

DOI: 10.26794/2587-5671-2024-28-5-71-82
 УДК 336.02(045)
 JEL G11, G14, G15, G17, G22

Оценка заблокированных финансовых активов с целью разработки мер поддержки инвесторов

М.А. Расторгуев^а, А.Ю. Алешина^б

^а Управляющая компания «Брокеркредитсервис», Москва, Россия;

^б МГУ имени М.В. Ломоносова, Москва, Россия

АННОТАЦИЯ

Права российских инвесторов, владеющих иностранными финансовыми активами, были нарушены в результате введения зарубежных санкций, которые заблокировали данные ценные бумаги на неопределенный срок. Эта проблема широко обсуждается и в профессиональной среде, и на государственном уровне, идет поиск путей решения сложившейся ситуации. **Цель** данной статьи — предложить конкретные инструменты по работе с заблокированными финансовыми активами — оценке их стоимости, доходности сформированных портфелей, учету риска. Авторами разработана модель оценки заблокированных иностранных ценных бумаг с учетом санкционного риска, при этом данный риск рассматривается как разновидность кредитного. В результате реализации модели определяется справедливая стоимость заблокированных активов, которая может быть использована при определении стоимости портфелей, содержащих заблокированные бумаги; при создании специальных страховых и кредитных продуктов, направленных на защиту прав и доходов инвесторов, а также при разработке регулятором рекомендаций по оценке заблокированных активов для дальнейшей работы с ними.

Ключевые слова: оценка финансовых активов; защита прав инвесторов; санкции; заблокированные активы; иностранные финансовые активы; риски инвесторов; взаимное страхование; поддержка инвесторов

Для цитирования: Расторгуев М.А., Алешина А.Ю. Оценка заблокированных финансовых активов с целью разработки мер поддержки инвесторов. *Финансы: теория и практика*. 2024;28(5):71-82. DOI: 10.26794/2587-5671-2024-28-5-71-82

ORIGINAL PAPER

Assessment of Blocked Financial Assets in Order to Develop Measures to Support Investors

M.A. Rastorguev^a, A. Yu. Aleshina^b

^a Brokercreditservice Management Company, Moscow, Russia;

^b Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia

ABSTRACT

The rights of Russian investors owning foreign financial assets were violated as a result of the introduction of foreign sanctions, which blocked these securities for an indefinite period. This problem is widely discussed both in the professional environment and at the state level, and a search is underway for ways to solve the current situation. The **purpose** of this paper is to propose specific tools for working with blocked financial assets — assessing their value, profitability of formed portfolios, taking into account risk. The authors have developed a model for assessing blocked foreign securities, taking into account sanctions risk, while this risk is considered a type of credit risk. As a result of implementing the model, the fair value of blocked assets is determined, which can be used to determine the value of portfolios containing blocked securities; when creating special insurance and credit products aimed at protecting the rights and income of investors, as well as when the regulator develops recommendations for assessing blocked assets for further work with them.

Keywords: valuation of financial assets; protection of investors' rights; sanctions; blocked assets; foreign financial assets; investors' risks; mutual insurance; investor support

For citation: Rastorguev M.A., Aleshina A. Yu. Assessment of blocked financial assets in order to develop measures to support investors. *Finance: Theory and Practice*. 2024;28(5):71-82. DOI: 10.26794/2587-5671-2024-28-5-71-82

ВВЕДЕНИЕ

После введения международных санкций и ограничительных мер со стороны иностранных регуляторов российские депозитарии столкнулись с не имеющей прецедентов в прошлом необходимостью блокировки активов своих клиентов. В результате сложилась ситуация, когда ни собственники, ни управляющие компании не имеют возможности распоряжаться, получать купонные или дивидендные выплаты по ценным бумагам.

Ввиду большого объема заблокированных активов и возникших ограничений в Банке России и Минфине России активно обсуждается данная проблема и возможные пути решения. Например, по заявлению первого зампреда Банка России В. В. Чистюхина в настоящее время разрабатывается схема создания пула держателей заблокированных иностранных бумаг для их выкупа, причем не с дисконтом, а с премией¹. Изначально предполагалось, что это будет возможно сделать с использованием средств на ранее созданных специальных счетах типа «С», открытых нерезидентами². Можно предположить, что для реализации подобного метода понадобится оценка заблокированных иностранных бумаг.

Также в августе 2023 г. министр финансов А. Г. Силуанов заявил, что Правительство Российской Федерации и Банк России подготовили проект указа о начале обмена заблокированными активами российских и зарубежных инвесторов. По его словам, на данный момент заблокированы активы более 3,5 млн российских граждан на сумму 1,5 трлн руб. При этом совокупный объем средств на специальных счетах типа «С», где, в том числе, находятся заблокированные доходы нерезидентов по ценным бумагам, в начале ноября 2022 г. составлял более 280 млрд руб., а по итогам первого квартала 2023 г. из Национального российского депозитария в Агентство по

страхованию вкладов было переведено 0,7 трлн руб. с этого типа счетов³.

Несмотря на введенные ограничения, профессиональный участник рынка ценных бумаг несет ряд обязательств перед своими клиентами, в частности, регуляторного характера. Фонды, стратегии доверительного управления требуют переоценки, расчета стоимости чистых активов. Также в настоящее время появляются предложения от брокерских и управляющих компаний по продаже и покупке ранее заблокированных иностранных ценных бумаг. В связи с этим возникает необходимость разработки моделей для оценки ценных бумаг, заблокированных на спецразделах счетов депо, так как существующие модели основаны в большинстве своем на предположении об эффективно функционирующем рынке и свободном арбитраже, в то время как санкционный режим рынка подрывает эти предположения. Инвестиционное сообщество, по мнению авторов, находится в ситуации, когда для соблюдения прав как инвесторов, так и профессиональных участников регулятору следует четко обозначить подходы к оценке таких активов. Ввиду этого представляется востребованным и своевременным создание Банком России рекомендаций по оценке заблокированных финансовых активов.

В сентябре 2023 г. подписан Указ Президента Российской Федерации о создании механизма обмена заблокированными финансовыми активами между российскими и иностранными инвесторами⁴. Предполагается использование специальных счетов типа «И», куда Минфин России будет перечислять выплаты по российским еврооблигациям в рублях. После этого будут направлены запросы в европейские депозитарии о переводе эквивалентных сумм в иностранной валюте в пользу иностранных инвесторов. Полученные средства можно будет использовать для выплат российским инвесторам в счет заблокированных иностранных активов. При успешной реализации данного ме-

¹ ТАСС. (20 июня 2023). ЦБ прорабатывает схему выхода инвесторов из заблокированных ценных бумаг с премией. URL: <https://tass.ru/ekonomika/18065739?ysclid=lluxit92k0809871949> (дата обращения: 18.10.2023).

² Банк России. (21 ноября 2022). Решение Совета директоров Банка России об установлении режима счетов типа «С» для проведения расчетов и осуществления (исполнения) сделок (операций), на которые распространяется порядок исполнения обязательств, предусмотренный Указом Президента Российской Федерации от 05.03.2022 № 95 «О временном порядке исполнения обязательств перед некоторыми иностранными кредиторами». URL: https://cbr.ru/about_br/dir/rsd_2022-11-21_31-4-1/ (дата обращения: 18.10.2023).

³ Интерфакс. (22 августа 2023). Правительство и ЦБ планируют начать обмен замороженными активами инвесторов. URL: <https://www.interfax.ru/business/917365> (дата обращения: 18.10.2023).

⁴ Указ Президента РФ от 09.09.2023 № 665 «О временном порядке исполнения перед резидентами и иностранными кредиторами государственных долговых обязательств Российской Федерации, выраженных в государственных ценных бумагах, номинальная стоимость которых указана в иностранной валюте, и иных обязательств по иностранным ценным бумагам». URL: <http://publication.pravo.gov.ru/document/0001202309090001?ysclid=loa4juoe5h112646849> (дата обращения: 18.10.2023).

ханизма российские инвесторы смогут получить выплаты по ценным бумагам иностранных эмитентов, которые в настоящее время не доступны. Это обосновывает необходимость инструментов оценки подобных активов, что обуславливает актуальность темы исследования.

В продолжение вопроса работы с заблокированными активами в ноябре 2023 г. был подписан Указ Президента Российской Федерации, согласно которому часть заблокированных иностранных активов может быть обменена на замороженные за рубежом активы российских инвесторов⁵. Однако данный Указ имеет ряд ограничений, например, на размер совокупной начальной стоимости отчуждаемых иностранных бумаг, принадлежащих одному резиденту, не превышающей 100 тыс. руб., и, что является ключевым, необходимость согласия зарубежного государства для осуществления сделки.

ПРЕДПОСЫЛКИ МОДЕЛИ ОЦЕНКИ АКТИВОВ И ВВОДНЫЕ ДАННЫЕ

Несмотря на значимость темы, в настоящее время ощущается недостаток исследований по работе с заблокированными активами. Большинство работ посвящено влиянию санкций на экономику, мерам противодействия, механизмам государственного регулирования и разработке возможных инструментов по защите прав инвесторов, пострадавших в результате блокировки активов [6–10] или влиянию на отдельные отрасли экономики и ценообразование [11, 12]. Ряд работ посвящен анализу влияния санкций и макроэкономических показателей на финансовый рынок, причем не только российский, но и европейский, и мировой [13–15], на стоимость акций и оценку доходности и риска ценных бумаг и фондовых индексов, а также на возможные механизмы для инвесторов по работе с заблокированными активами [16–18]. При этом на данный момент отсутствуют прикладные исследования по оценке стоимости конкретных заблокированных активов. Исследования, посвященные влиянию санкций на экономику и инвестиционную активность за более ранние периоды (антироссийские санкции в период с 2014 по 2022 г.), также направ-

лены преимущественно на оценку изменения курса валют, последствий для отдельных отраслей и других макроэкономических показателей [19–25]. Помимо этого, действующие в настоящее время санкции существенно отличаются от вводимых ранее и требуют дополнительного изучения и разработки практического инструментария по оценке финансовых активов, доступ к которым оказался для инвесторов ограничен.

Классический в теории финансов метод нахождения стоимости инструмента, генерирующего денежные потоки в будущем, сводится к дисконтированию этих потоков. Однако в случае заблокированных активов существует несколько ограничений:

- не известен горизонт планирования, что существенно затрудняет возможность прогнозирования, например, дивидендных выплат;
- возникает сложность с определением ставки дисконтирования и возможностью отобразить в ней вероятность снятия санкций.

Участники рынка в настоящее время используют для оценки заблокированных активов либо цену, равную нулю, либо последнюю известную цену перед блокировкой актива. Существующие стандарты оценки активов не предусматривают варианта, что собственность на актив не потеряна, но временно им невозможно распоряжаться. В связи с этим актуальна разработка методов оценки справедливой стоимости подобных активов.

Предлагаемый метод позволяет обойти данные ограничения. В основе модели лежит предположение о том, что через некоторое время (в течение 10 лет) санкции против российского фондового рынка и инвесторов будут сняты либо существенно ослаблены, либо будут разработаны инструменты, позволяющие снизить их последствия. В частности, активы будут разблокированы российскими депозитариями, и их владельцы смогут получать дивиденды, купоны, продавать их и т.д. Соответственно, подобные активы смогут генерировать денежные потоки для инвестора в будущем, а значит, их стоимость не может быть равной нулю. Таким образом, невозможность получить какой-либо денежный поток в настоящем не исключает подобной возможности в будущем.

Обратимся к рынку российских еврооблигаций. На сентябрь 2023 г. он имеет беспрецедентную ниспадающую форму (так называемая форма кривой skew) (рис. 1).

⁵ Указ Президента Российской Федерации от 08.11.2023 № 844 «О дополнительных временных мерах экономического характера, связанных с обращением иностранных ценных бумаг», 2023. URL: <http://publication.pravo.gov.ru/document/0001202311080023?ysclid=lpqmd3l8t667799701> (дата обращения: 18.10.2023).

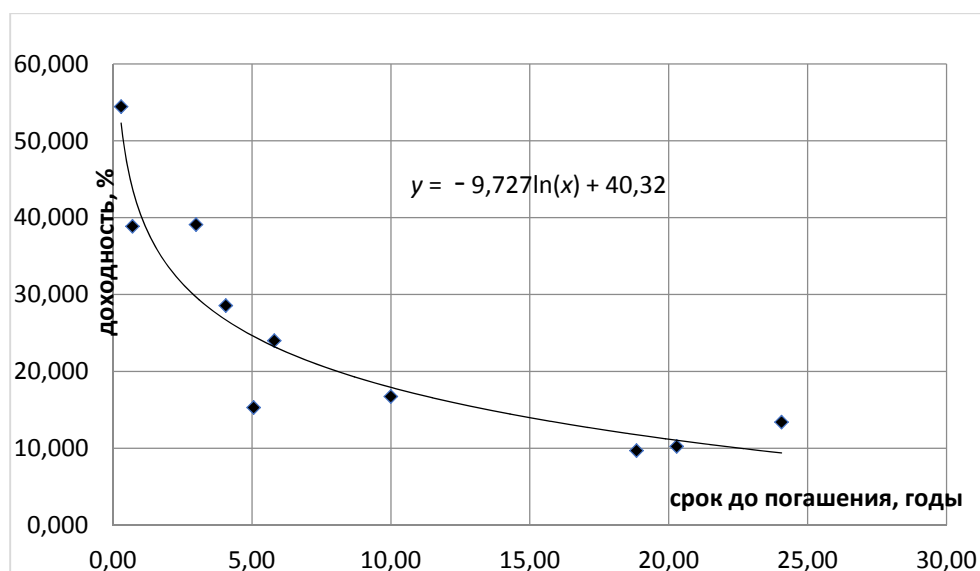


Рис. 1 / Fig. 1. Кривая российских еврооблигаций на 23.09.2023 / Russian Eurobond Curve as of 09.23.2023

Источник / Source: составлено авторами по данным сервиса cbonds.ru / Compiled by the authors based on data from the cbonds.ru

Интерес вызывает самый крутой участок кривой: доходность резко снижается с 50–60% годовых до 15–20% на горизонте 10 лет. Именно на этом участке происходят наиболее интересные рыночные интерпретации санкционного риска. Для сравнения, в следующие 10 лет (на горизонте 10–20 лет) доходность теряет около 7%.

Помимо кривой суверенных евробондов понадобится определенный бенчмарк, позволяющий из доходности российских еврооблигаций выделить премию за риск санкций. Ближайшим досанкционным российским аналогом по структуре экономики, ВВП на душу населения и величине кредитных спредов можно считать Казахстан. В связи с этим представляется возможным использовать в расчетной модели кривую кредит-дефолтных свопов Казахстана.

РЕАЛИЗАЦИЯ МОДЕЛИ

Любая точка на кривой российских еврооблигаций имеет доходность, которую можно представить в виде трех компонент:

$$RF_{yield} = US_{yield} + CDS_{Kazakh} + PR_{sanct}, \quad (1)$$

где US_{yield} — базовая ставка (US treasuries); CDS_{Kazakh} — премия за кредитный риск; PR_{sanct} — санкционная премия для Российской Федерации. Премия за санкции, по сути, является оценкой странового риска.

Из формулы (1) следует:

$$RF_{yield} - US_{yield} - CDS_{Kazakh} = PR_{sanct}. \quad (2)$$

Расчет показателей для точки 10 лет представлен в табл. 1.

В соответствии с формулой (2) получаем $PR_{sanct} = 12,5\%$.

В модели санкционный риск рассматривается как разновидность кредитного. Аналогия следует из биномиальности исходов:

- в случае кредитного риска эмитент либо допускает дефолт, либо продолжает обслуживать долг;
- в случае санкционного риска либо наступает изменение санкционных условий, либо санкции продолжаются.

Помимо двух драйверов дефолта: экономической возможности эмитентом вернуть долг и его желания это сделать, в текущих условиях можно говорить о третьем драйвере: технической невозможности провести обслуживание долга ввиду наложенных санкций. Именно третий показатель блокирует исполнение многих обязательств российскими эмитентами и даже самой Российской Федерацией. Вполне вероятна ситуация, когда эмитент имеет все возможности и намерение осуществить погашение обязательств в полном объеме, но не имеет технической возможности сделать это. Однако для инвестора суть не меняется: дефолт по любой из этих причин не имеет разницы с точки зрения потерь инвестора.

Если санкции не снимают, иностранный инвестор не может рассчитывать на какой-либо возврат инвестиций, поэтому ставка возврата в этом случае равна нулю.

Таблица 1 / Table 1

Расчетные значения модели для точки 10 лет кривой российских еврооблигаций /
Calculated Values of the Model for the 10-Year Point of the Russian Eurobond Curve

Показатель / Indicator	Значение, % / Value of the indicator, %
Стоимость 10 лет CDS Казахстана DS_{Kazakh}	1,9
Доходность 10 лет US_{yield}	3,7
Доходность 10 лет российских евробондов RF_{yield}	18,1

Источник / Source: рассчитано авторами по данным сервиса cbonds.ru / Calculated by the authors based on data from the cbonds.ru

Заблокированные ценные бумаги торгуются на том же рынке, что и традиционные облигации, также имеют премии за риск и конкурируют за капитал инвесторов. Не существует отдельного рынка или сегмента только для санкционных активов, что необходимо учитывать при разработке моделей оценки и работе с заблокированными ценными бумагами.

В связи с этим авторами предлагается использовать для построения модели следующие предпосылки:

1. Ввиду отсутствия арбитражных возможностей и знания о времени снятия введенных ограничений представляется правомерным использовать риск-нейтральные вероятности дефолта [26], отражающие как оценку вероятности дефолта инвесторами, так и их отношение к риску.

2. Ключевая неопределенность рассматриваемой модели — время снятия санкций. Для работы с данной неопределенностью и ее возможного учета предлагается по аналогии с риск-нейтральными вероятностями дефолта ввести понятие кредит-эквивалентных вероятностей снятия санкций. Подобное название отражает факт, что заблокированные активы торгуются на рынке, где практически все остальные активы котируются через кредитный риск. Авторы рассматривают кредитный риск и кредитную премию как общий знаменатель для всех облигаций (высококачественных, преддефолтных, структурных, заблокированных и любых других), позволяющий инвестору сравнивать их соотношение риск/доходность и формировать свой инвестиционный портфель.

3. Кредит-эквивалентные вероятности снятия санкций не являются реальными вероятностями их снятия (то же справедливо и для риск-нейтральных вероятностей дефолта). Данные величины — расчетные с целью создания

инструментария для оценки заблокированных бумаг.

Мы моделируем ситуацию, когда блокировка активов сопоставима с размещением ценных бумаг в некотором низкокачественном депозитарии, имеющем высокую вероятность обанкротиться. Соответственно, активы будут возвращены инвестору только в случае, когда депозитарий не обанкротится. Инвестор подвергается кредитному риску и получает свои активы с вероятностью, равной вероятности не обанкротиться для данного депозитария. При этом предположим, что депозитарий имеет облигации, предлагающие доходности, равные доходностям российских еврооблигаций (рис. 1). Вероятность того, что депозитарий не обанкротится, будем называть кредит-эквивалентными вероятностями снятия санкций в рассмотренной ниже модели.

Согласно модели интенсивности дефолта [27] достаточно знать величину спреда и ставку возврата кредита в случае дефолта для вычисления вероятности дефолта. Обе эти величины на данном этапе известны:

$$\begin{aligned} \text{Вероятность дефолта из-за санкций} &= \\ &= 1 - \exp(-12,5 \times 10) = 71\%. \end{aligned} \quad (3)$$

Следовательно, вероятность снятия санкций равна $100\% - 71\% = 29\%$. В рамках модели предполагаем, что в момент снятия санкций происходит снятие блокировки активов внутри России.

Аналогичные вероятности можно рассчитать для остальных точек кривой российских еврооблигаций (рис. 1). Полученные вероятности снятия санкций против российского финансового рынка в ближайшие 10 лет представлены в табл. 2.

В результате проведенных расчетов получена вмененная кривая вероятностей снятия санкций, которая выглядит на первый взгляд парадоксально. Так, например, получается, что вероятность

Таблица 2 / Table 2

**Рассчитанные безусловные вероятности
снятия антироссийских санкций / Calculated
Unconditional Probabilities of Lifting Anti-Russian
Sanctions**

Период / Period	Безусловная (unconditional) вероятность снятия санкций, % / Unconditional probabilities of lifting sanctions, %
1	76
2	62
3	47
4	41
5	36
6	34
7	33
8	32
9	30
10	29

Источник / Source: рассчитано авторами с использованием модели интенсивности дефолта [27] / Calculated by the authors using the default intensity model [27].

снятия санкций на 10 годах равна 29%, в то время как на 1 году она составит 76%. Хотя в целом логично предположить, что связь должна быть обратной: вероятность снятия санкций в ближайшее время относительно невелика, с течением времени эта вероятность может увеличиться, что характерно для реального мира, однако не так однозначно для рассматриваемых кредит-эквивалентных условий.

Рассмотрим маргинальные вероятности снятия санкций (табл. 3), равные разнице между вмененными вероятностями в соседних точках.

РАСЧЕТ МОДЕЛИ ОЦЕНКИ ЗАБЛОКИРОВАННЫХ АКТИВОВ

Допустим, инвестор хочет купить заблокированную ценную бумагу и держать ее 10 следующих лет. Предположим, это акция компании Apple, а ее текущая рыночная цена на рынке NASDAQ равна 150 долл. за одну акцию.

Какой дисконт от рыночной цены целесообразно запросить такому инвестору?

Таблица 3 / Table 3

**Маргинальные вероятности снятия санкций /
Marginal Probabilities of Lifting Sanctions**

Период / Period	Маргинальная вероятность снятия санкций, % / Marginal probability of lifting sanctions, %
1	76
2	-15
3	-15
4	-6
5	-5
6	-2
7	-1
8	-1
9	-1
10	-1

Источник / Source: рассчитано авторами / Calculated by the authors.

В первую очередь необходимо избавиться от рыночного риска, сформировав портфель, состоящий из следующих позиций:

- длинная позиция по заблокированным акциям Apple;
- короткая позиция по торгуемым на NASDAQ Apple.

По короткой позиции инвестор будет платить доходность акции Apple своему брокеру, который затем будет транслировать эту доходность инвестору с длинной позицией, у которого эту акцию брокер взял в репо.

В соответствии с моделью оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model, CAPM) Шарпа и Линтнера [28, 29], ожидаемая доходность акции Apple при ее уровне рыночного риска составит 15% годовых. Это и будет стоимостью короткой позиции для инвестора.

Как только блокировку акции снимают, инвестор начинает получать те же 15% годовых от своей длинной позиции. Поскольку снятие блокировки — процесс вероятностный, то можно

Таблица 4 / Table 4

**Стоимость хеджирования портфеля инвестора /
Cost of Hedging An Investor's Portfolio**

Период / Period	Стоимость хеджирования, % / Cost of hedging, %
1	-4
2	-17
3	-17
4	-16
5	-16
6	-15
7	-15
8	-15
9	-15
10	-15

Источник / Source: рассчитано авторами / Calculated by the authors.

говорить об ожидаемой (вероятностно взвешенной) доходности инвестора от длинной позиции в заблокированных акциях. При этом вероятности, используемые для расчета взвешенной ожидаемой доходности, будут маргинальными (значения приведены в табл. 3).

Таким образом, согласно предлагаемой модели инвестор имеет следующий финансовый результат:

1. Платит 15% годовых с вероятностью 100%.
2. Получает 15% годовых в случае разблокировки акций в соответствующий период.

Например, в 1 год инвестор заплатит 15% годовых и получит доходность

$$15\% \times 0,76 = 11\% \text{ годовых.} \quad (4)$$

Общая доходность портфеля инвестора для обеих позиций в год 1 равна:

$$-15\% + 11\% = -4\% \text{ годовых.} \quad (5)$$

Введем в модель понятие стоимости хеджирования (cost of hedge) — это стоимость владения хеджированным портфелем, состоящим из длинной позиции заблокированных акций Apple и короткой позиции торгуемых акций Apple, в каждый рассматриваемый год (в % годовых для инвестора). Применяя такую же логику, как и в (5), получаем результаты для каждого года (табл. 4).

Таким образом, в результате проведенных действий:

- портфель хеджирован и является безрисковым;
- стоимости владения портфелем известны;
- есть возможность продисконтировать ожидаемые доходности по портфелю по безрисковой ставке.

Так как рассматриваемый портфель состоит из американских ценных бумаг и рассматрива-

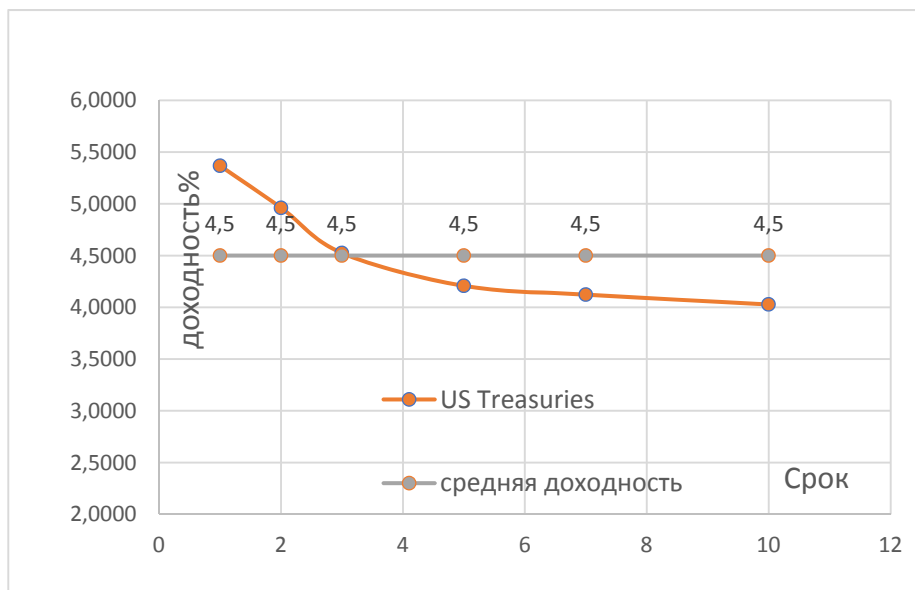


Рис. 2 / Fig. 2. Средняя доходность облигаций US Treasuries на горизонте 1–10 лет / Average Yield on US Treasuries Over 1–10 Years

Источник / Source: составлено авторами по данным сервиса cbonds.ru / Calculated by the authors based on data from the cbonds.ru

Таблица 5 / Table 5

**Дисконтированная стоимость
хеджирования портфеля /
Discounted Value of the Hedge**

Период / Period	Дисконтированная величина стоимости хеджирования, % / Discounted Value of the Hedge, %
1	-3,83
2	-15,57
3	-14,90
4	-13,42
5	-12,84
6	-11,52
7	-11,02
8	-10,55
9	-10,09
10	-9,66

Источник / Source: рассчитано авторами / Calculated by the authors.

ется американский рынок, можно использовать в качестве безрисковой ставки доходность по облигациям Казначейства США (US Treasuries) на периоде 1–10 лет. Их средняя доходность на горизонте 1–10 лет равна 4,5%, предлагается принять ее за безрисковую (рис. 2).

Дисконтируем ожидаемые доходности из табл. 4 по безрисковой ставке 4,5%, результаты представлены в табл. 5.

Далее можно рассчитать, сколько инвестор заплатит за 10 лет в пересчете на текущий уровень цен (Present Value), результаты представлены в табл. 6. Например, для точки 2 года:

$$(1 - 3,83\%) \times (1 - 15,75\%) = 81,20\%. \quad (6)$$

Таким образом, инвестор заплатит $1 - 29,83\% = 70,17\%$. Это и будет справедливым дисконтом, требуемым инвестором за заблокированные акции компании Apple.

В результате, согласно предлагаемой модели, получаем, что справедливая цена оцениваемого заблокированного актива равна 42,45 долл. при рыночной цене в 150 долл.

Таблица 6 / Table 6

**Текущая стоимость от доходности владения
хеджированным портфелем / Current Value
from the Yield of Owning a Hedged Portfolio**

Период / Period	Текущая стоимость владения хеджированным портфелем на горизонте 10 лет, % / Current Cost of Owning a Hedged Portfolio Over a 10-Year Horizon, %
1	96,17
2	81,2
3	69,1
4	59,83
5	52,15
6	46,14
7	41,06
8	36,73
9	33,02
10	29,83

Источник / Source: рассчитано авторами / Calculated by the authors.

ВОЗМОЖНОЕ ПРАКТИЧЕСКОЕ ПРИМЕНЕНИЕ ПОЛУЧЕННЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ. МЕРЫ ПОДДЕРЖКИ ИНВЕСТИТОРОВ

Анализ структуры паевых инвестиционных фондов⁶ показал, что их большую часть составляют фонды акций. Эксперты рынка отмечают, что по результатам камеральных проверок управляющих компаний паевых инвестиционных фондов со стороны Банка России именно вопрос защиты прав и интересов пайщиков подобных фондов с заблокированными активами является наиболее актуальным для регулятора. Полученная в результате представленной модели расчетная цена заблокированного актива может использоваться как оценка стоимости ценной бумаги в составе стратегии доверительного управления или паевого инвестиционного фонда для опре-

⁶ Банк России. (9 ноября 2023). Управляющие компании инвестиционных фондов. Динамические ряды основных показателей деятельности паевых инвестиционных фондов и акционерных инвестиционных фондов. URL: https://cbr.ru/statistics/RSCI/activity_uk_if/#a_11831 (дата обращения: 18.10.2023).

деления стоимости чистых активов. Это представляется более обоснованным, чем использование нулевой цены либо последней цены на момент закрытия перед блокировкой активов, а также поможет защитить права пайщиков.

Как отмечалось ранее, профессиональные оценщики не имеют утвержденных методик оценки заблокированных активов и также используют последнюю известную цену на момент закрытия перед блокировкой либо нулевую цену. Есть прецеденты, когда оценщик в поисках такой цены обращается к какому-либо очень узкому рынку, например, рынку, созданному отдельным брокером только для своих клиентов — физических лиц. Авторы уверены, что все эти способы страдают от необъективности и могут нарушать права как инвесторов, так и профессиональных участников рынка ценных бумаг.

При этом внесение дополнений в действующий Федеральный стандарт оценки «Процесс оценки (ФСО III)»⁷, расширяющих и уточняющих перечень допущений оценки в отношении объекта оценки за счет разрешения к использованию разработанных моделей оценки заблокированных активов могло бы расширить инструментарий оценщиков.

Помимо этого, полученная цена может быть использована для расчета страховой стоимости и определения страховой суммы при страховании финансовых рисков инвестора-владельца заблокированного актива. В настоящее время на российском рынке страхование финансовых рисков инвесторов, работающих на фондовом рынке, практически отсутствует. Долгое время обсуждалась возможность страхования рисков владельцев индивидуальных инвестиционных счетов⁸, однако данный законопроект был отклонен ввиду отсутствия поддержки со стороны Банка России и профессиональных участников рынка. В целом, речь в подобных инициативах идет о страховании на случай банкротства профессионального участника рынка, распоряжаю-

щегося средствами клиентов — физических лиц. Прочие риски при этом обычно исключаются из страхового покрытия ввиду сложности их прогнозирования и количественной оценки. Предлагаемый вариант будет покрывать и санкционные риски, такие как блокировка зарубежных активов или существенные изменения в зарубежном законодательстве, приведшие к убыткам владельца ценных бумаг.

Страхование финансовых рисков инвесторов может быть не выгодно классическим страховщикам, в связи с чем представляется целесообразным рассмотрение подобной защиты по принципу взаимного страхования на базе саморегулируемых организаций инвесторов. Правовой основой могут служить статья 17 «Компенсационные и иные фонды саморегулируемых организаций» и статья 18 «Защита прав и законных интересов инвесторов — физических лиц их общественными объединениями» Федерального закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»⁹. Согласно российскому законодательству саморегулируемые организации в сфере финансового рынка саморегулируемая организация инвесторов — физических лиц вправе создавать компенсационные и иные фонды в целях возмещения понесенного участниками данной организации ущерба. Создание подобных компенсационных фондов и взаимного страхования инвесторов окажет и в целом положительный эффект на развитие фондового рынка, будет способствовать повышению его привлекательности и привлечению инвестиционных средств.

В развитие возможностей работы с заблокированными активами представляется возможным создание программы льготного кредитования для инвесторов с низкими кредитными ставками с залоговым обеспечением данными активами. Также данные кредиты могут быть целевыми с оговоренным перечнем объектов для направления заемных средств. Реализация данной меры невозможна без поддержки со стороны государства и потребует дополнительного законодательного регулирования, при этом будет способствовать поддержке инвестиционной активности и развитию экономики.

⁷ Федеральный стандарт оценки «Процесс оценки (ФСО III)» утвержден приказом Минэкономразвития РФ об утверждении федеральных стандартов оценки и о внесении изменений в некоторые приказы Минэкономразвития России о федеральных стандартах оценки от 14.04.2022 № 200. URL: <https://docs.cntd.ru/document/350260562?ysclid=lsky96nxhc303418874> (дата обращения: 18.10.2023).

⁸ Законопроект № 76910-7 Федерального закона «О страховании инвестиций физических лиц на индивидуальных инвестиционных счетах». 2017. URL: <https://sozd.duma.gov.ru/bill/76910-7?ysclid=lpkblnh1nt78328965> (дата обращения: 18.10.2023).

⁹ Федеральный закон от 05.03.1999 № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (в последней редакции). URL: <http://pravo.gov.ru/proxy/ips/?docbody=&nd=102058488&intelsearch=46-%F4%E7&ysclid=lpot1cyw2o51724200> (дата обращения: 18.10.2023).

ВЫВОДЫ

Полученная модель позволяет оценить стоимость заблокированных в настоящее время зарубежных активов для российских инвесторов. В основе модели лежит предпосылка о том, что за рассматриваемый 10-летний период санкционный режим может измениться и появится возможность распоряжаться активами. При этом, если санкции не будут сняты, то финансовый результат для владельца активов равнозначен дефолту, что дает основания использовать для оценки доходности модель интенсивности дефолта. В результате получены маргинальные вероятности отмены санкций и взвешенная ожидаемая доходность рассматриваемого актива. При хеджировании портфеля появляется возможность продисконтировать ожидаемые доходности по безрисковой ставке и определить справедливую цену заблокированного актива, которая, вероятно, будет существенно отличаться от рыночной цены.

Ввиду нарастающей геополитической напряженности в разных регионах мира и популярности введения санкций на финансовых рынках как механизма возможного экономического и политического давления нельзя исключать вероятности, что ситуация, сложившаяся на российском

фондовом рынке, возможна и в других странах. В связи с этим представляется актуальным создание и развитие инструментов по оценке финансовых активов, попавших под международные экономические санкции.

Предлагаемый механизм страхования на случай реализации законодательных рисков и введения санкций со стороны иностранного государства по отношению к зарубежным активам российских инвесторов основан на принципах взаимного страхования и может быть организован на основе саморегулируемых организаций — участников финансового рынка. Это потребует дополнительного законодательного регулирования и будет способствовать повышению уровня защиты прав частных инвесторов. Аналогично предлагаемый процесс льготного кредитования инвесторов под залог заблокированных активов потребует соответствующих законодательных изменений и поддержки со стороны государственных органов. Таким образом, большинство мер поддержки и защиты прав инвесторов возможны только при активном взаимодействии инвесторов, профессиональных участников финансового рынка, Банка России, Минфина России и Правительства Российской Федерации.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

1. Асланова О.А. О проблеме заблокированных иностранных ценных бумаг и направлениях ее решения. *Научный результат. Экономические исследования*. 2022;8(4):77–87. DOI: 10.18413/2409–1634–2022–8–4–0–8
Aslanova O. A. The problem of blocked foreign securities and directions for its solution. *Nauchnyi rezul'tat. Ekonomicheskie issledovaniya = Research Result. Economic Research*. 2022;8(4):77–87. (In Russ.). DOI: 10.18413/2409–1634–2022–8–4–0–8
2. Грязнов С.А. Санкционные меры: заморозка активов. *Экономика и бизнес: теория и практика*. 2022;(3–1):81–83. DOI: 10.24412/2411–0450–2022–3–1–81–83
Gryaznov S. A. Sanctions measures: Asset freeze. *Ekonomika i biznes: teoriya i praktika = Economy and Business: Theory and Practice*. 2022;(3–1):81–83. (In Russ.). DOI: 10.24412/2411–0450–2022–3–1–81–83
3. Звягинцева Н.А., Марков Д.Е. Исследование конъюнктуры рынка акций Российской Федерации в современных условиях беспрецедентной санкционной нагрузки. *Известия Байкальского государственного университета*. 2022;32(1):78–88. DOI: 10.17150/2500–2759.2022.32(1).78–88
Zvyagintseva N. A., Markov D. E. Research of the stock market of the Russian Federation in the modern conditions of the unprecedented sanction load. *Izvestiya Baikal'skogo gosudarstvennogo universiteta = Bulletin of Baikal State University*. 2022;32(1):78–88. (In Russ.). DOI: 10.17150/2500–2759.2022.32(1).78–88
4. Колганова Е.А. Российская индустрия коллективных инвестиций в условиях международных санкций: проблемы и перспективы. *Финансовые рынки и банки*. 2022;(9):73–76.
Kolganova E. A. Russian collective investment industry under of international sanctions: Problems and prospects. *Finansovye rynki i banki = Financial Markets and Banks*. 2022;(9):73–76. (In Russ.).
5. 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;25(1):27–33.
6. Babina T., Hilgenstock B., Itskhoki O., Mironov M., Ribakova E. Assessing the impact of international sanctions on Russian oil exports. *SSRN Electronic Journal*. 2023. DOI: 10.2139/ssrn.4366337

7. 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;23(2):273–285. DOI: 10.20884/1.jdh.2023.23.2.3518
8. 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;24(3):395–407. DOI: 10.1007/s40171-023-00345-0
9. Chowdhury E. K., Khan I. I. Reactions of global stock markets to the Russia-Ukraine war: An empirical evidence. *Asia-Pacific Financial Markets*. 2023. DOI: 10.1007/s10690-023-09429-4
10. 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;13(3–4):321–372. DOI: 10.1007/s40822-023-00234-y
11. Кузьмин П. И., Сverdlov M. 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):48. URL: <https://esj.today/PDF/92ECVN 220.pdf> (дата обращения: 18.10.2023).
Kuzmin P. I., Sverdlov M. Yu., Zinoviev A. G., Seliverstov S. I. The use of the Capital Assets Price Model to analyze the effects of sanctions on the Russian securities market. *Vestnik Evraziiskoi nauki = The Eurasian Scientific Journal*. 2020;12(2):48. URL: <https://esj.today/PDF/92ECVN 220.pdf> (accessed on 18.10.2023). (In Russ.).
12. Kim O. Investor reaction to economic sanctions: The case of Russian global depositary receipts. *Quantitative Finance and Economics*. 2019;3(3):425–439. DOI: 10.3934/QFE.2019.3.425
13. Mamonov M., Pestova A. "Sorry, you're blocked". Economic effects of financial sanctions on the Russian economy. CERGE-EI Working Paper Series. 2021;(704). URL: <https://www.cerge-ei.cz/pdf/wp/Wp704.pdf>
14. Гордиевич Т. И., Рузанов П. В. Эволюция факторов инфляции в условиях экономических санкций. *Вестник Омского университета. Серия: Экономика*. 2017;(4):14–25. DOI: 10.25513/1812-3988.2017.4.14-25
Gordievich T. I., Ruzanov P. V. The evolution of the inflation factors in conditions of economic sanctions. *Vestnik Omskogo universiteta. Seriya: Ekonomika = Herald of Omsk University. Series: Economics*. 2017;(4):14–25. (In Russ.). DOI: 10.25513/1812-3988.2017.4.14-25
15. Гурвич Е. Т., Прилепский И. В. Влияние финансовых санкций на российскую экономику. *Вопросы экономики*. 2016;(1):5–35. DOI: 10.32609/0042-8736-2016-1-5-35
Gurvich E. T., Prilepskiy I. V. The impact of financial sanctions on the Russian economy. *Voprosy ekonomiki*. 2016;(1):5–35. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042-8736-2016-1-5-35
16. Омельченко А. Н., Хрусталева Е. Ю. Оценка влияния санкций на стоимость финансирования предприятий в России. *Экономический анализ: теория и практика*. 2016;(10):4–16.
Omel'chenko A. N., Khrustalev E. Yu. Evaluation of sanctions' impact on the cost of financing for Russian companies. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic Analysis: Theory and Practice*. 2016;(10):4–16. (In Russ.).
17. Орлова Н. Финансовые санкции против России: влияние на экономику и экономическую политику. *Вопросы экономики*. 2014;(12):54–66. DOI: 10.1080/10611991.2016.1200389
Orlova N. Financial sanctions: Consequences for Russia's economy and economic policy. *Voprosy ekonomiki*. 2014;(12):54–66. (In Russ.). DOI: 10.1080/10611991.2016.1200389
18. Пестова А., Мамонов М. Оценка влияния различных шоков на динамику макроэкономических показателей в России и разработка условных прогнозов на основе BVAR-модели российской экономики. *Экономическая политика*. 2016;11(4):56–92. DOI: 10.18288/1994-5124-2016-4-03
Pestova A., Mamonov M. Estimating the influence of different shocks on macroeconomic indicators and developing conditional forecasts on the basis of BVAR model for the Russian economy. *Ekonomicheskaya politika = Economic Policy*. 2016;11(4):56–92. (In Russ.). DOI: 10.18288/1994-5124-2016-4-03
19. Смирнов Е. Н. Научно-методические и практические аспекты применения антироссийских санкций как инструмента внешней политики. *Вестник Евразийской науки*. 2019;11(5):12. URL: <https://esj.today/PDF/13ECVN 519.pdf> (дата обращения: 25.10.2023).
Smirnov E. N. Scientific, methodological and practical aspects of the application of anti-Russian sanctions as an instrument of foreign policy. *Vestnik Evraziiskoi nauki = The Eurasian Scientific Journal*. URL: <https://esj.today/PDF/13ECVN 519.pdf> (accessed on 25.10.2023). (In Russ.).

20. Pestova A., Mamonov M. Should we care? The economic effects of financial sanctions on the Russian economy. BOFIT Discussion Paper. 2019;(13). URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/212921/1/bofit-dp2019-013.pdf>
21. Delianedis G., Geske R. Credit risk and risk neutral default probabilities: Information about migrations and defaults. UCLA. Finance. 1998. URL: <https://escholarship.org/uc/item/7dm2d31p>
22. Malz A. Financial risk management: Models, history and institutions. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.; 2011. 752 p. (Wiley Finance Series).
23. Sharpe W.F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*. 1964;19(3):425–442. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x
24. Lintner J. The valuation of risky assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*. 1965;47(1):13–37. DOI: 10.2307/1924119

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Максим Анатольевич Расторгуев — начальник управления риск-менеджмента, Управляющая компания «Брокеркредитсервис», Москва, Россия
Maxim A. Rastorguev — Head of Risk Management Department, Brokercreditservice Management Company, Moscow, Russia
<https://orcid.org/0009-0000-5861-5751>
maxim.rastorguev@gmail.com



Алёна Юрьевна Алешина — кандидат экономических наук, доцент экономического факультета, МГУ имени М. В. Ломоносова, Москва, Россия
Alena Yu. Aleshina — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof., Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia
<https://orcid.org/0000-0003-0416-1381>
Автор для корреспонденции / Corresponding author:
alsavina@mail.ru

Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.
Conflicts of Interest Statement: The authors have no conflicts of interest to declare.

Статья поступила в редакцию 05.12.2023; после рецензирования 10.01.2024; принята к публикации 27.01.2024.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 05.12.2023; revised on 10.01.2024 and accepted for publication on 27.01.2024.
The authors read and approved the final version of the manuscript.