

AFLT  
AKRN  
AMEZ  
APTK  
AVAZ  
BANE  
BANEP  
BEGY  
CHEP  
CHZ  
DIX  
DVEC  
ENCO  
ENCOP  
ESMO  
ESMOP  
ESPK  
FESH  
GAZA  
CRBZ



---

**Петр Нейман**

исполнительный директор по рискам и ИТ управляющей компании «Частные активы»

# Абстрактный двойник частоты

**МОЖЕТ ЛИ ОДИН И ТОТ ЖЕ АКТИВ В ФОНДАХ ОДНОЙ УПРАВЛЯЮЩЕЙ КОМПАНИИ ИМЕТЬ РАЗНЫЕ ЦЕНЫ? ТЕПЕРЬ, К СОЖАЛЕНИЮ, ДА**

Петр Нейман, исполнительный директор по рискам и ИТ управляющей компании «Частные активы», рассказывает Ирине Слюсаревой о ситуации на рынке после начала СВО и разнице в применении антироссийских санкций в Европе и США. А также объясняет, почему риск-менеджер всегда пессимист.

Фотографии Павел Перов

— Петр, чем конкретно была опасна ситуация, которая сложилась в феврале-марте прошлого года на рынке после блокировки расчетов по иностранным ценным бумагам и появления целого массива заблокированных активов?

— В конце февраля, после новости о начале СВО, Московская биржа, как вы помните, очень быстро остановила торги. Соответственно, нет торгов — нет и котировок. И создалась ситуация, когда информация, ключевая для оценки активов фондов, отсутствует. Как своего рода индикатор можно было использовать опосредованную информацию — о стоимости АДР/ГДР. Тем не менее, все понимали,

что в России реальных продаж нет. Фигурировали некие числа, которые вроде бы оценивали стоимость активов, но это были просто цифры на экране. Их невозможно было трансформировать в сделки. Оставалась, конечно, возможность интернализации: клиенты какого-то крупного банка/брокера могли совершать сделки между собой. Но на биржевом рынке сделок не было.

В этой ситуации нужно было, во-первых, как можно скорее остановить расчет СЧА. Поскольку совершать сделки, исходя из стоимости активов, рассчитанной для прежней ситуации, теперь было невозможно.

Ситуация на межбанковском рынке тоже была достаточно сложной. Быстро появились санкции. И на следующем шаге после объявления о санкциях Euroclear и Clearstream заблокировали сделки с российскими активами.

— Как мне кажется, не очень законно: просто потому, что им было так удобнее.

— Они оправдались тем, что не имеют информации о том, какие именно российские структуры находятся под санкциями. Поэтому заблокировали всех. Оптом, так скажем.

Стандартная рыночная логика такая: если актив нельзя продать ни по какой цене, значит, его стоимость равна нулю. Но в рассматриваемой ситуации, хотя сделки с теми же российскими облигациями остановились, далеко не все считали, что стоимость этих бу-

потихоньку все расторгивалось. Появились способы продать активы на Западе, обходя «зараженные» участки цепочки. Появились котировки и внутри России, и вне ее: вторые, как правило, с большими дисконтами. Через какое-то время данные по разным сегментам рынка (оншорные/оффшорные) стали транслировать провайдеры финансовой информации (Cbonds, Интерфакс).

Но в части иностранных активов проблема осталась.

Сейчас рынок остается сегментированным. Участники ждут, произойдет ли размораживание активов, замороженных в Euroclear/Clearstream, которые в марте сообщали, что одного участника они уже выпустили. Вопрос в том, чьим резидентом является этот участник и какая сумма разморожена.

Остается вероятность того, что западные инфраструктурные институты все же отчасти побаиваются исков со стороны владельцев замороженных активов. Международные юристы, безусловно, умеют задавать неприятные вопросы: в этой ситуации есть повод для исков.

маг обнулилась. Многие считали, что инвесторов (по крайней мере, российских) в эти бумаги не бросят. Поэтому, пока не появились индикативные сделки, некоторые облигации стали рассматривать как кредиты. Считать, что вместо ликвидной бумаги появился займ, номинированный в рублях, с привязкой к курсу валюты. И по нему в какой-то момент произойдет погашение по параметрам, соответствующим параметрам облигации.

Когда биржевые торги акциями и рублевыми облигациями возобновились, заработал и механизм ценообразования по этим активам. Российский рынок еврооблигаций тоже стал восстанавливаться: сначала с огромными спредами, конечно. Сначала внутри банков/брокеров, потом внутри НРД.

На рынке ходили слухи, что разблокированы несколько десятков тысяч долларов. Но в апреле появилась информация, что Бельгия разрешила разблокировать активы банка «Санкт-Петербург», и это уже гораздо более обнадеживающий сигнал. К сожалению, подробной информации об этом решении я пока не имею.

Остается вероятность того, что западные инфраструктурные институты все же отчасти побаиваются исков со стороны владельцев замороженных активов. Международные юристы, безусловно, умеют задавать неприятные вопросы: в этой ситуации есть повод для исков. Люди, пострадавшие от заморозки активов, могут нанять таких специалистов: это вопрос денег и желания.

Главный риск, возвращаясь к вашему вопросу, состоял в том, что российские участники рынка не понимали реального состояния своих балансов. Не понимали, что делать фонду, если у него имеется какое-то количество проблемных активов, но прочие его активы уже торгуются; а клиент в этой ситуации хочет выйти.

В этой ситуации Дмитрий Тимофеев, генеральный директор компании «ТКБ Инвестмент Партнерс» (мне кажется, именно он) предложил выделять проблемные активы в отдельный фонд. И я сразу подумал: это выход.

У регулятора идея вначале вызвала вопросы. Но в целом ее приходится признать лучшим выходом из плохой в целом ситуации.

— Итак, решение о переводе заблокированных активов в отдельный фонд вы считаете удачным. Могут ли возникнуть у управляющих компаний трудности при реализации?

— Трудности возникают, как я понимаю, в основном в области налогообложения. В результате того, что заблокированные активы направлены в отдельный фонд, возникают два новых ПИФа. При этом весь кэш флоу, который идет в каждый фонд, подлежит налогообложению. Поэтому сразу же возникает вопрос, какова цена паев (от этого зависит налогооблагаемая база)? Если, например, в ОПИФе остались проблемные активы и реализовать их никак нельзя, то есть вероятность, что они будут учитываться по нулевой стоимости, если управляющая компания не покажет, что может их продать.

Обнуление — своего рода плата за ликвидность. Если клиент хочет выйти из актива прямо сейчас, если намерен продать свой пай, не дожидаясь позитивных изменений, то для него СЧА рассчитывается исходя из того, что заблокированный актив имеет нулевую или очень низкую стоимость.





Эта логика кажется мне вполне разумной.

В целом проблема осознана, сейчас готовятся поправки в Налоговый кодекс.

— Вот, допустим, заморожены бразильские облигации. Нельзя ли решить эту проблему через обращение к бразильскому регулятору?

— Но заморозил-то Euroclear, бумаги находятся на его счетах. Значит, бразильский регулятор должен предъявить требование Euroclear, чтобы тот как-то выделил эти активы; или нужно создавать отдельную инфраструктуру для таких выплат россиянам, как это сделано в РФ... да никто не будет этим заниматься. Такого рода

решения требуют слишком больших затрат: времени, труда, денег, да и юридических проблем возникает очень много.

Коллеги из управляющих компаний иногда при оценке таких заблокированных активов предлагают закладывать какие-то периоды времени: считать, что замороженные бумаги будут разморожены, скажем, через 20 лет. Я бы на размораживание вообще не рассчитывал. Сюжет с иранскими санкциями показывает, что все может длиться и существенно дольше. Или, как вариант, активы могут разморозить и тут же снова заморозить. Не надо надеяться на хорошее, я бы так

сказал. Если только, как мы уже говорили, не появится судебных прецедентов или «доброй воли» европейских властей.

— А у западных инфраструктурных организаций не возникнет проблем по причине того, что у нерезидентов в России тоже много чего заморозили? Тем самым нарушаются нормативы и так далее...

— Контрмеры, предпринятые Россией в ответ на санкции, действительно привели для западных структур к потерям. Но не для Euroclear и Clearstream. На их счета приходили купоны и средства от погашения по заблокированным российским активам. Это огромные суммы, они

были инвестированы, на них начислены проценты. В результате тот же Euroclear по итогам 2022 года получил 1,2 млрд евро чистой прибыли, а из них 597 млн евро пришлось на доходы от инвестирования заблокированных российских активов. Так что для них это даже выгодно оказалось. А потери возникли у других западных инвесторов. Сомневаюсь, что Euroclear или Clearstream инвестировали в российские активы.

— То есть, в эти игры никак не получается играть вдвоем?

— Контрмеры российской стороны тоже имели эффект. В том числе, благодаря отсутствию выплат по внешнему долгу удалось удержать курс рубля после первоначальной паники. Хотя, конечно, падение импорта и продолжение поступления экспортной выручки были более значимы.

— Почему рабочая группа НАУФОР по методологии расчета СЧА стала комитетом? Какая логика была положена в основу разработанных комитетом новых рекомендаций (по адаптации стандарта СЧА)?

— Рабочая группа по СЧА существовала уже больше двух лет. В прошлом году стала обсуждаться необходимость внести в разработанные документы изменения, связанные с новой логикой использования для обесценения характеристик PD и LGD.

— Какие именно документы следовало менять? И что такое PD и LGD?

— Есть такой документ — Стандарт НАУФОР по определению стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда и стоимости инвестиционного пая. Это важный для фондов документ: он определяет критерии признания (и прекращения признания) активов и обязательств; порядок расчета СЧА. В состав Стандарта входит, в частности, Приложение №5: это методика оценки кредитного риска. Говоря простыми словами, это риск того, что контрагент не выполнит своих обязательств полностью и в срок.

В результате чего у фонда возникнут убытки.

Да, забыл объяснить, что такое PD и LGD. PD — это вероятность дефолта, а LGD — это Loss Given Default, показатель потерь в случае дефолта. Очевидно, что оценивать кредитный риск очень важно. Очевидно и то, что в новых рыночных условиях риски этого рода существенно поменялись. Приложение следовало довольно радикально изменить.

Было очень много дискуссий. Заложенная в документ идеология близка банкам. А среди брокеров эта идеология приживалась, скажем так, непросто. Очень многое приходилось напряженно обсуждать. Собственно, работа над приложением сформировала состав рабочей группы.

Сейчас возникла ситуация, когда один и тот же инструмент (допустим, еврооблигация) в зависимости от места хранения имеет разные котировки. Поскольку часть этих облигаций депонирована через НРД в Euroclear, а часть — в Райффайзенбанке или других депозитариях. И через Райффайзенбанк, например, с ней можно оперировать, а в НРД она заморожена.

Понятно, что мы не могли сразу сделать все так, как хотелось бы. Рынок не переварил бы такого количества изменений, введенных одновременно. Да и документ получился бы слишком большим. Мы начали с базовых положений. А потом перешли к работам тех мест, которые оказались узкими или непонятными. Постоянно выпускались уточнения/разъяснения к Приложению. Когда началась СВО, наши задачи усложнились еще больше, возникли все новые и новые проблемы. Участники рынка совместно с сотрудниками Банка России обсуждали, как быть. Рабочая группа стала собираться чаще. Видимо, в этой логике — ввиду увеличения и объема, и состава работы — было принято ре-

шение о том, чтобы повысить уровень представительства, повысить статус. В результате рабочая группа стала комитетом. Следует сказать, что события происходили бы примерно в этой же последовательности, даже если бы не было СВО.

Применение стандарта по кредитным рискам в любом случае требовало серьезной и вдумчивой работы. Сам стандарт тоже непросто для внедрения.

Сейчас возникла ситуация, когда один и тот же инструмент (допустим, еврооблигация) в зависимости от места хранения имеет разные котировки. Поскольку часть этих облигаций депонирована через НРД в Euroclear, а часть — в Райффайзенбанке или других депозитариях. И через

Райффайзенбанк, например, с ней можно оперировать, а в НРД она заморожена. Два разных места хранения — два разных контура для сделок с одной и той же бумагой.

Тогда как идеология всегда была иная: один и тот же инструмент для всех фондов учитывается одинаково. Но сейчас этот подход уже не работает: не получается учитывать только сам инструмент. Он может обесцениваться, поэтому нужно учитывать и место хранения. Если бумага лежит в Райффайзене, то риска дефолта нет. Если бумага лежит в Евроклире, то это дефолт. Дефолт не из-за невозможности исполнения обязательств, а из-за нежелания одного из элементов инфраструктуры это делать. Важно понимать, что дефолта самого

заемщика нет, есть дефолт инфраструктурной организации.

Когда мы разрабатывали Приложение №5, то риски депозитариев — Euroclear, Clearstream и так далее — не учитывали. Они были близки к нулю. Конечно, какие-то риски (мошенничество, скажем) всегда есть. Но они были близки к нулю. И тогда мы их просто приняли за 0, чтобы упростить расчеты. А теперь ситуация, как мы понимаем, изменилась радикально. Крайне маловероятное, с нашей точки зрения, событие все же произошло.

Но мы продолжаем обсуждать

По моему опыту, взаимодействие рынка с регулятором сейчас строится очень конструктивно. Банк России — абсолютно адекватный партнер. Он смотрит на проблемы гораздо более системно, чем участник рынка. Идеология регулятора состоит в том, чтобы сделать рынок максимально разумным, прозрачным и понятным.

ситуацию. Хотя сейчас вынуждены пойти на то, что в рамках Стандарта, в зависимости от места хранения, нужно будет использовать разные котировки. Более того, даже в одном фонде могут быть бумаги, которые реально оцениваются по-разному из-за разных цепочек хранения. Такова рыночная ситуация.

Возможно, со временем будет просто учитываться кредитный риск места хранения и дефолт места хранения. Тогда мы вернемся к базовой идеологии: что один и тот же инструмент одинаково стоит в любом месте хранения. Но сейчас из-за сегментации рынка это тоже не решит всех проблем. Это вопрос будущего.

— Каков, по вашей оценке, сейчас объем заблокированных активов российских управляющих компаний?

— Все российские активы уже торгуются. А данными относительно объема иностранных активов и, са-

мое главное, мест их хранения я не располагаю.

Сделки, которые рассчитываются через американский депозитарий DTCC, идут и сейчас. А через европейские депозитарии — нет. Так что сейчас ситуация стала зависеть от того, кто в какой конфигурации в свое время организовал торговлю. Нельзя считать, что заморожены, допустим, все еврооблигации или АДР.

— Поразительно!

— Американцы вообще гораздо более спокойно относятся к сделкам физлиц. Мне рассказывали, что в самые мрачные

годы антииранских санкций у Ситибанка было отделение, которое работало с гражданами Ирана. Гражданин Ирана, который лично не был под санкциями и не входил в соответствующие списки, мог спокойно держать в Ситибанке свои активы.

Это американский подход.

А вот Европа обошлась с россиянами гораздо более жестко, пошла по принципу применения коллективной ответственности. Ну вы же знаете все эти истории.

Никто не может предсказать, что будет дальше. Но пока с теми людьми и компаниями, которые не попали под санкции, американские структуры работают.

— Будут ли происходить подвижки российских структур на Восток?

— Инфраструктура для инвестиций будет предлагаться, скорее всего, с Востока, особенно из арабских стран. Вряд ли это будет китайская инфраструктура:

уж слишком там все сложно и непросто. С другой стороны, взгляд риск-менеджера всегда отмечен пессимизмом, ведь риск-менеджер больше думает о потенциальных проблемах.

— Удалось ли комитету выстроить взаимодействие с регулятором? Как вы оцениваете участие НАУФОР как саморегулируемой организации?

— Во всем мире регулятор хочет меньше заниматься творчеством и больше — контролем. На мой взгляд, это правильная идеология. Белинскому всегда легче, чем Пушкину. СРО нужна для того, чтобы доносить до регулятора консолидированную позицию рынка. Чтобы готовить предложения, чтобы получать на них обратную связь от регулятора. Видение регулятора может быть средне- или долгосрочным; в силу этого он может задумывать шаги, которые в текущей ситуации могли бы сказаться на рынке не самым лучшим образом. Тогда участники рынка, обладая большим практическим опытом, говорят регулятору: получится вот так, вы точно этого хотите?

По моему опыту, взаимодействие рынка с регулятором сейчас строится очень конструктивно. Банк России — абсолютно адекватный партнер. Он смотрит на проблемы гораздо более системно, чем участник рынка. Идеология регулятора состоит в том, чтобы сделать рынок максимально разумным, прозрачным и понятным. Для правильного участника рынка эта цель прекрасна.

— Может быть, скажете о ближайших планах комитета?

— Будем развивать Стандарт и методику оценки кредитных рисков.

Здесь уже имеются результаты.

Положение по кредитным рискам к настоящему времени исключило многие дутые активы: сомнительную дебиторскую задолженность, револьверные кредиты (которые многократно пролонгируются, хотя реально они уже, скорее всего, безнадежны).



Сейчас зависеть стоимость активов стало труднее. Скорее наоборот: был случай, когда фонд получил несколько миллионов рублей в результате продажи сомнительного актива, стоимость которого по Стандарту оценивалась как нулевая.

Те, кто вел свою деятельность хорошо и прозрачно, от применения Стандарта не пострадали.

Конечно, раньше мы в значительной мере ориентировались на международные рейтинговые агентства. Вероятность дефолта контрагента (в общепринятой терминологии, Probability of Default) можно было

определять на основании соответствующих публичных данных одного из международных рейтинговых агентств (Moody's, SnP или Fitch). Эти данные давали возможность определить PD на горизонте одного года. Сейчас мы можем ориентироваться на эту статистику лишь опосредованно: иностранцы отозвали и больше не присваивают рейтинги нашим структурам. Поэтому мы можем только сопоставлять оценки российских и западных РА.

Наши рейтинговые агентства тоже определяют PD, но у них, по очевидным причинам, менее репрезентативная статистическая база. Ведь западные

агентства работают уже больше 100 лет. Кто-то из великих математиков сказал, что вероятность — это абстрактный двойник частоты, а для оценки частоты нужно большое количество испытаний.

Таким образом, объем статистики принципиально важен.

Чем шире база, тем точнее оценка. В России таких объемов статистических данных пока просто не накоплено, оценки, к сожалению, менее точны. А с расчетом показателя LGD у нас вообще нет иных вариантов, кроме как использовать западные оценки. Это проблема. Надо либо уходить от идеологии использования LGD, либо искать иные пути. ■