

УДК 336.763

Д. А. Лаврик

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации
(Уфимский филиал), Уфа, e-mail: DALavrik@fa.ru

В. Р. Давлетов

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации
(Уфимский филиал), Уфа, e-mail: vadem.2001@yandex.ru

ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ ЗАБЛОКИРОВАННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В ЗАКРЫТЫХ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДАХ

Ключевые слова: паевые фонды, ЗПИФ, пайщики, оценка активов, оценка ценных бумаг, ценные бумаги.

В статье демонстрируем результаты исследования методологии оценки заблокированных иностранных ценных бумаг (ценных бумаг, переведенных на неторговые счета) в составе биржевых паевых инвестиционных фондов и закрытых паевых инвестиционных фондов, а также проведен анализ отчетов об оценке некоторых фондов российских лицензированных управляющих компаний. В ходе исследования выявили, что оценщики устанавливают справедливую стоимость заблокированных активов со скидкой (дисконтом) к биржевой цене соответствующих ценных бумаг, свободно торгующихся на бирже. Авторы указывают на то, что отсутствие биржевых торгов заблокированными фондами и оценка заблокированных иностранных активов в составе фондов по ненулевой стоимости ставит пайщиков в невыгодное положение, так как комиссии фондов (в том числе вознаграждение управляющей компании) могут рассчитываться исходя из стоимости чистых активов фонда.

D. A. Lavrik

Financial University under the Government of the Russian Federation (Ufa branch),
Ufa, e-mail: DALavrik@fa.ru

V. R. Davletov

Financial University under the Government of the Russian Federation (Ufa branch),
Ufa, e-mail: vadem.2001@yandex.ru

FEATURES OF EVALUATION OF BLOCKED SECURITIES IN CLOSED MUTUAL INVESTMENT FUNDS

Keywords: mutual funds, shareholders, asset valuation, securities valuation, securities.

The article demonstrates the results of a study of the methodology for evaluating blocked foreign securities (securities transferred to non-trading accounts) as part of exchange-traded mutual funds and closed-end mutual funds, as well as an analysis of the evaluation reports of some funds of Russian licensed management companies. The study revealed that appraisers set the fair value of blocked assets at a discount to the exchange price of the relevant securities freely traded on the stock exchange. The authors point out that investors holding fund units are at a disadvantage because of the lack of exchange trading and the valuation of blocked foreign assets in funds at a non-zero value, since fund commissions (including remuneration to the management company) can be calculated based on the value of the fund's net assets.

Введение

30 мая 2022 года по решению Банка России СПБ Биржа перевела часть иностранных ценных бумаг на неторговые счета. Причиной перевода стало то, что международный депозитарий Euroclear, расположенный в Бельгии, приостановил проведение

части операций по счетам Национального расчетного депозитария (НРД) – организации, которая вела учет части ценных бумаг с СПБ Биржи.

На таких неторговых счетах также оказалась часть иностранных ценных бумаг, входящих в биржевые паевые инвестицион-

ные фонды (БПИФ). Из-за этого биржевая торговля большинством из таких фондов была приостановлена – в том числе из-за невозможности рассчитать справедливую стоимость чистых активов для таких фондов. Однако впоследствии Банк России разработал механизм выделения таких активов в отдельные закрытые паевые инвестиционные фонды, а Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) дополнила внутренний стандарт порядка определения стоимости чистых активов ПИФ и стоимости инвестиционного пая.

В основу статьи легло исследование, целью которого был анализ рекомендаций по оценке стоимости заблокированных активов от НАУФОР, их применение на практике на примере фондов управляющих компаний «Первая» и «Альфа-Капитал» и влияние этих рекомендаций на частных инвесторов.

Исследование базируется на анализе методологий оценки активов от НАУФОР, а также данных лицензированных управляющих компаний.

Выделение заблокированных активов из фондов проводилось в соответствии с решением Совета директоров Банка России от 10 февраля 2023 года, в котором управляющим компаниям было предложено либо изменить тип своих ПИФ с заблокированными активами на ЗПИФ, либо только выделить из них часть заблокированных активов в новый отдельный ЗПИФ [1].

В этом же документе можно найти определение заблокированного фонда – это ПИФ, «в состав активов которого входят активы, фактическая возможность распоряжаться которыми ограничена вследствие недружественных действий иностранных государств, международных организаций, иностранных финансовых организаций, в том числе связанных с введением ограничительных мер в отношении Российской Федерации, российских юридических лиц и граждан Российской Федерации» [1]. Однако пояснений о том, каким образом должны оцениваться заблокированные активы в таком фонде с целью расчета его СЧА, в данном решении Банка России нет.

Эти правила перечислены во внутреннем стандарте порядка определения стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда и стоимости инвестиционного пая, а именно в Приложениях А и Б к Приложению 1. Так как выделение активов отно-

силось только к активам, перевод на неторговый счет которых произошел вследствие прекращения взаимодействия международных депозитариев с НРД, а не вследствие ограничительных мер на СПБ Биржу, то в Приложениях нужно обращать внимание на методы оценки бумаг с хранением в НРД.

Для иностранных акций, депозитарных расписок и паев ETF с местом хранения в НРД необходимо определять справедливой стоимости следующим образом:

1. Цены МосБиржи за последний торговый день (цена спроса, средневзвешенная цена, цена закрытия) – не получится использовать для оценки бумаг с СПБ Биржи.

2. Модель CAPM, основанная на корректировке исторической цены – по тексту Приложения этот способ также применяется лишь для бумаг с МосБиржи.

3. Цена, установленная по наблюдаемым и подтверждаемым котировкам от профессиональных участников рынка ценных бумаг – при условии, что управляющая компания способна продать заблокированные бумаги этим участникам рынка.

4. Цена на основании отчета оценщика либо нулевая цена – если невозможно распоряжаться активом или провести надежную оценку актива [2].

В случае с заблокированными ценными бумагами применение первых двух методов невозможно, так как торги такими бумагами на бирже не идут. В таком случае остаются лишь следующие варианты: либо цены, по которым участники рынка готовы выкупить заблокированные активы, либо отчет оценщика, либо нулевая цена в случае подтверждения невозможности продать или оценить актив.

Рассмотрим, как лицензированные управляющие компании интерпретируют данные рекомендации на практике.

Например, УК «Первая» выбрала определение цены на основе оценщика и на официальном сайте предоставила информацию, что оценщик определял справедливую стоимость следующим образом: «значение цены (последняя цена предложения), раскрываемой биржами, информационной системой Блумберг или аналогичными платформами на дату определения справедливой стоимости, скорректированный на коэффициент, учитывающий сложившиеся внешние обстоятельства, влияющие на реализацию

ценных бумаг» [3]. Чтобы определить данный коэффициент, оценщик анализировал цены на внебиржевом рынке. В среднем скидка к полной стоимости иностранных бумаг с иностранных бирж составила около 40-60% – вновь по данным официального сайта УК «Первая».

Рассмотрим один из их фондов – ЗПИФ РФИ «Первая – Фонд Блокчейн Экономика». Согласно Отчёту № 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., в данном фонде есть незаблокированная ценная бумага эмитента 3M Company (ISIN: US88579Y1010), стоимость которой составляет 92,81 доллар США, что соответствует ее биржевой цене на 10 ноября 2023 года. То есть для этой акции понижающий коэффициент не применялся. Также в фонде содержатся заблокированные ценные бумаги эмитента A.O. Smith Corporation (ISIN: US8318652091), биржевая цена данной акции на 10 ноября 2023 года составляла 72,82 доллара США, в то время как справедливая стоимость в отчете об оценке – 37,03 доллара США [4]. Величина дисконта для ценной бумаги эмитента A.O. Smith Corporation – 49,15%.

Таким образом, УК «Первая» применила четвертый метод оценки активов для расчета СЧА – цена на основании отчета оценщика. При этом на сайте УК написано: «Управляющая компания постарается реализовать заблокированные бумаги из ЗПИФ-А на наилучших условиях, как только появится такая возможность» [3], – что косвенно указывает, что на данный момент УК не может продать заблокированные бумаги по оценочной цене или что ожидает более высокую цену заблокированных активов.

Аналогичным образом проводится оценка стоимости заблокированных ценных бумаг по фондам УК «Альфа-Капитал», например по ЗПИФ «Альфа – Капитал Эс энд Пи 500 (S&P 500)» [5]. Согласно отчету № 474-20233/2021/11-О на 04 октября 2023 года в фонде находилась ценная бумага с ISIN-кодом US02079K3059: биржевая цена на момент оценки – 135,24 долларов США, справедливая стоимость в фонде – 75,72 долларов США [6]. Для данной бумаги дисконт был установлен на основании средней величины

скидки дисконта в наблюдаемом периоде (с 15 августа по 3 октября 2023 года) на внебиржевом рынке. Величина дисконта составила 44,01% от цены аналогичной акции, свободно торгующейся на иностранных биржах.

При этом операции с перечисленными в качестве примеров паями фондов для частных инвесторов – пайщиков недоступны. То есть у пайщиков нет возможность распоряжаться активами, а управляющая компания не продает заблокированные активы для погашения паев. В такой ситуации для пайщиков было бы более выгодно решение, когда все заблокированные активы оценивались бы по нулевой стоимости – так как в таком случае они бы не увеличивали стоимость чистых активов фонда и величину взимаемого управляющей компанией вознаграждения. Управляющей компании же напротив выгодно как можно более высокая стоимость чистых активов – так как от этой суммы рассчитывается величина ее вознаграждения.

Перевод части иностранных ценных бумаг на неторговые счета сделал невозможным торговлю некоторыми биржевыми паевыми фондами. А для определения справедливой цены заблокированных ценных бумаг управляющим компаниям пришлось обращаться к оценщикам. При этом методология оценки позволяет управляющим компаниям приравнивать стоимость заблокированных активов к нулю, если можно подтвердить невозможность распоряжаться активом или если есть свидетельства невозможности надежно оценить актив.

Однако на практике, благодаря внебиржевой торговле заблокированными активами, у оценщиков есть возможность определить справедливую цену активов с учетом их перевода на неторговые счета. Данная цена отличается от биржевой цены соответствующих активов на величину дисконта, по акциям этот дисконт составляет 40-60%. Наличие внебиржевых торгов заблокированными активами не позволяет возобновить биржевые торги заблокированными фондами, однако увеличивает их СЧА и, соответственно, вознаграждение управляющей компании, выплачиваемой из этого СЧА. Из-за этого владельцы данных заблокированных фондов оказались в невыгодном положении.

Библиографический список

1. Официальный сайт Банка России [Электронный ресурс]. URL: <https://www.cbr.ru/> (дата обращения: 18.12.2023).
2. Стандарт Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР) порядка определения стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда и стоимости инвестиционного от 12 апреля 2023 года [Электронный ресурс]. URL: <https://naufor.ru/> (дата обращения: 18.12.2023).
3. Официальный сайт АО УК «Первая» [Электронный ресурс]. URL: <https://www.first-am.ru/> (дата обращения: 18.12.2023).
4. 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».
5. Официальный сайт ООО УК «Альфа-Капитал» [Электронный ресурс]. URL: <https://www.alfacapital.ru/> (дата обращения: 18.12.2023).
6. 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».