

ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ МЕТОДИКИ ОЦЕНКИ ЗАБЛОКИРОВАННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

DOI: <https://doi.org/10.24891/kyxfz>EDN: <https://www.elibrary.ru/kyxfz>

Даниил Евгеньевич СЛУЦКИЙ

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

История статьи:

Рег. № 337/2025

Получена 22.05.2025

Одобрена 10.06.2025

Доступна онлайн

26.06.2025

Специальность: 5.2.4

УДК 336.763

JEL: G01, G10, G15,
G24, G32

Ключевые слова:

заблокированные
ценные бумаги, акции,
оценка, методика,
дисконт

Аннотация

Предмет. Методика оценки заблокированных ценных бумаг, которая служит основой для принятия взвешенных и обоснованных решений собственниками и участниками рынка.

Цели. Провести описание и обосновать релевантность основных положений методики оценки рыночной стоимости заблокированных ценных бумаг в условиях востребованного возврата инвестиционных ресурсов российских инвесторов.

Методология. Использованы методы системного и комплексного анализа, сравнительный подход, метод парных продаж, анализ законодательно-правовых актов, научной литературы, методических положений и статистических данных.

Результаты. Представлены основные положения методики оценки заблокированных ценных бумаг, созданной для определения рыночной стоимости таких бумаг иностранных эмитентов и учитывающей сложившиеся внешние обстоятельства (блокировку акций).

Область применения. Оценка стоимости и управление заблокированными ценными бумагами для принятия взвешенных и обоснованных решений участниками рынка по управлению портфельными инвестициями в условиях действия масштабных санкционных ограничений.

Выводы. Авторская методика гарантирует получение наиболее достоверных результатов определения стоимости заблокированной бумаги и является релевантной.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2025

Для цитирования: Слуцкий Д.Е. Основные положения методики оценки заблокированных ценных бумаг // Финансы и кредит. – 2025. – № 6. – С. 225 – 240. DOI: 10.24891/kyxfz EDN: TKYXFZ

Введение

Трансформация прав собственности российских инвесторов на акции иностранных эмитентов в условиях санкционного давления и последовавшее за этим изменение инвестиционных качеств заблокированных ценных бумаг, финансовый ущерб, предопределили разработку методики оценки заблокированных ценных бумаг¹ [1, 2]. Противоправные действия регуляторов финансовых рынков Euroclear, Clearstream, OFAC игнорируют и нарушают

¹ Слуцкий Д.Е. Развитие методики оценки заблокированных ценных бумаг // Финансы и кредит. 2025. Т. 31. Вып. 4. С. 223–240. DOI: 10.24891/fc.31.4.223 EDN: OLKQIG

положения ст. 2 Всеобщей декларации прав человека², положения международных конвенций и законов, международных соглашений и договоров, действующих на активном биржевом рынке³. Указ Президента Российской Федерации от 08.11.2023 № 844 «О дополнительных временных мерах экономического характера, связанных с обращением иностранных ценных бумаг» и распоряжение Национального клирингового центра Московской биржи о включении в список доступных для осуществления сделок на внебиржевом рынке 127 заблокированных иностранных ценных бумаг и 18 заблокированных ценных бумаг ETF провайдера FinExот от 28.04.2025⁴, подчеркивают актуальность репрезентации основных положений методики оценки заблокированных ценных бумаг.

Настоящая методика разработана в порядке, определенном МСФО (IFRS) 13⁵, Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» с учетом требований Учетной политики Банка России⁶ и Федеральной службы по финансовым рынкам⁷, Федерального стандарта оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)»⁸.

Методика оценки стоимости заблокированных ценных бумаг (далее – методика) регламентирует порядок действий по оценке и расчету их рыночной стоимости. Отсутствие аналогичных методик потребовало прежде всего разработать основные термины и определения. Предложены следующие авторские трактовки.

Заблокированная ценная бумага – эмиссионная ценная бумага иностранного эмитента с измененными инвестиционными качествами (ликвидность, доходность, риск) вследствие блокировки прав пользования и распоряжения, выраженных в виде запрета на обращение ценной бумаги и получения дохода, предполагающая временный, а не постоянный характер ограничений [1].

Финансовый инструмент – договор, по результатам которого у одной стороны возникает заблокированная ценная бумага (финансовый актив/инструмент), а у другой стороны возникает финансовое обязательство.

Внебиржевой рынок – организованный и неорганизованный рынок, характерными особенностями которого являются совершение торговых операций с ценными бумагами при

² Всеобщая декларация прав человека. URL: https://www.un.org/ru/documents/decl_conv/declarations/declhr.shtml

³ Типовой закон UNIDROIT «Об обеспеченных сделках». URL: https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/ru/19-08781_r_ebook.pdf

⁴ Мосбиржа запустила внебиржевые торги заблокированными акциями из США. URL: <https://finance.mail.ru/2025-04-28/mosbirzha-zapustila-vnebirzhevye-torgi-zablokirovannymi-akciyami-iz-ssha-65917776/>

⁵ Приказ Минфина России от 18.07.2012 № 106н «О введении в действие и прекращении действия документов Международных стандартов финансовой отчетности на территории Российской Федерации».

⁶ Письма Банка России от 29.12.2009 № 186-Т «О Методических рекомендациях «Об оценке финансовых инструментов по текущей (справедливой) стоимости», от 06.03.2013 № 37-Т «О мерах по контролю за достоверностью отражения кредитными организациями активов по справедливой стоимости»; Положения Банка России от 17.10.2014 № 437-П (ред. от 17.06.2024) «О деятельности по проведению организованных торгов»; Инструкции Банка России от 28.06.2017 № 180-И «Об обязательных нормативах банков», от 24.11.2022 № 809-П (ред. от 02.11.2024) «О Плате счетов бухгалтерского учета для кредитных организаций и порядке его применения»; Методические рекомендации Банка России от 07.09.2023 № 11-МР «Методические рекомендации по определению кредитными организациями и некредитными финансовыми организациями активного рынка для оценки справедливой стоимости акций, обращающихся на организованных торгах, проводимых российской биржей, и установлению критериев активного рынка указанных акций в своих внутренних документах».

⁷ Приказ ФСФР России от 09.11.2010 № 10-65/пз-н (ред. от 14.06.2012) «Об утверждении Порядка определения рыночной цены ценных бумаг, расчетной цены ценных бумаг, а также предельной границы колебаний рыночной цены ценных бумаг в целях 23 главы Налогового кодекса Российской Федерации».

⁸ Федеральный стандарт оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)». URL: <https://www.ocenchik.ru/docs/3989-fso5-podhody-i-metody-ocenki.html>

участии Национального центрального контрагента (НКЦ) путем подачи оферт в его адрес или без его участия (прямая торговля ценными бумагами между участниками рынка или при посредничестве брокеров).

Источники информации – организаторы торговли ценными бумагами: финансовая биржа, дилер, брокер, котировальная система, информационная система, органы, регулирующие торговлю ценными бумагами или иные источники, способные оперативно и регулярно предоставлять информацию о котировках ценных бумаг.

Наблюдаемые и ненаблюдаемые исходные данные – исходные данные (котировки цен или цены предложения в рамках выбранного метода оценки), служащие для определения рыночной цены объекта оценки, полученные оценщиком на основе общедоступной рыночной информации.

Период наблюдения – время, в течение которого оценщик на биржевом или внебиржевом рынке осуществляет массовый сбор исходных данных колебаний котироваемых цен акций, предназначенных к выполнению широкого спектра необходимых измерений в целях заполнения статистических формуляров и обработки репрезентативной информации для расчета рыночной стоимости заблокированных ценных бумаг⁹.

Классификация заблокированных ценных бумаг – выделение видов заблокированных ценных бумаг по основаниям, имеющим значение для определения корректировки (дисконта) биржевой котировки ценной бумаги в рамках специфики функционирующего правового режима.

Корректировка (дисконт) биржевой котировки ценной бумаги – сумма (величина торговой скидки), которая учитывает обстоятельства блокировки в отношении оцениваемых заблокированных ценных бумаг.

Ликвидность заблокированной ценной бумаги – способность финансового инструмента быть быстро проданным и превращенным в денежные средства при применении его держателем определенной величины торговой скидки.

Рыночная стоимость – наиболее вероятная цена, по которой заблокированная ценная бумага как объект оценки может быть отчуждена на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки обладают всей необходимой информацией и адекватно оценивают риски, ограничения и инвестиционные качества объекта оценки исходя из реалий текущего времени.

Участники рынка – независимые друг от друга и несвязанные друг с другом стороны сделки (покупатели и продавцы на внебиржевом рынке), хорошо осведомленные о рисках, о специфике заблокированных ценных бумаг, имеющие возможность и добровольное желание заключать сделки и совершать торговые операции с применением корректировки (дисконта) в отношении заблокированных ценных бумаг.

Сделка с заблокированной ценной бумагой – сделка, предполагающая присутствие заблокированной ценной бумаги на внебиржевом рынке на протяжении некоторого времени до даты проведения оценки и осуществления торговой операции покупки/продажи без какого-либо принуждения ее держателя.

Методология

При проведении исследования использован системный подход, который позволил комплексно и объективно представить основные положения методики оценки заблокированных ценных бумаг (акций иностранных эмитентов) и объяснить необходимость ее применения для определения рыночной стоимости в условиях действия масштабных санкци-

⁹ Федеральный стандарт оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)».

онных ограничений. Эти положения методики учитывают сложившиеся внешние обстоятельства (блокировку). Расчеты рыночной стоимости заблокированных ценных бумаг на дату проведения оценки проводятся на базе сравнительного подхода, включающего в свой состав метод парных продаж и на основе оригинальных вычислений автора. Проведен системный и комплексный анализ законодательно-нормативных актов, методик определения справедливой стоимости ценных бумаг, используемых кредитно-финансовыми организациями и управляющими компаниями.

Теоретическую базу исследования составили труды таких ученых, как Ю.В. Сахарова [3], О.М. Шевченко [4], М.В. Анашкина [5], Н.А. Стефанова, А.А. Королев [6], А.Р. Рязанова [7], И.В. Ершова, Е.Е. Енькова [8], О.А. Асланова [9], Р.К. Петручак [10], А.С. Киселев [11], А.И. Фархуллина [12], Д.В. Манушин [13], П.И. Кузьмин и др. [14], В.С. Улискин [15], М.А. Расторгуев и А.Ю. Алешина [16], А.С. Кокин и др. [17].

Обоснование подхода и метода оценки рыночной стоимости заблокированных ценных бумаг для целей настоящей методики

Проведенный анализ существующих методов оценки и накопленный практический опыт профессиональной деятельности позволяет утверждать, что для наиболее достоверных результатов оценки рыночной стоимости заблокированных ценных бумаг следует использовать сравнительный подход и метод парных продаж, которые позволяют избежать субъективных факторов и наиболее эффективно учитывать специфику санкционного правового режима свойственную объекту оценки: блокировка прав пользования и распоряжения российских инвесторов на ценные бумаги иностранных эмитентов.

Принцип замещения, на который опирается затратный подход в оценке стоимости предприятия (бизнеса), в частности его акций, связан с определением суммы затрат, необходимой для создания с нуля аналогичного предприятия. Данная формулировка уже содержит ограничения, поскольку затраты на создание отражают прошлое компании и не учитывают инвестиционную привлекательность для инвестора сегодня так, как это учитывает сравнительный подход.

Следует отметить и тот факт, что полностью отсутствует целесообразность применения затратного подхода к оценке стоимости заблокированных ценных бумаг, ведь в этом случае нужно определить сумму затрат, необходимую для создания аналогичного предприятия, обладающего теми же характеристиками и инвестиционно-привлекательными качествами. При этом без значительных юридических ограничений участники внебиржевого рынка не в состоянии создать объект, аналогичный акциям крупных транснациональных компаний, и обеспечить возможность немедленного использования вновь размещенных на фондовом рынке ценных бумаг.

Принцип ожидания выгод, на который опирается доходный подход в оценке стоимости пакета акций, связан с определением текущей стоимости ожидаемых будущих денежных потоков от использования ценной бумаги иностранной компании. Применение данного подхода в целях определения рыночной стоимости для использования или возврата инвестиционных ресурсов российских инвесторов фактически не представляется возможным. Это вызвано тем, что слишком высока степень неопределенности 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, с помощью которого проводится прогнозирование в будущих периодах поступления чистого денежного потока, носит вероятностный характер даже при относительно стабильных условиях развития, но все же при этом гипотетическая точность результата оценки стремится к 100%. В текущих реалиях санкционной политики недружественных стран

результаты, полученные в рамках доходного подхода, и вероятность точности результата оценки будут стремиться в противоположном направлении от оценки, проводимой в нормальных экономических условиях, ввиду многих субъективных факторов при прогнозировании периода разморозки прав собственников на распоряжение своими ценными бумагами и ставки дисконтирования, учитывающей сложившиеся риски¹⁰.

Принципы ценового равновесия и замещения, на которые опирается сравнительный подход, предполагают сравнение объекта оценки (заблокированных акций) с акциями идентичных или аналогичных эмитентов. Рынок оцениваемых заблокированных ценных бумаг является молодым для России и был неактивным до конца апреля 2025 г. (блокировка акций)¹¹.

28 апреля 2025 г. распоряжением Национального клирингового центра Московской биржи о включении в список доступных для осуществления сделок на внебиржевом рынке 127 заблокированных иностранных ценных бумаг и 18 заблокированных ценных бумаг ETF провайдера FinExот были запущены общедоступные внебиржевые торги, после чего на внебиржевом рынке заблокированных ценных бумаг появились признаки активности, но окончательно говорить, что рынок стал активным, еще рано.

Блокировка прав пользования и распоряжения носит временный, но не постоянный характер, и тем не менее определить точную дату разблокировки ценных бумаг невозможно ввиду неопределенности в политике регуляторов финансовых рынков Euroclear, Clearstream, OFAC.

Необходимость снятия санкций будет зависеть от решений различных политических, экономических и правовых сил государств Европейского Союза и США с одной стороны и Российской Федерации и ее партнеров на международной арене с другой стороны. Санкции ЕС, США и их союзников против Российской Федерации длятся более 10 лет, с 2014 г.¹² Конечная дата, когда они будут сняты, на данный момент не только неизвестна, но и непредсказуема.

Оценщик, исследуя состояние биржевого и внебиржевого рынка на предмет соответствия критериям активности, отслеживает для каждой заблокированной ценной бумаги признаки обесценения. Он учитывает обстоятельства ухудшения инвестиционных качеств оцениваемых ценных бумаг, выносит обоснованное мотивированное суждение о применении корректировки биржевой котировки заблокированной ценной бумаги на коэффициент («дисконт», «скидка») для определения ее рыночной стоимости.

Корректировку биржевой котировки заблокированных ценных бумаг рассчитывают методом парных продаж. Оценщик должен иметь доступ к достоверным данным по ценам сделок или ценам предложений как на биржевом, так и на внебиржевом рынках.

Под парной продажей подразумевается продажа двух объектов оценки с одним уникальным кодом ISIN, являющихся точной копией друг друга за исключением одного параметра – ограничений в использовании одного из объектов. Данный метод позволяет рассчитать поправку на упомянутую характеристику и использовать ее для корректировки цены продажи сопоставимого с объектом оценки аналога в рамках определения рыночной стоимости заблокированного актива.

¹⁰ Слуцкий Д.Е. Развитие методики оценки заблокированных ценных бумаг.

¹¹ Отчеты № 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; № 474-20233/2021/11-О об оценке справедливой стоимости прав собственности на ценные бумаги по состоянию на 15.10.2023.

¹² Хронология введения санкций и ответные меры России в 2014-2015 годах. URL: <https://ria.ru/20151125/1328470681.html>

Критерий оценки заблокированных ценных бумаг для целей настоящей методики

Основной критерий оценки заблокированных ценных бумаг, которые обращаются на активном или неактивном внебиржевом рынках, – это ликвидность, способность объекта быть быстро проданным и превращенным в денежные средства при применении его держателем определенной величины торговой скидки. Участники рынка должны адекватно воспринимать потерю части денежных средств при совершении торговых операций по продаже заблокированных ценных бумаг.

Критерии активного рынка для целей настоящей методики

Если рынок является активным, при определении рыночной стоимости заблокированных ценных бумаг оценщик должен руководствоваться следующими критериями.

1. Заблокированные ценные бумаги (объекты оценки) и их аналоги допущены хотя бы одним из организаторов торговли к обращению на внебиржевом рынке.
2. Совершаются реальные сделки, и их больше 10.
3. Информация о рыночных котировках (ценах закрытия) объектов оценки и их аналогов для определения рыночной стоимости заблокированных ценных бумаг общедоступна на биржевом и внебиржевом рынках в течение последних 10 торговых дней, предшествующих дате проведения оценки.
4. Значительны объемы сделок и количество эмитентов, чьи ценные бумаги торгуются на рынке.
5. Наблюдается низкая волатильность.

Критерии неактивного рынка для целей настоящей методики

При определении рыночной стоимости заблокированных ценных бумаг с помощью котировок неактивного рынка необходимо применять следующие положения.

1. Заблокированные ценные бумаги (объекты оценки) и их аналоги допущены хотя бы одним из организаторов торговли к обращению на внебиржевом рынке.
2. Совершаются реальные сделки или наблюдаются цены предложений.
3. Информация о рыночных котировках или ценах предложений на объекты оценки и их аналоги для определения рыночной стоимости заблокированных ценных бумаг общедоступна на биржевом и внебиржевом рынках в течение последних 30 торговых дней, предшествующих дате проведения оценки.
4. Незначительны объемы сделок и количество эмитентов, чьи ценные бумаги торгуются на рынке.
5. Наблюдается высокая волатильность.

Классификация исходных данных для целей настоящей методики

Общедоступная информация о котировках, ценах предложений заблокированной ценной бумаги, а также операциях с ней на активном биржевом и неактивном внебиржевом рынках отражает допущения, которые оценщик использует при расчете и установлении рыночной цены, и принимается за наблюдаемые исходные данные.

Доступ к исходным данным осуществляется через общедоступные (публичные) средства. Оценщик на момент времени, предвещающий дату оценки, фиксирует уровни цен по результатам проведения участниками рынка торговых операций на внебиржевом и биржевом рынках с заблокированными ценными бумагами и их незаблокированными аналогами.

Наивысшим приоритетом обладают прямые котируемые цены с активных рынков для идентичных объектов оценки.

Уровень № 1 в иерархии исходных данных: приняты котировки, собранные на активном биржевом и внебиржевом рынках. В этом случае активный биржевой рынок является источником котировок незаблокированных ценных бумаг, например Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE, New York Stock Exchange) или биржа NASDAQ, а активный внебиржевой рынок является источником котировок заблокированных ценных бумаг, например подающая признаки активного рынка открытая 28.04.2025 торговая площадка на Мосбирже. Собранные данные из этих источников используются для расчета величины корректировки биржевой котировки незаблокированной ценной бумаги в целях ее обеспечения. Исходные данные с активных биржевого и внебиржевого рынков в течение последних 10 наблюдаемых торговых дней основной и дополнительной сессий, предшествующих дате проведения оценки, должны отражать биржевые котировки цен по результатам проведения торговых операций участниками рынка с незаблокированными ценными бумагами (аналогами объектов оценки) и с заблокированными ценными бумагами (объекты оценки) на внебиржевом рынке.

Уровень № 2 в иерархии исходных данных: приняты котировки или цены предложений, собранные на активном биржевом и неактивном внебиржевом рынках. В этом случае неактивный внебиржевой рынок является источником котировок или цен предложений заблокированных ценных бумаг, например торговая площадка мобильного приложения «Т-Инвестиции», торговая площадка Трейдинг.Финам или данные любого участника рынка ценных бумаг. Исходные данные с активных биржевого и неактивного внебиржевого рынков собираются за последние 30 торговых дней.

Классификация заблокированных ценных бумаг для целей настоящей методики

В рамках проведения практического исследования по характеристикам и особенностям были выделены группы заблокированных ценных бумаг, имеющие существенное обоснование определения индивидуальной величины корректировки (дисконта) биржевой котировки с учетом специфики функционирующего правового режима.

Объекты оценки разделены на шесть групп, и к каждой группе применяется свой подход для определения средней величины корректировки (дисконта) биржевой котировки в расчетах рыночной стоимости.

Группа № 1 – заблокированные объекты оценки, по которым имеются цены сделок на внебиржевом рынке на дату проведения оценки. Рыночную стоимость объектов оценки этой группы определяет реально действующая на внебиржевом рынке котировка цены актива на конкретную дату оценки.

Группа № 2 – заблокированные объекты оценки, попавшие в список наблюдаемых ценных бумаг, по которым на дату оценки не было сделок, но были сделки или цены предложения на внебиржевом рынке в наблюдаемом периоде.

Группа № 3 – заблокированные объекты оценки, не входящие в список наблюдаемых ценных бумаг выборки.

Группа «S&P 500» – заблокированные объекты оценки, не входящие в группы 1 и 2, но входящие в список ценных бумаг, используемых при расчете индекса S&P 500.

Группа «Облигации» – долговые ценные бумаги иностранных эмитентов (облигации).

Группа «Россия» – ценные бумаги российских эмитентов, находящиеся на хранении не в Российской Федерации и имеющие ограничения по переводу в Российскую Федерацию.

Порядок определения рыночной стоимости заблокированных ценных бумаг для целей настоящей методики

Рыночную стоимость заблокированной ценной бумаги с учетом дисконта (для введения объекта оценки в хозяйственный оборот или его реализации в процессе проведения торгов на внебиржевом рынке) оценщику следует рассчитывать по формуле:

$$PCO = K \cdot (1 - K_1) \cdot KB, \quad (1)$$

где PCO – рыночная стоимость объекта оценки;

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

K_1 – корректировка (в процентном выражении), учитывающая сложившиеся внешние обстоятельства (блокировку акций);

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

В качестве практического применения методики приведем пример расчета на 23.12.2024.

Для получения более точных расчетных данных необходимо непрерывное наблюдение и сбор информации о котировках или ценах предложений по незаблокированным ценным бумагам на зарубежном биржевом рынке и по заблокированным ценным бумагами на российском внебиржевом рынке.

Расчет величины дисконта, применяемого к биржевой котировке незаблокированной ценной бумаги, осуществляется методом парных продаж, при этом объект оценки и аналог должны иметь единый уникальный ISIN код.

В иерархии определения исходных данных уровня № 1 рыночную стоимость заблокированных ценных бумаг оценщик устанавливает с помощью наблюдаемых котировок:

- 1) ценных бумаг, выступающих в качестве объектов оценки, на которые наложена блокировка прав распоряжения и пользования, обращающихся на активном внебиржевом рынке. В этом случае оценщик признает информацию о котировках по результату зафиксированной операции с заблокированными ценными бумагами, которую раскрывает организатор торговли на рынке ценных бумаг или расчетные депозитарии, информационные агентства, брокеры и дилеры;
- 2) аналогов объектов оценки (ценных бумаг), обращающихся на организованном иностранном фондовом биржевом рынке. При этом признаются прямые котируемые цены, рассчитанные иностранным организатором торговли (биржей) по итогам завершения торговых операций на каждый торговый день.

В иерархии определения исходных данных уровня № 2 рыночную стоимость заблокированных ценных бумаг оценщик выявляет с помощью наблюдаемых котировок:

- 1) ценных бумаг, выступающих в качестве объектов оценки, на которые наложена блокировка прав распоряжения и пользования, обращающихся на неактивном внебиржевом рынке. В такой ситуации оценщик признает информацию о котировках по результату зафиксированной операции с заблокированными ценными бумагами, которую раскрывает организатор торговли на рынке ценных бумаг или расчетные депозитарии, информационные агентства, брокеры и дилеры, или по ценам предложений;
- 2) аналогов объектов оценки так же, как и на уровне № 1.

Автором доказано, что при неактивном внебиржевом рынке для наиболее точных расчетов величины дисконта биржевой котировки и, соответственно, рыночной стоимости заблокированной ценной бумаги оценщик должен брать весь массив наблюдений длительностью 30 торговых дней основной и дополнительной торговой сессии фондового рынка до даты оценки. Такой подход позволяет зарегистрировать наиболее точные статистические дан-

ные. При активном внебиржевом рынке достаточно брать весь массив наблюдений длительностью 10 торговых дней.

Для адекватного расчета величины корректировки оценщик может брать период наблюдения длительностью 20 торговых дней неактивного и 7 – активного внебиржевого рынка. Для удовлетворительного расчета можно использовать период 10 и 5 дней соответственно¹³.

В ходе исследования выяснено, что для объектов оценки, относящихся к группе № 3, размер скидки (K_1) на 23.12.2024 был равен 66,78% и находился в допустимом диапазоне размера дисконта, наблюдаемого в период с 01.10.2024 по 23.12.2024. Минимальное значение скидки на заблокированные иностранные ценные бумаги составляет 61,12%, максимальное – 73,1% (см. табл. 1 и рис. 1).

Выводы

В проведенном исследовании представлены основные положения методики оценки заблокированных ценных бумаг, созданной для определения дисконта и рыночной стоимости заблокированных ценных бумаг иностранных эмитентов и учитывающей сложившиеся внешние обстоятельства (блокировку).

Доказана необходимость разработки и внедрения основных терминов и определений, а также классификации заблокированных ценных бумаг как объектов оценки, выявлены оптимальные периоды наблюдения за котировками ценных бумаг в целях расчета коэффициента обесценения (дисконта).

Следует отметить, что методика оценки стоимости заблокированных акций иностранных эмитентов для возврата инвестиционных ресурсов российских инвесторов остро востребована. Отметим, что функционирующий в настоящее время правовой режим указывает на важность учета специфики объекта оценки (заблокированные ценные бумаги) и цели оценки (возврат ресурсов российских инвесторов). Оценщик, опираясь на принцип оптимального баланса между необходимой и доступной информацией, обязан выбрать сравнительный подход и метод парных продаж, которые позволяют учесть весь спектр допущений и ограничений оценки заблокированных ценных бумаг.

Сделан вывод о том, что применение авторской методики оценки заблокированных ценных бумаг, вместе с классификацией таких бумаг, установленным оптимальным периодом наблюдений, порядком расчета дисконта, гарантирует российским инвесторам и владельцам ценных бумаг получение наиболее достоверных результатов и представляется наиболее релевантным.

¹³ Отчет № 194-21554/2022/19-О; 474-20233/2021/11-О.

Таблица 1

Сводные данные и расчет скидки (дисконта) по группе № 3 на основании рыночных данных внебиржевых и биржевых котировок с 01.10.2024 по 23.12.2024 для оцениваемых заблокированных ценных бумаг (фрагмент)

Table 1

Summary data and discount calculation for the 3rd group based on market data from OTC and exchange quotes from October 1, 2024, to December 23, 2024, for the evaluated blocked securities: A fragment

№	Эмитент	Размер скидки										Средняя скидка	Коэффициент вариации по выборке
		30.10.2024	31.10.2024	12.11.2024	13.11.2024	14.11.2024	15.11.2024	17.12.2024	18.12.2024	20.12.2024	23.12.2024		
5	Alibaba US01609W1027	73,97	73,71	49,95	61,08	60,62	60,09	60,98	65,73	68,27	69,01	66,71	5,71
7	Alphabet Inc US02079K3059	-	-	-	-	47,89	47,31	50,77	48,44	49,48	-	56,38	11,88
11	AT&T US00206R1023	62,67	63,4	67,74	67,95	68,02	79,54	-	-	70,25	70,05	65,77	0,02
21	Citigroup Inc. US1729674242	68,14	67,89	63,02	62,95	-	-	65,71	64,23	-	-	78,83	0,14
22	Coca-Cola US1912161007	-	-	59,62	-	-	-	54,02	-	-	53,01	65,58	2,93
32	Hello Group US4234031049	70,93	70,85	-	69,22	69,44	-	70,44	69,66	-	69,59	68,04	4,64
41	Microsoft US5949181045	-	-	51,74	51,98	52,37	51,33	-	-	64,57	64,08	73,1	5,32
42	MicroStrategy Incorporated US5949724083	-	-	-	-	-	-	62,28	58,35	-	-	55,98	10,97
43	Netflix. Inc. US64110L1061	-	67,29	-	66,93	67,34	-	-	-	-	57,12	60,48	6,07
47	PayPal Holdings. Inc. US70450Y1038	67,16	67,52	-	-	70,38	70,58	-	65,91	66,71	66,27	74,52	6,35
-	Среднее значение дисконта в разрезе дня	68,7	68,69	66,71	66,5	62,94	62,73	65,08	61,20	63,19	65,71	66,78	5,25
-	Медиана	68,44	67,98	66,21	67,95	62,5	62,66	65,71	62,58	64,57	67,1	-	-
-	Коэффициент вариации	11,92	8,55	12,17	9,52	11,44	13,2	11,6	11	12,98	12,72	-	-
-	Число наблюдений	22	26	19	15	13	13	17	12	9	18	396	-

Примечание. Скидка (K_1) на 23.12.2024 для объектов оценки, относящихся к группе № 3 равна 66,78%. Коэффициент вариации по всем средним значениям равен 5,25%, что свидетельствует о незначительной степени рассеивания данных. В выборке участвуют ценные бумаги 65 эмитентов. Количество наблюдений – 396.

Источник: авторская разработка по материалам различных сайтов. URL: <https://trading.finam.ru>, <https://www.nyse.com>, <https://www.nasdaq.com>, <https://ru.investing.com>

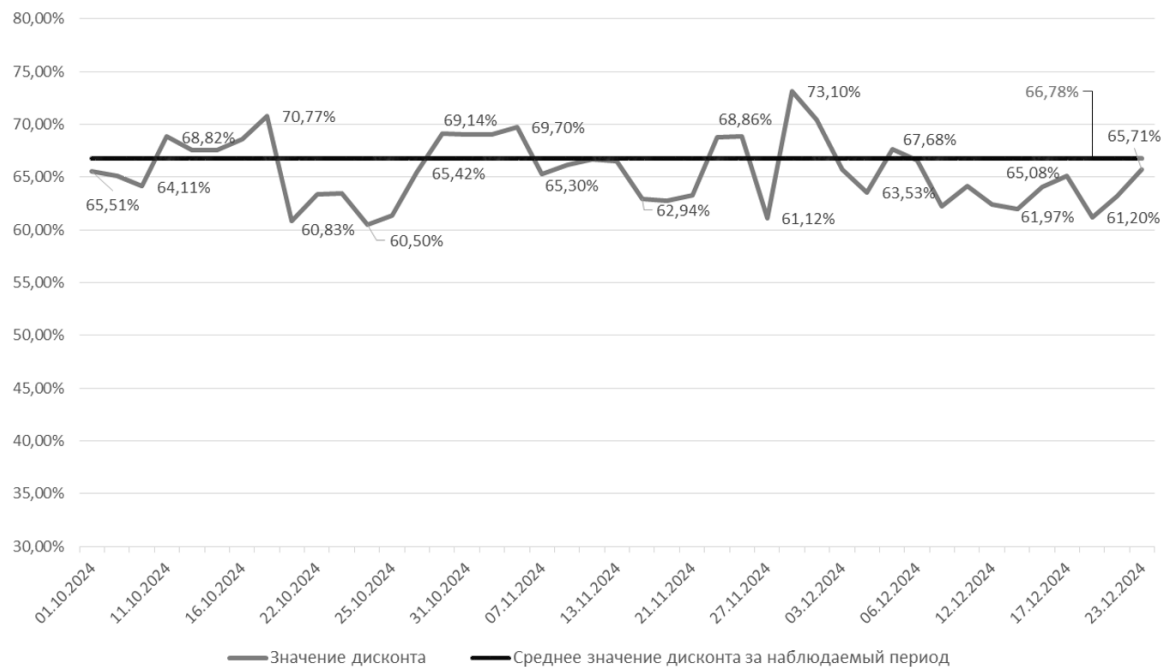
Source: Authoring, based on materials from various websites. URL: <https://trading.finam.ru>, <https://www.nyse.com>, <https://www.nasdaq.com>, <https://ru.investing.com>

Рисунок 1

График наблюдений за сделками/предложениями на внебиржевом и биржевом рынках в целях расчета корректировки (дисконта) биржевой котировки заблокированной ценной бумаги

Figure 1

Schedule of observation of deals/offers on OTC and exchange markets to calculate adjustment (discount) of the blocked security exchange quotation



Источник: авторская разработка по материалам различных сайтов. URL: <https://trading.finam.ru>, <https://www.nyse.com>, <https://www.nasdaq.com>, <https://ru.investing.com>

Source: Authoring, based on materials from various websites. URL: <https://trading.finam.ru>, <https://www.nyse.com>, <https://www.nasdaq.com>, <https://ru.investing.com>

Список литературы

1. *Слуцкий Д.Е.* Трансформация прав собственности на акции иностранных эмитентов в условиях санкционного давления // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2025. Т. 21. Вып. 4. С. 33–46. DOI: 10.24891/ni.21.4.33 EDN: MMIZOW
2. *Слуцкий Д.Е.* Классификация заблокированных ценных бумаг как объектов оценки // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2025. Т. 21. Вып. 5. С. 84–99. DOI: 10.24891/ni.21.5.84 EDN: OHWVKN
3. *Сахарова Ю.В.* Акции в российском законодательстве и их роль в практике корпоративного управления // Вестник Томского государственного университета. Право. 2023. № 50. С. 177–193. DOI: 10.17223/22253513/50/13 EDN: VTPMUL
4. *Шевченко О.М.* Правовые режимы осуществления предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг и коллективных инвестиций // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА). 2022. № 12. С. 70–81. DOI: 10.17803/2311-5998.2022.100.12.070-081 EDN: EXTXXN
5. *Анашкина М.В.* Эволюция рынка ценных бумаг и современные проблемы контроля его участников // Вестник Университета. 2022. № 8. С. 129–138. DOI: 10.26425/1816-4277-2022-8-129-138 EDN: FHPBJV
6. *Стефанова Н.А., Королев А.А.* Влияние иностранных санкций на фондовый рынок Российской Федерации // Основы экономики, управления и права. 2023. № 4. С. 96–101. DOI: 10.51608/23058641_2023_4_96-101 EDN: KPKQQK
7. *Рязанова А.Р.* Санкционный режим экономической деятельности: понятие и правовая природа // Вестник Университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА). 2022. № 12. С. 205–214. DOI: 10.17803/2311-5998.2022.100.12.205-214 EDN: UPWQNO
8. *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. DOI: 10.17803/1994-1471.2022.141.8.093-103 EDN: GDBBVN
9. *Асланова О.А.* О проблеме заблокированных иностранных ценных бумаг и направлениях ее решения // Научный результат. Экономические исследования. 2022. Т. 8. № 4. С. 77–87. DOI: 10.18413/2409-1634-2022-8-4-77-87 EDN: FNADZD
10. *Петручак Р.К.* Бесхозные акции и «потерявшиеся» акционеры // Образование и право. 2023. № 4. С. 58–62. DOI: 10.24412/2076-1503-2023-4-58-62 EDN: CPVULA
11. *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. DOI: 10.7256/2454-0706.2024.9.71790 EDN: HSRZJ
12. *Фархуллина А.И.* Рынок ценных бумаг в России: проблемы и перспективы развития // Международный журнал гуманитарных и естественных наук. 2023. № 5-5. С. 113–115. DOI: 10.24412/2500-1000-2023-5-5-113-115 EDN: QLMWJY
13. *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. DOI: 10.21202/2782-2923.2024.1.36-69 EDN: OTFHYP
14. 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. С. 48. EDN: JRYWZB
15. Улискин В.С. Важность оценки реальной стоимости акций российских компаний // Вектор Экономики. 2017. № 11. С. 58. EDN: ZWPKWF
16. 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. DOI: 10.26794/2587-5671-2024-285-71-82 EDN: NYNYQX
17. Кокин А.С., Осолков 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. DOI: 10.25799/AR.2019.80.1.025 EDN: XVQLKU

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.

A BASIC FRAMEWORK OF THE METHODOLOGY FOR EVALUATING BLOCKED SECURITIESDOI: <https://doi.org/10.24891/kyxfz>EDN: <https://www.elibrary.ru/kyxfz>**Daniil E. SLUTSKII**

Plekhanov Russian University of Economics (PRUE), Moscow, Russian Federation

e-mail: general@obiks.ru

ORCID: not available

Article history:

Article No. 337/2025

Received 22 May 2025

Accepted 10 Jun 2025

Available online

26 Jun 2025

JEL Classification: G01,
G10, G15, G24, G32**Keywords:** blocked
securities, shares,
valuation, methodology,
discount**Abstract****Subject.** This article discusses the basic provisions of the methodology for evaluating blocked securities, which serves as the basis for making informed and well-founded decisions by their owners and market participants regarding the management of portfolio investments.**Objectives.** The article aims to describe and justify the relevance of the main provisions of the methodology for measuring the market value of blocked securities in the context of the demanded return of investment resources of Russian investors.**Methods.** For the study, I used systems and comprehensive analyses, content analysis of international legal acts and works of scientific literature, methodological provisions and statistical data, and a comparative approach, the method of paired sales and original calculations.**Results.** Based on the research results, the article presents the basic provisions of the author-developed methodology for evaluating blocked securities to determine the market value of blocked securities of foreign issuers, taking into account the prevailing external circumstances (blocking) when determining the magnitude of the adjustment of the stock quotation of the blocked security.**Relevance.** The author-developed methodology for evaluating the market value of blocked foreign issuer securities may serve as a basis for market participants to make informed and reasoned decisions regarding portfolio investment management in the context of large-scale sanctions.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2025

Please cite this article as: Slutskii D.E. A basic framework of the methodology for evaluating blocked securities. *Finance and Credit*, 2025, iss. 6, pp. 225–240. DOI: 10.24891/kyxfz EDN: TKYXFZ**References**

1. Slutskii D.E. [Transformation of ownership rights to foreign issuer shares in the context of sanction pressure]. *Natsional'nye interesy: priority i bezopasnost' = National Interests: Priorities and Security*, 2025, vol. 21, iss. 4, pp. 33–46. (In Russ.) DOI: 10.24891/ni.21.4.33 EDN: MMIZOW
2. Slutskii D.E. [Classifying blocked securities as valuation objects]. *Natsional'nye interesy: priority i bezopasnost' = National Interests: Priorities and Security*, 2025, vol. 21, iss. 5, pp. 84–99. (In Russ.) DOI: 10.24891/ni.21.5.84 EDN: OHWVKN
3. Sakharova Yu.V. [Shares in Russian legislation and their role in corporate governance practice]. *Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta. Pravo = Bulletin of Tomsk State*

- University. Law*, 2023, no. 50, pp. 177–193. (In Russ.) DOI: 10.17223/22253513/50/13 EDN: VTPMUL
4. Shevchenko O.M. [Legal regimes for carrying out entrepreneurial activity in the securities and collective investments market]. *Vestnik Universiteta imeni O.E. Kutafina (MGYuA) = Bulletin of O.E. Kutafin University (MSAL)*, 2022, no. 12, pp. 70–81. (In Russ.) DOI: 10.17803/2311-5998.2022.100.12.070-081 EDN: EXTXXN
 5. Anashkina M.V. [Evolution of the securities market and modern problems of control over its participants]. *Vestnik Universiteta*, 2022, no. 8, pp. 129–138. (In Russ.) DOI: 10.26425/1816-4277-2022-8-129-138 EDN: FHPBJV
 6. Stefanova N.A., Korolev A.A. [The Impact of Foreign Sanctions on the Stock Market of the Russian Federation]. *Osnovy ekonomiki, upravleniya i prava*, 2023, no. 4, pp. 96–101. (In Russ.) DOI: 10.51608/23058641_2023_4_96-101 EDN: KPKQQK
 7. Ryazanova A.R. [Sanctions Regime of Economic Activity: Concept and Legal Nature]. *Vestnik Universiteta imeni O.E. Kutafina (MGYuA) = Bulletin of O.E. Kutafin University (MSAL)*, 2022, no. 12, pp. 205–214. (In Russ.) DOI: 10.17803/2311-5998.2022.100.12.205-214 EDN: UPWQNO
 8. Ershova I.V., En'kova E.E. [Sanctions compliance, or internal management of risks from restrictions]. *Aktual'nye problemy rossiiskogo prava*, 2022, vol. 17, no. 8, pp. 93–103. (In Russ.) DOI: 10.17803/1994-1471.2022.141.8.093-103 EDN: GDBBVN
 9. Aslanova O.A. [On the problem of blocked foreign securities and directions for its solution]. *Nauchnyi rezul'tat. Ekonomicheskie issledovaniya*, 2022, vol. 8, no. 4, pp. 77–87. (In Russ.) DOI: 10.18413/2409-1634-2022-8-4-77-87 EDN: FNADZD
 10. Petruchak R.K. [Ownerless shares and "lost" shareholders]. *Obrazovanie i pravo*, 2023, no. 4, pp. 58–62. (In Russ.) DOI: 10.24412/2076-1503-2023-4-58-62 EDN: CPVULA
 11. Kiselev A.S. [Political and legal proposals for leveling sanctions imposed by unfriendly states against the securities market of the Russian Federation]. *Pravo i politika*, 2024, no. 9, pp. 212–225. (In Russ.) DOI: 10.7256/2454-0706.2024.9.71790 EDN: HSZRZJ
 12. Farkhullina A.I. [The securities market in Russia: problems and development prospects]. *Mezhdunarodnyi zhurnal gumanitarnykh i estestvennykh nauk*, 2023, no. 5-5, pp. 113–115. (In Russ.) DOI: 10.24412/2500-1000-2023-5-5-113-115 EDN: QLMWJY
 13. 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*, 2024, vol. 18, no. 1, pp. 36–69. (In Russ.) DOI: 10.21202/2782-2923.2024.1.36-69 EDN: OTFHYP
 14. Kuz'min P.I., Sverdlov M.Yu., Zinov'ev A.G., Seliverstov S.I. [Using the capital asset pricing model to analyze the consequences of sanctions on the Russian securities market]. *Vestnik Evraziiskoi nauki*, 2020, vol. 12, no. 2, pp. 48. (In Russ.) EDN: JRYWZB
 15. Uliskin V.S. [The importance of assessing the real value of shares of Russian companies]. *Vektor Ekonomiki*, 2017, no. 11, pp. 58. (In Russ.) EDN: ZWPKWF
 16. Rastorguev M.A., Aleshina A.Yu. [Valuation of blocked financial assets in order to develop investor support measures]. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*,

2024, vol. 28, no. 5, pp. 71–82. (In Russ.) DOI: 10.26794/2587-5671-2024-285-71-82
EDN: NYNYQX

17. Kokin A.S., Oskolkov I.M., Syzganova A.A. [Comparative approach to assessing the value of shares of Russian oil and gas companies based on fundamental analysis]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra = Economy: Yesterday, Today, Tomorrow*, 2019, vol. 9, no. 1-1, pp. 241–258. (In Russ.) DOI: 10.25799/AR.2019.80.1.025 EDN: XVQLKU

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.