



ЭКСПЕРТНЫЙ  
СОВЕТ

*в интересах  
оценщика!*

Ассоциация  
«СРОО «Экспертный совет»



Союз судебных экспертов  
«Экспертный совет»

МРз-5/23 от 03.08.2023

реквизиты документа

«УТВЕРЖДАЮ»

Первый вице-президент,  
Председатель Экспертного совета, к.э.н.



*[Signature]* /В.И. Лебединский/

«УТВЕРЖДАЮ»

Генеральный директор,  
Председатель Методического совета, к.э.н.



*[Signature]* /М.О. Ильин/

## МЕТОДИЧЕСКИЕ РАЗЪЯСНЕНИЯ

### по оценке стоимости паев в паевых инвестиционных фондах

1. Методические разъяснения носят рекомендательный характер, предназначены для подготовки отчетов об оценке стоимости паев в паевых инвестиционных фондах (ПИФ), а также соответствующих заключений эксперта<sup>1</sup>.

#### 2. Терминология:

2.1. Инвестиционный пай (пай) — именная ценная бумага, удостоверяющая долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд (ПИФ), право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления ПИФ, право на получение дохода от доверительного управления имуществом, составляющим этот фонд, если правилами доверительного управления этим фондом предусмотрена выплата такого дохода, право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления ПИФ со всеми владельцами паев этого ПИФ (прекращении ПИФ) (п. 1 ст. 13 Закона об инвестиционных фондах [2]).

2.2. Паевой инвестиционный фонд — имущественный комплекс, созданный за счет средств инвесторов, а также за счет собственных средств фонда, полученных в результате распоряжения активами. Существует множество видов ПИФ, которые различаются между собой направлением инвестирования (например, недвижимость, акции), временем купли-продажи паев (открытые, закрытые, интервальные) и иными признаками (например, ограничение круга лиц, которые могут владеть паем)<sup>2</sup>.

3. Следует различать оценку активов ПИФ<sup>3</sup> и оценку паев. В общем виде стоимость пая не равна пропорциональной доле в стоимости активов ПИФ, поскольку:

3.1. Владелец пая не может самостоятельно распоряжаться активами ПИФ;

3.2. Величина денежного потока, относящегося к паю, не равна пропорциональной доле в денежном потоке, генерируемом активами ПИФ;

3.3. Риски денежных потоков пая отличаются от рисков денежных потоков активов ПИФ;

3.4. Паи и активы ПИФ могут иметь различную ликвидность;

<sup>1</sup> в части, не противоречащей Закону о судебно-экспертной деятельности [1]

<sup>2</sup> См. ст. 11, 14, 14.1, 23 – 26 Закона об инвестиционных фондах

<sup>3</sup> Глава VII Закона об инвестиционных фондах

**3.5.** Права по управлению ПИФ разнятся в зависимости от размера пая.

**4.** Анализ и описание пая (объекта оценки) осуществляется по следующим направлениям:

**4.1.** Анализ **ПИФ**, паи которого подлежат оценке, производится с учетом положений Закона об инвестиционных фондах, Правил доверительного управления конкретным ПИФ и связанных с ними документов (например, Инвестиционной декларации) и включает анализ:

- количественных и качественных характеристик имущественного комплекса ПИФ;
- вознаграждения и расходов, связанных с доверительным управлением ПИФ;
- сроков действия и других условий договора доверительного управления;
- эффективности (доходности) деятельности ПИФ и его управляющей компании;
- распределения паев между основными владельцами.

**4.2.** Анализ оцениваемого **пая** включает анализ прав владельца пая на получение дохода (размер, сроки, периодичность получения дохода) и прав, обеспечивающих влияние на управление ПИФ.

**4.3.** Анализ **рынка** включает анализ сделок с паями данного ПИФ, динамики цен на активы, составляющие имущественный комплекс ПИФ (учитывается в т.ч. при определении вероятности продления/досрочного прекращения договора доверительного управления).

**5.** Сравнительный подход к оценке – применение возможно при наличии информации о сделках с паями соответствующего ПИФ. Как правило, применяется для открытых ПИФ, паи которых котируются на бирже. Для иных видов ПИФ указанная информация либо полностью отсутствует, либо требует учета существенных различий (разница во времени, в структуре активов и т.д.).

**6.** Затратный подход к оценке:

**6.1.** Включает следующие основные этапы:

- определение стоимости чистых активов ПИФ;
- определение доли стоимости чистых активов ПИФ, приходящейся на оцениваемый пай;
- внесение корректировок (необходимость внесения корректировок показана в п.3, дополнительно см. п 7.5).

**6.2.** Корректировки на отличия, указанные в п. 3.2-3.5, как правило, обосновываются методами доходного подхода, что приводит к вырождению затратного подхода к оценке.

**7.** Доходный подход к оценке пая имеет следующую специфику:

**7.1.** Продолжительность прогнозного периода, как правило, принимается равной сроку действия договора доверительного управления, может учитывать вероятность его продления/досрочного расторжения (п.п. 3 п. 9 ст. 18 Закона об инвестиционных фондах).

**7.2.** Прогноз доходов:

**7.2.1.** Виды дохода:

- от доверительного управления имуществом ПИФ до момента его прекращения;
- от денежной компенсации при прекращении ПИФ;
- от погашения пая в иных условиях (при наличии оснований).

**7.2.2.** Может осуществляться на основе результатов оценки стоимости имущества, составляющего имущественный комплекс ПИФ. Например, для ПИФ недвижимости:

- доходы от доверительного управления имуществом ПИФ до момента его прекращения прогнозируются на основе чистого операционного дохода соответствующей недвижимости;

- доходы от денежной компенсации при прекращении ПИФ прогнозируются на основе рыночной стоимости активов ПИФ, основная часть которых представлена соответствующей недвижимостью.

**7.2.3.** При прогнозе денежной компенсации при прекращении ПИФ следует проанализировать наличие резервов, которые были начислены, но не использованы.

**7.2.4.** Как правило, в прогнозе потоков отсутствует реверсия (терминальная стоимость) – вместо нее учитывается денежная компенсация при прекращении ПИФ.

**7.3.** Прогноз расходов включает учет:

- вознаграждения управляющей компании;
- расходов, связанных с доверительным управлением ПИФ, включая налоги. Следует учитывать, что ПИФ не является плательщиком налога на прибыль, однако Управляющая компания за счет имущества ПИФ является плательщиком НДС, налога на имущество организаций, земельного налога;
- комиссии при прекращении ПИФ;
- налогов владельца пая. Следует учитывать, что управляющая компания является налоговым агентом по налогу на прибыль для владельцев пая – физических лиц, они получают доход от пая, уже очищенный от налоговой составляющей;

**7.4.** Определение ставки дисконтирования осуществляется с учетом следующего:

- как правило, размер ставки для денежного потока пая отличается от ставки для денежного потока активов ПИФ и может быть определен по методу CAPM с учетом качества управления конкретной управляющей компании;
- ставка дисконтирования (ставка капитализации, при наличии) должна соответствовать виду денежного потока в части его инфляционной (номинальный или реальный денежный поток), налоговой (доналоговый или посленалоговый денежный поток), валютной и иных составляющих (п. 17 ФСО V [3]).

**7.5.** Внесение итоговых корректировок (например, премии/скидки за контроль). Необходимость внесения и размер корректировок должны быть обоснованы. При этом:

**7.5.1.** В случае, если в расчете был учтен объем прав владельца оцениваемого пая (например, при прогнозе денежного потока; см. п. 4.2), внесение скидки/премии на недостаток контроля/контроль и/или ликвидность не требуется.

**7.5.2.** Внесение премии за контроль может потребоваться при прогнозе нетиповых вариантов формирования денежного потока (например, смена управляющей компании, досрочное прекращение ПИФ).

**7.5.3.** В общем виде, при оценке паев не применима статистическая информация о величине скидок/премий на контроль и ликвидность, относящаяся к пакетам акций и долям участия<sup>4</sup>. При этом размер пая может быть существенным фактором, определяющим возможность реализации его экономической полезности.

Источники:

1. Федеральный закон «О государственной судебно-экспертной деятельности в Российской Федерации» от 31.05.2001 №73-ФЗ.
2. Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 № 156-ФЗ.
3. Федеральный стандарт оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)», утвержденный приказом Минэкономразвития России от 14.04.2022 № 200.

<sup>4</sup> объем прав акционеров/учредителей и владельцев паев существенно различен даже при одинаковом размере (в процентах) пакета акций/доли и пая