов США запрещено проведение сделок (операций) с заблокированными ценными бумагами, определение потенциала их возможной будущей стоимости не имеет никакого смысла из-за того, что неизвестен срок их разблокировки, так же как и неизвестна сама возможность снятия ограничений с прав владения.

В случае востребованного возврата инвестиционных ресурсов при проведении сделок на внебиржевом рынке для финансовых аналитиков, трейдеров и участников рынка теряет значение сравнительный анализ аналогичных отраслевых показателей компаний-конкурентов, который проводится для выявления переоцененных или недооцененных заблокированных ценных бумаг, и становится невостребованным проведение технического и индикаторного анализа, сконцентрированного на мониторинге объемов торговли акций и идентификации краткосрочных и среднесрочных трендов графиков текущих цен, скорости и направлении их движения, которые проводятся для прогнозирования будущей стоимости заблокированных акций. Все указанные факторы, определяющие окончательную стоимость акций для финансовых аналитиков, трейдеров и участников рынка в ситуации блокировки не действуют.

Ключевым этапом в рамках принятия решений о вовлечении в хозяйственный оборот или продаже заблокированных ценных бумаг в условиях востребованного возврата инвестиционных ресурсов при проведении сделок на внебиржевом рынке выступает только справедливая оценка стоимости иностранных эмитентов.

Ученые М.М. Демьяненко [23], А.С. Кокин, И.М. Осколков, А.А. Сызганова [24] раскрывали принципы ценового равновесия и замещения, на которые опирается использование

[6] Акции Applied Therapeutics понижены в рейтинге из-за опасений по поводу выручки. URL: https://ru.investing.com/news/analyst-ratings/article-93CH-2607913

сравнительного подхода в оценке стоимости пакета акций и указывали, что главенствующее предположение для оценщика связано со сравнением объекта оценки (оцениваемых акций) с акциями идентичных или аналогичных предприятий.

На взгляд автора, применение сравнительного подхода к оценке заблокированных ценных бумаг гарантирует получение наиболее достоверных результатов и представляется наиболее возможным. Неоспоримым преимуществом сравнительного подхода и метода парных продаж в оценке заблокированных ценных бумаг выступает тот факт, что участники внебиржевого рынка как со стороны продавца, так со стороны покупателя осведомлены о рисках, о специфике данных ценных бумаг, о применении дисконта и адекватно оценивают свои ожидания, что отражается на реальной рыночной цене заблокированных ценных бумаг.

Сравнительный подход включает в свой состав множество различных методов оценки (*рис. 3*).

Однако данные методы не позволяют оценщику получить справедливую оценку стоимости заблокированных ценных бумаг напрямую ввиду особенности самого объекта оценки и наложенных ограничений на права собственника.

Таким образом, сложившиеся обстоятельства должны учитываться при определении справедливой стоимости заблокированных ценных бумаг путем корректировки биржевой котировки ценной бумаги на уровень ее обесценения, выраженный в процентах (дисконт, скидка) или в числовом значении – коэффициенте, рассчитанном в первых в российской оценочной практике отчетах об оценке справедливой стоимости прав собственности на заблокированные ценные бумаги оценщиками ООО «ОБИКС»[7] .

Данная корректировка рассчитывается методом парных продаж (сравнительный подход), при этом оценщик должен иметь доступ к достоверным данным по ценам сделок или ценам предложений как на биржевом, так и на внебиржевом рынках. Здесь необходимо учитывать тот факт, что внебиржевой рынок заблокированных ценных бумаг является новым для российского инвестора и возник в России как контрмера на введенные санкции, ограничивающие права распоряжения и пользования собственников заблокированных ценных бумаг, в целях возврата части инвестиций российским инвесторам.

Применительно к оценке заблокированных ценных бумаг под парной продажей подразумевается продажа двух объектов оценки в виде акций с одним уникальным кодом ISIN, за исключением одного параметра (ограничений в использовании одного из объектов оценки, выраженных в виде блокировки ценной бумаги), наличием которой и объясняется разница в цене объектов оценки / акций[8] . Данный метод позволяет рассчитать поправку на упомянутую характеристику и использовать ее для корректировки на этот параметр цены продажи сопоставимого с объектом оценки объекта аналога.

Отметим, что оценщик в условиях блокировки акций при применении сравнительного подхода обеспечен надежной и достоверной информацией об активности сделок с аналогами заблокированных ценных бумаг на фондовом рынке, а также достоверной информацией о сделках с объектами оценки – заблокированными ценными бумагами на внебиржевом

[7] Отчет № 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. Заказчик: Акционерное общество «Управляющая компания «Первая», исполнитель: ООО «ОБИКС»; Отчет № 474-20233/2021/11-О об оценке справедливой стоимости прав собственности на ценные бумаги по состоянию на 15.10.2023. Заказчик: ООО «Управляющая компания «Альфа-Капитал», исполнитель: ООО «ОБИКС».

[8] *Аббасов М.Э.* Метод «парных продаж». Границы применимости. URL: https://srosovet.ru/content/editor/Metod/regression/4_Abbasov-Metod_parnyh_prodazh.pdf?ysclid=m9imhhd4p7137078971

рынке при расчете корректировок цены. При сборе информации о котировках заблокированных ценных бумаг на внебиржевом рынке необходимо располагать актуальной рыночной статистической ценовой информацией, наименее удаленной во времени, и за основу сравнения берутся результаты внебиржевых торгов текущего и прошедшего дней за определенный период времени, что позволяет исключить резкие спекулятивные и эмоциональные колебания цены заблокированной ценной бумаги, так как внебиржевой рынок более волатилен и обладает более низкой ликвидностью чем биржевой рынок.

Автором проведены расчеты корректировки на обесценение (дисконт, скидка) для определения справедливой стоимости заблокированных ценных бумаг на основании анализа их биржевых и внебиржевых котировок, исходя из анализа деятельности ведущих брокеров России, а также анализа достоверной, открытой в сложившихся обстоятельствах информации[9] . Участники внебиржевого рынка как со стороны продавца, так со стороны покупателя осведомлены о рисках, о специфике данных ценных бумаг и адекватно оценивают свои ожидания, что отражается на реальной рыночной цене заблокированных ценных бумаг.

Оценщик на внебиржевом рынке имеет на дату оценки: цены реальных сделок – котировки заблокированных ценных бумаг текущего и/или предыдущего дней и котировки на те же самые ценные бумаги, не имеющие блокировки и обращающиеся на биржевом рынке.

В связи с данным фактором оценщик может определить корректировку на дату установления стоимости, применимую к биржевой котировке ценной бумаги в целях определения ее рыночной (справедливой) стоимости, но имеющую ограничения в виде заблокированного актива (дисконт, который позволяет собственникам заблокированных ценных бумаг определить рыночную (справедливую) стоимость, для введения актива в хозяйственный оборот или его реализации в процессе проведения торгов на внебиржевом рынке), по следующей формуле:

$$PCo = K \cdot (1 - K_1) \cdot K_в \quad (1)$$

где K – котировка ценной бумаги на биржевом рынке на дату определения стоимости;

K_1 – коэффициент (дисконт, скидка), учитывающий сложившиеся внешние обстоятельства в отношении оцениваемых ценных бумаг (блокировка акций);

$K_в$ – курс национальной валюты к валюте, в которой номинированы акции.

В качестве примера применения метода парных продаж для проведения сделок на внебиржевом рынке по результатам оценки заблокированных ценных бумаг, составляющих имущество российских паевых инвестиционных фондов в условиях востребованного возврата инвестиционных ресурсов, автор статьи указывает на данные практического исследования, проведенного в период с 01.06.2023 по 21.02.2025. История 632 дней наблюдений за сделками на внебиржевом и биржевом рынках в целях определения степени обесценивания заблокированных активов и расчета дисконта для определения рыночной (справедливой) стоимости заблокированных ценных бумаг собственниками или участниками внебиржевого рынка в рамках проведения торгов заблокированными акциями путем введения числового значения дисконта в заявку на продажу актива приведена на примере наблюдаемого IV квартала 2024 г. на *рис. 4*.

Отталкиваясь от анализа данных *рис. 1*, отметим, что за временной период с 01.10.2024 по 31.12.2024 средняя величина дисконта (скидки) для ее дальнейшего применения в расчетах

[9] Внебиржевая площадка Трейдинг.Финам. URL: https://trading.finam.ru; Общедоступные источники информации, данные биржи, на которой котируются оцениваемые бумаги. URL: https://www.nyse.com; https://www.nasdaq.com; Информационно-аналитические сайты биржевых рынков. URL: https://ru.investing.com; https://finance.yahoo.com

справедливой стоимости заблокированных ценных бумаг находилась в диапазоне от 60,5% до 71,3%, причем в итоге она составляла 66,78%[10] .

Заключение

Таким образом, подводя итоги исследования, отметим, что в условиях востребованного возврата инвестиционных ресурсов российских инвесторов оценка стоимости заблокированных акций иностранных эмитентов в целях их дальнейшей продажи владельцами на организованном внебиржевом рынке на основе использования затратного и доходного подходов и их методов оценки не представляется возможным. В условиях действия санкционных ограничений не все основные подходы и методы оценки ценных бумаг применимы к оценке заблокированных акций иностранных эмитентов.

Методы затратного подхода сфокусированы на оценке стоимости чистых активов иностранной компании, но в условиях действия санкционных ограничений представляется маловероятным нахождение потенциального инвестора на внебиржевом рынке, способного приобрести заблокированные акции по указанной оценщиком стоимости. Методы доходного подхода сфокусированы на оценке ожидаемых будущих денежных потоков, приносящих потенциальные выгоды инвесторам, но слишком высока степень неопределенности их получения российскими участниками фондового рынка, так как неизвестен срок снятия ограничений с прав владения акциями в контексте распоряжения активами.

Применение сравнительного подхода к оценке заблокированных ценных бумаг в условиях востребованного возврата инвестиционных ресурсов российских инвесторов при проведении сделок на внебиржевом рынке гарантирует получение наиболее достоверных результатов и представляется наиболее возможным. Сравнительный подход включает в свой состав множество различных методов оценки ценных бумаг. Справедливую оценку стоимости заблокированных акций иностранных эмитентов с корректировкой (дисконтом) биржевой котировки ценной бумаги, учитывающей сложившиеся внешние обстоятельства, которые выражены в виде их блокировки возможно рассчитать только методом парных продаж, при этом оценщик должен иметь доступ к достоверным данным по ценам сделок или ценам предложений как на биржевом, так и на внебиржевом рынках.

[10] Достоверность практического исследования подтверждена 5 366 наблюдениями за котировками заблокированных ценных бумаг на внебиржевом рынке в России на площадке Трейдинг.Финам в разделах «Заблокированные инструменты СПБ», «Заблокированные инструменты ММВБ» и 5 366 наблюдениями за котировками этих же ценных бумаг по итогам биржевых торгов преимущественно на Нью-Йоркской фондовой бирже (New York Stock Exchange, NYSE) и фондовой бирже NASDAQ (National Associations of Securities Dealers Automate Quotations).

Рисунок 1
Основные цели оценки заблокированных ценных бумаг

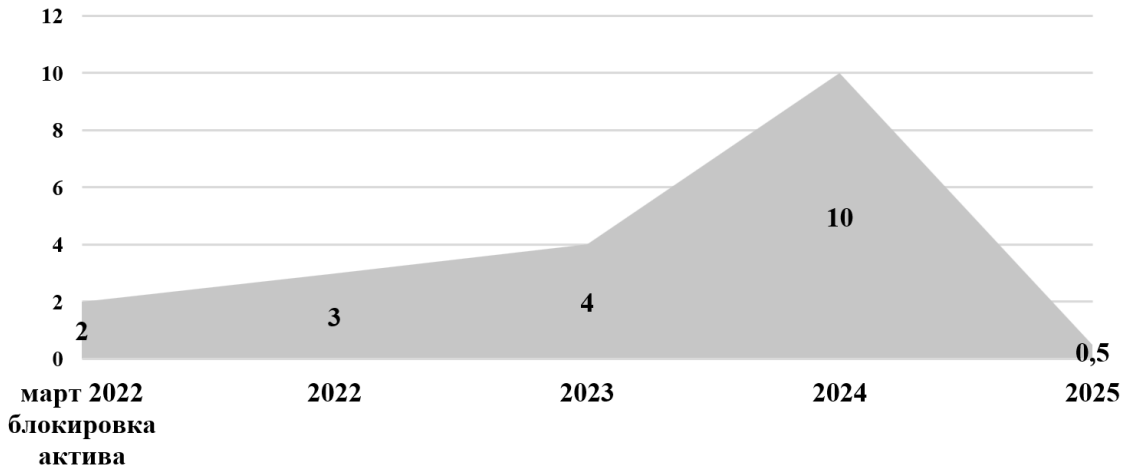
Figure 1
The main objectives of evaluating blocked securities

Источник: авторская разработка по данным Оценка стоимости ценных бумаг (акций): основные подходы и методы. URL: https://obiks.ru/o-kompanii/poleznye-stati/otsenka-tsennykh-bumag-kak-opredelit-ikh-realnuyu-stoimost

Source: Authoring, based on Valuation of Securities (Shares): Main Approaches and Methods. URL: https://obiks.ru/o-kompanii/poleznye-stati/otsenka-tsennykh-bumag-kak-opredelit-ikh-realnuyu-stoimost

Рисунок 2
График цены акций Applied Therapeutics (APLT), долл. США

Figure 2
Applied Therapeutics (APLT) share price chart, USD

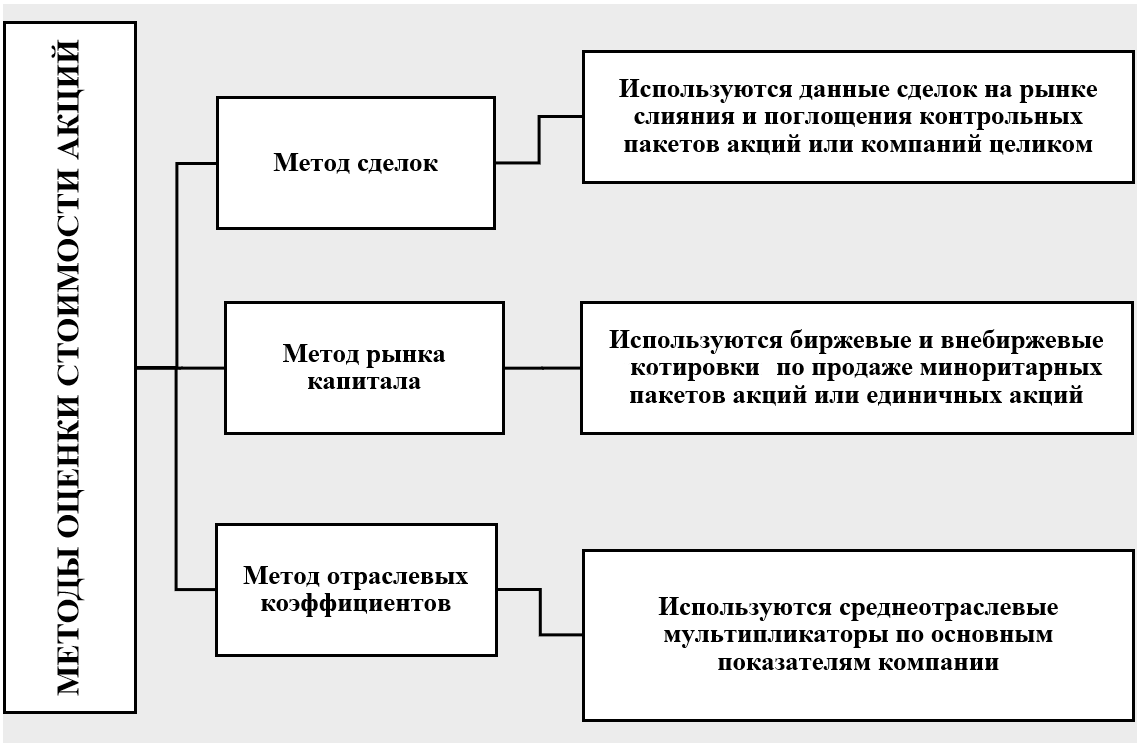


Источник: авторская разработка по данным Финам. URL: https://www.finam.ru/quote/batsnq/aplt/

Source: Authoring, based on the FINAM data. URL: https://www.finam.ru/quote/batsnq/aplt/

Рисунок 3
Методы оценки стоимости акций

Figure 3
Stock valuation methods

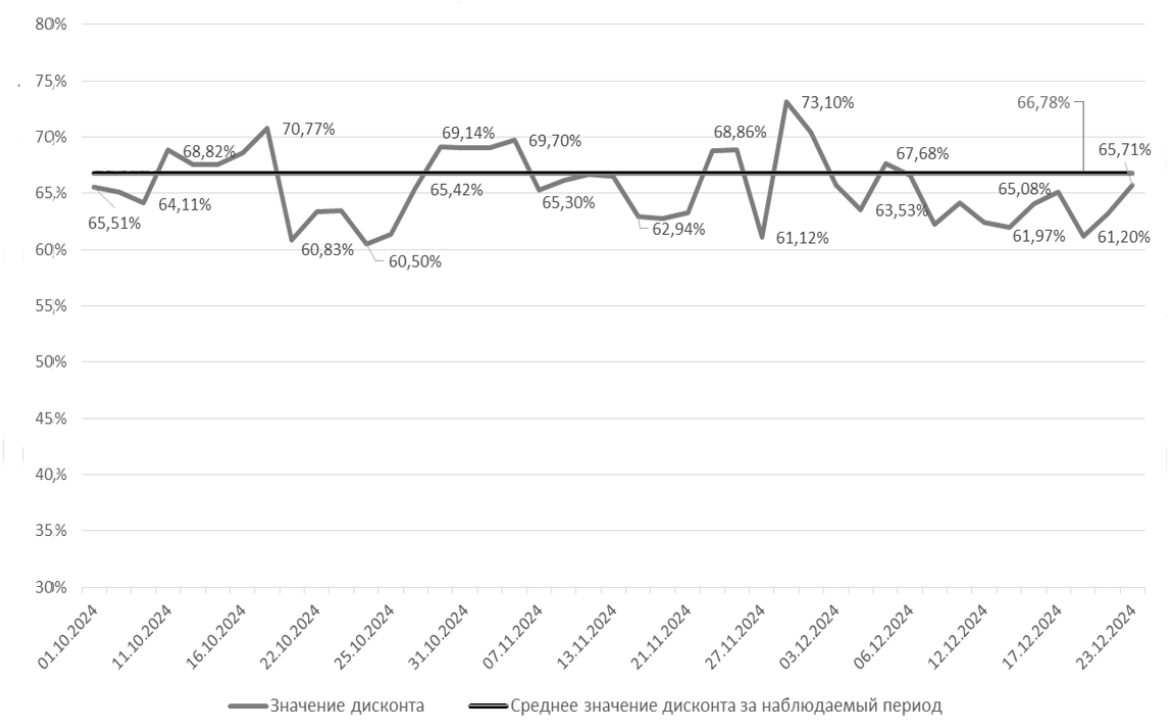


Источник: авторская разработка по данным Оценка стоимости ценных бумаг (акций): основные подходы и методы. URL: https://obiks.ru/o-kompanii/poleznye-stati/otsenka-tsennykh-bumag-kak-opredelit-ikh-realnuyu-stoimost

Source: Authoring, based on Valuation of Securities (Shares): Main Approaches and Methods. URL: https://obiks.ru/o-kompanii/poleznye-stati/otsenka-tsennykh-bumag-kak-opredelit-ikh-realnuyu-stoimost

Рисунок 4
График наблюдений за сделками/предложениями на внебиржевом и биржевом рынках в целях расчета дисконта

Figure 4
Schedule of observation of deals/offers on OTC and exchange markets to calculate discount



Источник: авторская разработка по данным Finam, NYSE, Nasdaq, Investing.com.
URL: https://trading.finam.ru, https://www.nyse.com, https://www.nasdaq.com, https://ru.investing.com

Source: Authoring, based on materials of Finam, NYSE, Nasdaq, Investing.com.
URL: https://trading.finam.ru, https://www.nyse.com, https://www.nasdaq.com, https://ru.investing.com

Список литературы

1. *Rahman Y.M., Adeningtyas W.J., Jaya B.P.M.* The effect of European Union's implementation of the Russian economic embargo on international trade sector. *Jurnal Dinamika Hukum*, 2023, vol. 23, no. 2, pp. 273–285. URL: https://doi.org/10.20884/1.jdh.2023.23.2.3518
2. *Das B.C., Hasan F., Sutradhar S.R., Shafique S.* Ukraine-Russia conflict and stock markets reactions in Europe. *Global Journal of Flexible Systems Management*, 2023, vol. 24, pp. 395–407. URL: https://doi.org/10.1007/s40171-023-00345-0
3. *Chowdhury E.K., Khan I.I.* Reactions of global stock markets to the Russia-Ukraine war: An empirical evidence. *Asia-Pacific Financial Markets*, 2024, vol. 31, iss. 3, pp. 755–778. URL: https://doi.org/10.1007/s10690-023-09429-4
4. *Bossman A., Gubareva M., Teplova T.* Economic policy uncertainty, geopolitical risk, market sentiment, and regional stocks: Asymmetric analyses of the EU sectors. *Eurasian Economic Review*, 2023, vol. 13, pp. 321–372. URL: https://doi.org/10.1007/s40822-023-00234-y
5. *Babina T., Hilgenstock B., Itskhoki O. et al.* Assessing the impact of international sanctions on Russian oil exports. *CEPR Discussion Papers*, 2023, vol. 17957.
6. *Mak C.H.W., Lai R.* Russian foreign investments at risk: Why bring investment disputes relating to Russia to the Hong Kong International Arbitration Centre? *Asian Dispute Review*, 2023, vol. 25, iss. 1, pp. 27–33.
7. *Сахарова Ю.В.* Акции в российском законодательстве и их роль в практике корпоративного управления // Вестник Томского государственного университета. Право. 2023. № 50. С. 177–193. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/aktsii-v-rossiyskom-zakonodatelstve-i-ih-rol-v-praktike-korporativnogo-upravleniya
8. *Шевченко О.М.* Правовые режимы осуществления предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг и коллективных инвестиций // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина. 2022. № 12. С. 70–81. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/pravovye-rezhimy-osuschestvleniya-predprinimatelskoy-deyatelnosti-na-rynke-tsennyh-bumag-i-kollektivnyh-investitsiy
9. *Анашкина М.В.* Эволюция рынка ценных бумаг и современные проблемы контроля его участников // Вестник ГУУ. 2022. № 8. С. 129–138. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/evolyutsiya-rynka-tsennyh-bumag-i-sovremennye-problemy-kontrolya-ego-uchastnikov
10. *Стефанова Н.А., Королев А.А.* Влияние иностранных санкций на фондовый рынок Российской Федерации // Основы экономики, управления и права. 2023. № 4. С. 96–101.
11. *Рязанова А.Р.* Санкционный режим экономической деятельности: понятие и правовая природа // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина. 2022. № 12. С. 205–214. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/sanktsionnyy-rezhim-ekonomicheskoy-deyatelnosti-ponyatie-i-pravovaya-priroda
12. *Ершова И.В., Енькова Е.Е.* Санкционный комплаенс, или внутрифирменное управление рисками от рестрикций // Актуальные проблемы российского права. 2022. Т. 17. № 8. С. 93–103.
13. *Асланова О.А.* О проблеме заблокированных иностранных ценных бумаг и направлениях ее решения // Научный результат. Экономические исследования. 2022.

Т. 8. № 4. С. 77–87. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/o-probleme-zablokirovannyh-inostrannyh-tsennyh-bumag-i-napravleniyah-ee-resheniya

14. *Петручак Р.К.* Бесхозяйные акции и «потерявшиеся» акционеры // Образование и право. 2023. № 4. С. 58–62. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/beshozyaynye-aktsii-i-poteryavshiesya-aktsionery
15. *Киселев А.С.* Политико-правовые предложения по нивелированию санкций, введенных недружественными государствами в отношении рынка ценных бумаг Российской Федерации // Право и политика. 2024. № 9. С. 212–225. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/politiko-pravovye-predlozheniya-po-nivelirovaniyu-sanktsiy-vvedennyh-nedruzhestvennymi-gosudarstvami-v-otnoshenii-rynka-tsennyh
16. *Фархуллина А.И.* Рынок ценных бумаг в России: проблемы и перспективы развития // Международный журнал гуманитарных и естественных наук. 2023. № 5-5. С. 113–115. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/rynok-tsennyh-bumag-v-rossii-problemy-i-perspektivy-razvitiya
17. *Манушин Д.В.* Антисанкционная и санкционная экономическая политика России 2022–2025. Часть 2: Последствия войны санкций, управление изменениями, уточнение понятий исследования // Russian Journal of Economics and Law. 2024. Т. 18. № 1. С. 36–69. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/antisanktsionnaya-i-sanktsionnaya-ekonomicheskaya-politika-rossii-2022-2025-chast-2-posledstviya-voyny-sanktsiy-upravlenie
18. *Слуцкий Д.Е.* Трансформация прав собственности на акции иностранных эмитентов в условиях санкционного давления // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2025. Т. 21. № 4. С. 33–46.
19. *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. Т. 12. № 2.
20. *Улискин В.С.* Важность оценки реальной стоимости акций российских компаний // Вектор экономики. 2017. № 11.
21. *Карцев П.В., Аканов А.А.* Обзор практики применения доходного подхода к оценке бизнеса // Вопросы оценки. 2012. № 2. С. 2–19.
22. *Расторгуев М.А., Алешина А.Ю.* Оценка заблокированных финансовых активов с целью разработки мер поддержки инвесторов // Финансы: теория и практика. 2024. Т. 28. № 5. С. 71–82. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-zablokirovannyh-finansovyh-aktivov-s-tselyu-razrabotki-mer-podderzhki-investorov
23. *Демьяненко М.М.* Методы и проблемы сравнительного подхода к оценке стоимости бизнеса // Aspectus. 2017. № 1. С. 77–81.
24. *Кокин А.С., Осколков И.М., Сызганова А.А.* Сравнительный подход к оценке стоимости акций нефтегазовых компаний России на основе фундаментального анализа // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2019. Т. 9. № 1-1. С. 241–258.

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

pISSN 2071-4688
eISSN 2311-8709

Securities Market

DEVELOPING THE METHODOLOGY FOR EVALUATING BLOCKED SECURITIES

Daniil E. SLUTSKII

Plekhanov Russian University of Economics (PRUE),
Moscow, Russian Federation
general@obiks.ru
ORCID: not available

Article history:
Article No. 157/2025
Received 13 Mar 2025
Accepted 13 Apr 2025
Available online
29 Apr 2025

JEL Classification:
G01, G10, G15, G24, G32

Keywords: shares, restrictions, valuation, approach, method

Abstract

Subject. This article examines the expediency and possibilities of assessing the value of blocked shares of foreign issuers on the basis of the application of cost, income, comparative approaches and their inherent valuation methods for the purpose of further use, including the sale of assets by their owners on the organized over-the-counter market.

Objectives. The article aims to substantiate the relevance of the application of the author-developed assessment methodology concerning blocked securities in the context of the demanded return of investment resources of Russian investors on the organized OTC market.

Methods. For the study, I used the methods of systems and comparative analyses, as well as the comparative approach, paired sales method, and graphical method.

Results. The article finds that the use of a comparative approach for a fair assessment of the value of blocked shares of foreign issuers, which includes an adjustment (discount) of the exchange quotation of the security and takes into account the circumstances of blocking in relation to the assets being valued, is possible only by the method of paired sales.

Conclusions. The article concludes that the application of the author-developed methodology for evaluating blocked securities on the basis of the comparative approach and the paired sales method for involvement in economic turnover or transactions in the OTC market guarantees the most reliable results and seems to be the most relevant.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2025

Please cite this article as: Slutskii D.E. Developing the methodology for evaluating blocked securities. *Finance and Credit*, 2025, vol. 31, iss. 4, pp. 223–240.
https://doi.org/10.24891/fc.31.4.223

References

1. Rahman Y.M., Adeningtyas W.J., Jaya B.P.M. The effect of European Union's implementation of the Russian economic embargo on international trade sector. *Jurnal Dinamika Hukum*, 2023, vol. 23, no. 2, pp. 273–285. URL: https://doi.org/10.20884/1.jdh.2023.23.2.3518
2. Das B.C., Hasan F., Sutradhar S.R., Shafique S. Ukraine-Russia conflict and stock markets reactions in Europe. *Global Journal of Flexible Systems Management*, 2023, vol. 24, pp. 395–407. URL: https://doi.org/10.1007/s40171-023-00345-0

3. Chowdhury E.K., Khan I.I. Reactions of global stock markets to the Russia-Ukraine war: An empirical evidence. *Asia-Pacific Financial Markets*, 2024, vol. 31, iss. 3, pp. 755–778. URL: https://doi.org/10.1007/s10690-023-09429-4

4. Bossman A., Gubareva M., Teplova T. Economic policy uncertainty, geopolitical risk, market sentiment, and regional stocks: Asymmetric analyses of the EU sectors. *Eurasian Economic Review*, 2023, vol. 13, pp. 321–372. URL: https://doi.org/10.1007/s40822-023-00234-y

5. Babina T., Hilgenstock B., Itskhoki O. et al. Assessing the impact of international sanctions on Russian oil exports. *CEPR Discussion Papers*, 2023, vol. 17957.

6. Mak C.H.W., Lai R. Russian foreign investments at risk: Why bring investment disputes relating to Russia to the Hong Kong International Arbitration Centre? *Asian Dispute Review*, 2023, vol. 25, iss. 1, pp. 27–33.

7. Sakharova Yu.V. [Shares in the Russian legislation and their role in the practice of corporate governance]. *Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta. Pravo = Bulletin of Tomsk State University, Law*, 2023, no. 50, pp. 177–193. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/aktsii-v-rossiyskom-zakonodatelstve-i-ih-rol-v-praktike-korporativnogo-upravleniya (In Russ.)

8. Shevchenko O.M. [Legal regimes of entrepreneurial activity on the securities market and collective investments]. *Vestnik Universiteta imeni O.E. Kutafina = Courier of Kutafin Moscow State Law University (MSAL)*, 2022, no. 12, pp. 70–81. (In Russ.) URL: https://cyberleninka.ru/article/n/pravovye-rezhimy-osuschestvleniya-predprinimatelskoy-deyatelnosti-na-rynke-tsennyh-bumag-i-kollektivnyh-investitsiy

9. Anashkina M.V. [Evolution of the securities market and modern problems of control of its participants]. *Vestnik GUU*, 2022, no. 8, pp. 129–138. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/evolyutsiya-rynka-tsennyh-bumag-i-sovremennye-problemy-kontrolya-ego-uchastnikov (In Russ.)

10. Stefanova N.A., Korolev A.A. [Impact of foreign sanctions on the stock market of the Russian Federation]. *Osnovy ekonomiki, upravleniya i prava = Fundamentals of Economics, Management and Law*, 2023, no. 4, pp. 96–101. (In Russ.)

11. Ryazanova A.R. [Sanction regime of economic activity: concept and legal nature]. *Vestnik Universiteta imeni O.E. Kutafina = Courier of Kutafin Moscow State Law University (MSAL)*, 2022, no. 12, pp. 205–214. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/sanktsionnyy-rezhim-ekonomicheskoy-deyatelnosti-ponyatie-i-pravovaya-priroda (In Russ.)

12. Ershova I.V., En'kova E.E. [Sanction compliance, or intrafirm risk management from restriction]. *Aktual'nye problemy rossiiskogo prava*, 2022, vol. 17, no. 8, pp. 93–103. (In Russ.)

13. Aslanova O.A. [About the problem of blocked foreign securities and directions of its solution]. *Nauchnyi rezul'tat. Ekonomicheskie issledovaniya*, 2022, vol. 8, no. 4, pp. 77–87. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/o-probleme-zablokirovannyh-inostrannyh-tsennyh-bumag-i-napravleniyah-ee-resheniya (In Russ.)

14. Petruchak R.K. [Ownerless shares and 'lost' shareholders]. *Obrazovanie i pravo = Education and Law*, 2023, no. 4, pp. 58–62. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/beshozyaynye-aktsii-i-poteryavshiesya-aktsionery (In Russ.)

15. Kiselev A.S. [Politico-legal proposals for levelling the sanctions imposed by unfriendly states on the securities market of the Russian Federation]. *Pravo i politika = Law and Politics*, 2024, no. 9, pp. 212–225. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/politiko-pravovye-

predlozheniya-po-nivelirovaniyu-sanktsiy-vvedennyh-nedruzhestvennymi-gosudarstvami-v-otnoshenii-rynka-tsennyh (In Russ.)

16. Farkhullina A.I. [Securities market in Russia: problems and prospects of development]. *Mezhdunarodnyi zhurnal gumanitarnykh i estestvennykh nauk*, 2023, no. 5-5, pp. 113–115. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/rynok-tsennyh-bumag-v-rossii-problemy-i-perspektivy-razvitiya (In Russ.)
17. Manushin D.V. [Anti-sanctions and sanctions economic policy of Russia 2022-2025. Part 2: Consequences of the sanctions war, change management, clarification of research concepts]. *Russian Journal of Economics and Law = Russian Economic and Legal Journal*, 2024, vol. 18, no. 1, pp. 36–69. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/antisanktsionnaya-i-sanktsionnaya-ekonomicheskaya-politika-rossii-2022-2025-chast-2-posledstviya-voyny-sanktsiy-upravlenie (In Russ.)
18. Slutskiy D.E. [Transformation of ownership rights to shares of foreign issuers in the context of sanctions pressure]. Natsional'nye interesy: prioritety i bezopasnost' = National interests: priorities and security. 2025, vol. 21, no. 4, pp. 33–46. (In Russ.)
19. Kuz'min P.I., Sverdlov M.Yu., Zinov'ev A.G., Seliverstov S.I. [The use of capital asset valuation model to analyse the consequences of the impact of sanctions measures on the Russian securities market]. *Vestnik Evraziiskoi nauki*, 2020, vol. 12, no. 2. (In Russ.)
20. Uliskin V.S. [The importance of assessing the real value of Russian companies' shares]. *Vektor ekonomiki*, 2017, no. 11. (In Russ.)
21. Kartsev P.V., Akanov A.A. [Review of the practice of applying the income approach to business valuation]. *Voprosy otsenki*, 2012, no. 2, pp. 2–19. (In Russ.)
22. Rastorguev M.A., Aleshina A.Yu. [Evaluation of the blocked financial assets in order to develop measures to support investors]. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*, 2024, vol. 28, no. 5, pp. 71–82. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-zablokirovannyh-finansovyh-aktivov-s-tselyu-razrabotki-mer-podderzhki-investorov (In Russ.)
23. Dem'yanenko M.M. [Methods and problems of the comparative approach to business value assessment]. *Aspectus*, 2017, no. 1, pp. 77–81. (In Russ.)
24. Kokin A.S., Oskolkov I.M., Syzganova A.A. [Comparative approach to assessing the value of shares of oil and gas companies in Russia based on fundamental analysis]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra = Economics: Yesterday, Today, Tomorrow*, 2019, vol. 9, no. 1-1, pp. 241–258. (In Russ.)

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.