

ООО «Рейтинговое агентство «Эксперт-Рейтинг»



Методические основы рейтинговой оценки
деятельности компаний по управлению
активами

Версия от 01.07.2007 (После профильного комитета УАИБ)

Общие разъяснения

По результатам заседания рабочей группы, на наиболее часто задаваемые вопросы РА «Эксперт-Рейтинг» дает следующие разъяснения.

1. Рейтинговая оценка не может быть проведена по единому алгоритму исключительно для всех КУА. Кардинальные отличия в деятельности КУА требуют разных подходов к анализу деятельности КУА, которые не могут быть изложены в рамках единой методики. Однако рейтинговый процесс в РА «Эксперт-Рейтинг» требует обязательную публикацию рейтинговых отчетов, в которых РА «Эксперт-Рейтинг» в соответствии со своим этическим кодексом отображает и обосновывает все необходимые отступления от методики. Принятие общих подходов к оценке со стороны УАИБ позволит закрепить не алгоритмы расчетов, а подходы к оценке КУА, которые будут развиваться вместе с развитием отрасли.

2. РА «Эксперт-Рейтинг» не поддерживает обязательную систему рейтингования и против обязательного рейтингования КУА. Данный факт закреплен юридически в пункте 6 в меморандуме о сотрудничестве подписанном между УАИБ и РА «Эксперт - Рейтинг». РА «Эксперт-Рейтинг» считает неверным заставлять КУА получать рейтинги, если компания принципиально не готова к раскрытию информации или находится в плохом состоянии.

3. Рейтинговый процесс в РА «Эксперт-Рейтинг» полностью соответствует стандартам IOSCO и предполагает обязательную публикацию рейтинговых отчетов, которые выступают обоснованием рейтинга. Публичные рейтинговые отчеты не только повышают прозрачность рейтингового процесса, но и снимают с агентства основную часть контролирующих полномочий. Если КУА попытается ввести в заблуждение агентство подав неверную информацию в рейтинговой анкете такая информация автоматически попадает в публичный рейтинговый отчет и становится предметом рассмотрения: регуляторов, конкурентов, журналистов. Если кто-то из потенциальных клиентов РА «Эксперт-Рейтинг» считает, что систему контроля нужно усиливать такая возможность существует. Рейтинговый отчет компании может быть заверен аудитором, о оказании таких услуг РА «Эксперт-Рейтинг» имеет предварительную договоренность с аудитором Baker Tilly Ukraine. Услуги аудиторов оплачиваются отдельно.

4. РА «Эксперт-Рейтинг» использует в своей деятельности стандартную рейтинговую шкалу, обозначенную маленькими буквами. Шкала РА «Эксперт-Рейтинг» полностью совпадает с национальной шкалой до того момента пока у агентства не появится первый клиент за пределами Украины. Шкалу РА «Эксперт-Рейтинг» нельзя назвать сложной или непонятной она применяется по всему миру такими рейтинговыми

агентствами как S&P, JCRS, Fitch и т.д. Напомним, что весной 2007 года Кабинетом Министров Украины утверждена национальная шкала. Рейтинг фондов предполагающий расчет коэффициента Шарпа так же нельзя назвать сложным, поскольку рейтинг фондов не предполагает составления никаких рейтинговых отчетов, и является рэнкингом фондов по одному коэффициенту, расчет которого технически можно провести в Украине. При публикации рейтинга фондов обязательно даются разъяснения о том что такое коэффициент Шарпа и как он рассчитывается.

5. РА «Эксперт-Рейтинг» проводит рейтингование надежности КУА, предполагая анализ не того насколько надежны вложения в паи фондов КУА, а прогнозирование вероятности того на сколько КУА может исполнять обязанности (именно обязанности, а не обязательства) взятые на себя перед клиентами. Случай неисполнения обязанностей может настать как в результате дефолта, так и в результате сбоев в работе КУА. Дефолт КУА и надежность вложений в фонды КУА это разные понятия, хотя их можно считать производными, однако логика анализа в методике настроена именно на инфраструктурный рейтинг. Так же в рейтинге фондов и КУА нет и не может быть мест, рейтинг определяется буквенной категорией шкалы.

6. По предложению рабочей группы КУА решено классифицировать на универсальные и венчурные. Ошибочным можно считать мнение, что рейтинги будут интересны только универсальным КУА. В текущий момент мы получили не один запрос от строительных компаний и крупных частных инвесторов, какое КУА можно считать надежной. КУА которые работают с крупными клиентами так же нуждаются в системной работе с инвесторами и им необходимы инструменты, направленные на продвижение собственных услуг неафелированным с ними лицами. Так же нельзя лишать права на использования рейтинговых услуг «венчурные» КУА, которые возможно захотят создавать публичные фонды в будущем. Данный текст методики рассматривается РА «Эксперт-Рейтинг», как основа для рейтингования универсальных КУА.

В результате РА «Эксперт-Рейтинг» не видит никаких принципиальных расхождений во мнениях с членами рабочей группы, которые нельзя было бы разрешить при дальнейшем совершенствовании методических основ оценки по мере роста отрасли. В данном тексте методики мелким шрифтом оставлены уточнения или разъяснения сделанные агентством по просьбе участников рабочей группы. Эти разъяснения следует считать неотъемлемой частью методики и руководством к действию аналитической службы РА «Эксперт-Рейтинг».

Раздел 1 Определение рейтинга надежности КУА

Методические основы определения рейтинга надежности КУА РА «Эксперт-Рейтинг» учитывает передовые разработки рейтинговых агентств. Методология расчетов стандартизирована согласно общим принципам рейтинговой оценки, на основе которых базируются уже разработанные и одобренные участниками рынка методики оценки надежности банков и устойчивости страховых компаний.

Принципиальными моментами в данной методике являются:

1. Троичная система бальной оценки (от 1 до 12 баллов, чем меньше баллов, тем лучше);
2. Доминирующие, но не единственное влияние на надежность КУА показателя ее доли на рынке (согласно оценкам рабочей группы);
3. Разделение факторов, которые принимают участие в оценке, на постоянно анализируемые и факторы, которые учитываются только в случае негативного влияния на способность КУА эффективно распоряжаться собранными средствами;
4. Мы принципиально избегаем учета в методике показателей динамики, (например, темпа прироста чистых активов), поскольку они, как правило, уже дублируют заложенные в методике показатели, и не гарантируют сохранения аналогичных темпов роста показателей КУА в будущем;

Рабочая группа не может вносить предложения, которые противоречат обозначенным выше 3 пунктам.

Методика оценки надежности КУА основывается на следующих группах факторов:

1. Доля рынка
2. Фидуциарные риски для клиентов
3. Финансовая устойчивость КУА
4. Оценка качества управления активами
5. Система контроля
6. Диверсификация клиентской базы
7. Диверсификация каналов продаж
8. Качество системы управления рисками (Р)
9. Риски рыночной и пруденциальной ликвидности (Р)
10. Риски государственного регулирования (Р) – (По предложению Карпаты-инвест данный фактор можно перенести в разряд основных. Напоминаем, что за дополнительными факторами проводится постоянный мониторинг, но учет этих факторов при оценке проводится только тогда, когда они негативно или позитивно отражаются на работе КУА. Оценить риски государственного регулирования численно возможно уже постфактум, но если нормативный документ не принят или еще обсуждается, можно лишь прогнозировать как он отразится на состоянии бизнеса КУА. Согласно с предположением Карпаты-Инвест, что по мере наращивания присутствия в сегменте КУА и наработке фактического материала, экспертный набор факторов будет меняться, но в соответствии с меморандумам с УАИБ данные изменения будут обсуждаться в рабочей группе.)

11. Адаптивность ценовой политики для клиентов (Р)
12. Качество обслуживания клиентов (Р)
13. Квалификация персонала и текучесть кадров (Р)
14. Препятствия в доступе к информации (Р)
15. Инфраструктурные риски (Р)

(Р) – данные группы факторов учитываются при оценке только в случае возможности негативного влияния на работу компании

Описание групп факторов

1. **Доля рынка** является важнейшим показателем, который учитывается большинством международных РА при присвоении рейтингов. В рейтинговой методологии аксиомой считается утверждение, что любой компании проще справиться с трудностями, если компания занимает не просто лидирующее положение, а имеет значительную рыночную долю. Безусловно, в Украине существует разница между рынком банковских, страховых услуг и услуг по управлению активами. Бизнес КУА в Украине менее социально значим, однако его близость к НПФ и доступность для населения дают возможность применять ту же логику анализа, что и на других рынках. Так же следует учитывать, что для КУА, которые занимают большую долю рынка меньше риски прекращения бизнеса, поскольку они сами выступают ликвидным товаром на рынке.

Доля, которую КУА занимает на рынке, определяется как соотношение чистых активов КУА (кроме активов венчурных фондов) к совокупному размеру активов всех КУА

Табл. 1

№	Название показателя	aa	a	bbb	bb	b
		1	3	6	9	12
1	Доля на рынке	>8%	5-8%	2-5%	1-2%	<1%

Рабочая группа согласилась с тем, что общий объем чистых активов по отрасли даже без учета венчурных фондов может содержать в себе двойной учет активов. Вместе с тем, на рынке есть венчурные фонды, которые наполнены активами высокого качества и не учитывать их было бы не верно. Так же некоторые КУА принимают от страховщиков активы в управление их тоже следовало бы учитывать в общем объеме рынка. В итоге общерыночный показатель объема приобретает синтетическую природу и в идеале должен состоять из нескольких расчетных макровелечин. Поступило предложение от КАУ «Эффект» рассчитывать долю рынка только по тем фондам, которые доступны для покупки инвесторами на открытом рынке. Ввиду отсутствия общей точки зрения по данному вопросу РА «Эксперт-Рейтинг» предлагает два варианта. 1. УАИБ как профильная ассоциация ежегодно будет проводить исследования, и публиковать цифру, характеризующую общий объем рынка услуг по управлению активами. 2. В случае невозможности проведения таких исследований УАИБ, РА «Эксперт-Рейтинг» самостоятельно определяет расчетный объем рынка исходя из специфики работы КУА и официальных макроэкономических данных публикуемых ГКЦБФР и УАИБ. В рейтинговых отчетах обязательно даются разъяснения, каким образом определялась доля рынка.

2. **Фидуциарные риски для клиентов.** Под фидуциарными рисками для клиентов мы понимаем риск того, что КУА не будет действовать в интересах клиента. Для определения фидуциарных рисков мы определили группу

факторов, которые указывают на независимость КУА, а также исключают наличие конфликтов интересов (табл. 2):

Табл. 2

№	Название показателя	aa	a	bbb	bb	b
		1	3	6	9	12
1	Ситуационное определение фидуциарного риска	В составе органов управления, учредителей нет представителей конфликтной стороны, КУА абсолютно независима	В составе органов управления или учредителей есть лица, ранее связанные с конфликтной стороной, КУА формально ассоциирована с конфликтной стороной	В составе органов управления есть действующие сотрудники конфликтной стороны, однако они лишь частично контролируют процессы управления КУА	В составе органов управления есть действующие сотрудники конфликтной стороны, они полностью контролируют процессы управления КУА, но учредители остаются независимыми. В КУА сформирована система противовесов, что гарантирует частичную самостоятельность	В составе органов управления есть действующие сотрудники конфликтной стороны, они полностью контролируют процессы управления КУА, учредители также подконтрольны конфликтной стороне

Под конфликтной стороной в РА понимают лиц, материальные интересы, которых расходятся с главной задачей КУА: работать в интересах своих клиентов. Круг таких лиц формально не ограничивается. Это могут быть банки или торговцы ценными бумагами, которые занимаются андеррайтингом ценных бумаг, лица, контролирующие КУА от имени формальных или неформальных ФПГ, в состав которых входят торговцы ценными бумагами или компании, которые хотят разместить свои эмиссии акций за счет ресурсов КУА.

Разъяснения по замечанию УкрСиб. РА «Эксперт-Рейтинг» не принимает во внимание фидуциарные риски, связанные с тем, что КУА фактически контролируются потенциально конфликтной стороной в том случае, если между потенциальной конфликтной стороной и КУА существуют документы (внутренние положения) и публичные обязательства (например, этический кодекс), которые подтверждают независимость КУА. Следует понимать, что РА «Эксперт-Рейтинг» не берет на себя обязанность контролировать соблюдение этических норм, обязанность как и ответственность лежит на самой КУА. Между тем при выявлении третьей стороной (СМИ, госорганы и т.д.) наличия конфликтов интереса между КУА и потенциальной конфликтной стороной, в соответствии с регламентом по оказанию рейтинговых услуг, рейтинг будет немедленно отозван. КУА которые входят в формальные или неформальные финансовые холдинги претендуют наоборот на лучшие рейтинги, если ими будет доказана возможность финансовой поддержки со стороны материнской структуры. Так же возможен учет преимуществ тесного контакта КУА с банковским институтом, если их взаимодействие потенциально не несет в себе угрозу для клиентов с обеих сторон. К примеру, если дочернее КУА андеррайтера получает эксклюзивное право приобрести облигации в свой портфель по хорошей цене, РА должно изучить, а не страдают ли при этом интересы клиентов банка-андеррайтера (т.е. фактически установить, нет ли во взаимодействии КУА и андеррайтера юридических рисков)? В случае с группой УкрСибБанка – BNP Paribas, установить «ущерб» для клиентов андеррайтера не представляется возможным, так как более 90% сделок на украинском рынке облигаций осуществляется на неорганизованном рынке. В этом случае «дружба» с андеррайтером может действительно считаться преимуществом, а КУА получает возможность в рейтинговом отчете аргументировано изложить все преимущества такой «дружбы», объяснив потенциальным инвесторам один из возможных факторов успеха работы КУА.

В случае, если РА установит систематические факты использования КУА группой связанных лиц для скрытого удержания контроля над определенными юридическими лицами, такая КУА не сможет получить оценку фидуциарных рисков менее 9 баллов. РА может смягчить негативную оценку фидуциарных рисков клиентов компании в том случае, если у КУА есть официально принятый этический кодекс или Кодекс корпоративного управления, в котором четко закреплено обязательство КУА работать в

интересах клиентов и ответственность ТОП-менеджеров за неисполнение своих фидуциарных обязательств. РА принимает во внимание наличие судебных разбирательств, решений судов всех уровней, которые свидетельствуют о нарушении КУА фидуциарных обязательств перед клиентами.

3. Финансовая устойчивость. КУА как и любой хозяйствующий субъект имеет риски приостановления деятельности, в том числе из-за неудач в бизнесе. В Украине нормативно риски КУА принято ограничивать соотношением привлеченных в управление средств и собственного капитала КУА. Однако по нашему мнению данный показатель должен быть дополнен показателем рентабельности, который демонстрирует способность КУА зарабатывать деньги, а также покрытием затрат собственным капиталом.

Табл. 3

№	Название показателя	aa	a	bbb	bb	b
		1	3	6	9	12
1	Собственный капитал / Расходы КУА	Более 50%	25-50%	25-15%	10-15%	Меньше 10%
2	Активы, принятые в управление / Собственный капитал	30-40X	35-40X	40-45X	45-50X	Более 50X
3	ROE	Более 20%	10-20%	5-10%	0-5%	Менее 0%

Коэффициент покрытия затрат КУА собственным капиталом применяется для регулирования устойчивости КУА FSA Великобритании, который выставляет два норматива данного коэффициента: 6/52 (12%) для КУА которые не имеют возможности работать с населением и 13/52 (25%) для КУА, которые работают с открытыми фондами. FSA рассматривает собственный капитал КУА как страховой запас, который позволит КУА нести затраты и не останавливать работу даже в случае экстренных убытков в течение нескольких лет. Методически в качестве собственного капитала FSA учитывает не только собственный капитал компании по балансу, но и ликвидные активы, а также субординированные долги компании. В качестве затрат учитываются только постоянные затраты, связанные с поддержанием бизнеса компании.

Адаптируя логику FSA, под собственным капиталом мы предлагаем учитывать расчетную величину: собственный капитал КУА по балансу (Ф1 380) + ликвидные активы (Ф1 230+240). Под расходами КУА мы учитываем годовой объем затрат или его эквивалент согласно отчету о прибылях и убытках (Ф2 040+070+080+090+160).

Разъяснения по замечанию УкрСиб и вопросам Драгон Эссет Менеджмент. Замечание об определении размера собственного капитала считаем верным. РА «Эксперт-Рейтинг» имеет практический опыт очистки собственного капитала от «мусора» при рейтинговании компаний страхового сектора. Формальный расчет капитала по формам отчетности обязательно дополняется коррекцией. Если рейтинговый аналитик видит на балансе компании акции, он запрашивает структуру портфеля и определяет его стоимость. Опыт работы в страховом сегменте показал, что, как правило, самый эффективный метод оценки мусорных портфелей – оценка портфеля акций компаний которые входят в индексную корзину ПФТС в ноль грн., если в перечень таких компаний попадают компании акции которых по мнению клиента все же имеют ценность, стоимость таких акций оценивается РА «Эксперт-Рейтинг» по согласованию с клиентом. Кроме стандартных методов

оценок во внимание принимается размер пакета, факт листинга на биржах, результаты опроса торговцев ценными бумагами. Капитал КУА уменьшается на стоимость мусора и в расчетах по таблице 3 принимается уже расчетная величина.

Соотношение активов, принятых в управление, к уставному фонду ограничено в Украине не более чем пятидесятикратным размером. Однако данное ограничение не является по нашему мнению действенным и существенно влияющим на надежность КУА, ведь уставный фонд с течением времени может стать реально меньшим, чем размер собственных средств компании. В тоже время соотношение между совокупным размером активов фондов и собственными ресурсами компании имеет экономический смысл и может считаться одной из характеристик, указывающих на надежность КУА.

Также при определении финансовой устойчивости компании мы учитываем рентабельность собственного капитала компании, которая указывает на способность компании зарабатывать деньги, которые впоследствии можно использовать для пополнения собственного капитала.

Дополнительно РА может принимать во внимание:

- готовность акционеров КУА пополнить уставный фонд компании или организовать субординированное финансирование;
- диверсификацию источников доходов КУА;
- готовность сокращения затрат, в т.ч. административных

4. Оценка качества управления активами. Качество управления активами у КУА можно определить только по прошлым результатам. Это совсем не означает, что качество, которое мы наблюдали в прошлом, будет иметь место и в будущем. Вот почему в перечне факторов, определяющих надежность КУА, качество управления активами занимает не первое место. Также следует понимать, что РА определяет надежность КУА не как надежность по возврату вложенных средств с прогнозируемым доходом, а надежность как вероятность прекращения КУА своей деятельности или ухудшения состояния КУА с последующим вероятным снижением качества управления.

Как показали наши исследования, уже несколько лет подряд на денежном рынке можно наблюдать ситуацию, когда потолок ставок на рынке депозитов для населения в национальной валюте равен двойной учетной ставке НБУ. До появления на рынке более качественных индикаторов (ставок ипотечного рынка, официального уровня ставок рынка МБК и т.д.) предлагаем сравнивать доходность фондов с двойной учетной ставкой НБУ. Также с появлением полноценных фондовых индексов РА будет усложнять модель оценки качества управления сопоставляя доходности фондов акций с индексом, а смешанных фондов и с индексом и с индикатором денежного рынка.

Оценку качества управления активами фондов предлагается проводить в два этапа (для непубличных фондов):

1. Сравнивается доходность паев фонда за последние 12 месяцев с двойной учетной ставкой НБУ (Доходность пая за 12 месяцев / 2* Учетная ставка НБУ). Существуют особенности расчетов. Во-первых, при расчете

доходности пая обязательно учитывается маржа между ценой покупки и продажи пая, если таковая существует. То есть в качестве стоимости пая 12 месяцев назад берется цена, по которой инвестор мог приобрести этот пай, а в качестве текущей стоимости пая – цена, по которой пай может быть продан КУА или на вторичном рынке. Во-вторых, учетная ставка НБУ берется не текущая, а средневзвешенная, которая действовала на протяжении 12 последних месяцев.

2. На втором этапе оценке соотношения между доходностью пая за 12 месяцев и учетной ставки НБУ рассчитывается взвешенная средняя по всем фондам КУА. Присвоение баллов происходит уже исходя из средней по всем фондам КУА, кроме венчурных.

Табл. 4

№	Название показателя	aa	a	bbb	bb	b
		1	3	6	9	12
1	Средняя взвешенная доходность фондов по КУА / взвешенная учетная ставка НБУ за 12 месяцев	Более 120%	100-120%	80-100%	60-80%	Меньше 60%

Следует понимать, что учетная ставка НБУ не может быть длительное время хорошим индикатором рыночной нормы доходности. Монетарная политика НБУ часто связана с проблемами рефинансирования коммерческих банков и регулирования количества денег в обращении, поэтому учетная ставка имеет свойство меняться не в зависимости от рыночной конъюнктуры, а в зависимости от потребностей монетарных властей страны.

По предложению КУА Эффект. Решено дополнить процедуру оценки эффективности управления по публичным фондам коэффициентом Шарпа. Расчет данного коэффициента предлагается по процедуре предложенной по рейтингу фондов. Итоговым индикатором, который учитывается при оценке эффективности публичных фондов в этом случае является средняя взвешенная от коэффициентов Шарпа по всей совокупности публичных фондов. Применить коэффициент Шарпа к непубличным фондам не представляется возможным, поэтому по непубличным фондам оценка может производиться по модели предложенной ранее, однако с поправкой на замечания КУА «Карпаты-Инвест» с учетом того, что общий индикатор по совокупности фондов должен быть средневзвешенным.

По замечаниям Эффект и Драгон Эссет менеджмент. РА предлагает оставить в рабочем варианте методики сразу 2 подхода к оценке – средняя взвешенная доходности (СВД) и коэффициент Шарпа. Оценка по СВД может происходить только в том случае, если по фондам КУА технически невозможно подсчитать коэффициент Шарпа по данным минимум за 36 недель и это будет доказано в рейтинговом отчете компании. Значения коэффициента Шарпа оцениваются по стандартной шкале РА

Табл. 4а

№	Название показателя	aa	a	bbb	bb	b
		1	3	6	9	12
1	Коэффициент Шарпа (база расчета 52 недели)	Более 1,00	0,75-0,99	0,5-0,74	0,001-0,5	Меньше 0%

5. Система контроля. В РА считают лучшим контролером – рынок, Рыночный (общественный) контроль обеспечивается прозрачностью КУА и прозрачностью результатов ее работы, уровень которой выходит за рамки обязательных требований ГКЦБФР. Оценка готовности КУА к рыночному контролю проводится РА по следующим ситуационным признакам:

Табл. 5

№	Название	aa	a	bbb	bb	b
---	----------	----	---	-----	----	---

	показателя	1	3	6	9	12
1	Уровень прозрачности	Исполнение формальных требований регулятора к раскрытию информации + ежеквартальные отчеты о работе КУА перед инвесторами + еженедельные обязательные обзоры по открытым фондам	Исполнение формальных требований регулятора к раскрытию информации + ежеквартальные отчеты о работе КУА перед инвесторами + еженедельные обязательные обзоры по открытым фондам, однако страдает качество раскрываемой информации раскрывается формально или не по существу	Исполнение формальных требований регулятора к раскрытию информации + ежегодные отчеты о работе КУА перед инвесторами + еженедельные обзоры по открытым фондам, которые публикуются время от времени	Исполнение формальных требований регулятора к раскрытию информации	Частичное исполнение формальных требований регулятора к раскрытию информации

Внутренняя система контроля в КУА оценивается РА по следующим ситуационным признакам:

Разъяснения к замечанию КУА «Эффект». В отношении ситуационной характеристики по рейтингу b. Многие эмитенты в Украине не в срок раскрывают свою информацию в национальной системе раскрытия информации. Например, НАСК «Оранга» <http://www.smida.gov.ua/reestr/?kod=00034186> должна опубликовать свой отчет до 30 мая, отчета нет и не будет, та же картина была и в 2006 году. Эмитент задерживает публикацию отчетов, ожидая предписаний регуляторов. Причины могут быть самые разные, от желания оттянуть публикацию негативной информации, до «забывчивости» регистратора, который обслуживает эмитентов. В таблице 5 идет речь не о раскрытии информации перед регулятором, а о раскрытии информации в национальной системе раскрытия информации администрируемой АРИФРУ. Если КУА не подает отчеты в ГКЦБФР и в РА «Эксперт-рейтинг» получена эта информация от третьих лиц, действительно ни о каком рейтинге речи быть не может, так же как и в случае жалобы со стороны УАИБ на любые проволочки с раскрытием информации перед УАИБ.

Табл. 6

№	Название показателя	aa	a	bbb	bb	b
		1	3	6	9	12
1	Уровень внутреннего контроля	Управленческие решения по фондам принимаются коллегиально на основе информации, подготовленной исполнительным менеджером. Ревизионный орган компании абсолютно независим от команды управляющих и исполнительных директоров, внешний аудитор так же абсолютно независим от КУА. КУА полностью раскрывает уровень оплаты внешнему аудитору и членам ревизионного органа внутри КУА	Управленческие решения по фондам принимаются коллегиально на основе информации, подготовленной исполнительным менеджером. Ревизионный орган компании формально независим от команды управляющих и исполнительных директоров, внешний аудитор также формально независим от КУА. КУА не полностью раскрывает уровень оплаты внешнему аудитору и членам ревизионного органа внутри КУА	Управленческие решения по фондам формально принимаются коллегиально. Ревизионный орган компании представляет интересы команды управляющих или исполнительных директоров, принципы выбора внешнего аудитора не ясны	Управленческие решения по фондам принимаются единолично одним из ТОП-менеджеров. Ревизионный орган компании представляет интересы конфликтной стороны, принципы выбора внешнего аудитора не ясны	В компании полностью отсутствует система внутреннего контроля, ТОП-менеджмент считает, что внутренний контроль - это процедуры управления рисками, обязательные для исполнения управляющими директорами

В случае, если система внутреннего контроля в КУА базируется исключительно на ревизионных проверках со стороны представителей основного акционера (при наличии миноритарных акционеров), который по определению выступает конфликтной стороной КУА, РА вправе отказать такой КУА в получении рейтинга или зафиксировать ее рейтинг на уровне «b».

Разъяснения по вопросу КУА Драгон Эссет Менеджмент. Ограничение на систему внутреннего контроля не касается КУА у которых только один акционер. Если акционеров несколько, то РА изучает отношения между этими акционерами и рассматривает подчиненность системы контроля только одному акционеру (при наличии нескольких) как возможность (но не как факт) для начала корпоративного конфликта внутри КУА.

6. Диверсификация клиентской базы. Диверсификация клиентской базы определяется долей средств, привлеченных от пяти самых крупных клиентов, в активах, привлеченных КУА в управление.

Табл. 7

№	Название показателя	aa	a	bbb	bb	b
		1	3	6	9	12
1	Доля 5 самых крупных клиентов	До 20%	До 30%	До 40%	До 50%	более 50%

КУА проводит раскрытие перед РА имен 10 самых крупных клиентов. В том случае, если в число самых крупных клиентов попадают физические лица, их имена не называются, однако КУА должна уведомить РА в том случае, если данные лица связаны с компанией или группой компаний, объединенных по формальным или неформальным признакам. Задача РА выявить наличие связей между пятью самыми крупными клиентами, если 3 из 5 клиентов как-то связаны между собой, оценка снижается на 1 шаг.

Разъяснения в по вопросу КУА «Эффект». Оценивая параметры таблицы 7, РА опирается только на данные компании, которые как правило носят управленческий характер, в том случае, если форма выпуска бумаг фондов такова что ее принадлежность с течением времени определить сложно, учитываются данные на момент первоначальной продажи.

7. Диверсификация каналов продаж. Разнообразие каналов продаж обеспечивает их бесперебойность и снижает риск существенного снижения продаж при закрытии одного из каналов. Уровень диверсификации продаж оценивается по следующим критериям:

Табл. 8

№	Название показателя	aa	a	bbb	bb	b
		1	3	6	9	12
1	Доля поступлений за последние 12 месяцев	3(max) 10%	2 (max) 15%	1 (max) 20%	1 (max) 25%	Только КУА

Независимым каналом продаж считается канал, территориально отдаленный от основного офиса КУА, который может быть его представительством или филиалом. РА поощряет КУА в случае, если КУА активно эксплуатирует для продаж банковские, страховые сети, участвует в совместных проектах по расширению сбыта, поощряется использование электронных каналов продаж. Однако РА проводит выборочный анализ эффективности использования сторонних каналов продаж на предмет наличия конфликтов интересов между КУА и владельцем канала. Отступление от принципов оценки, заложенных таблицей 8, возможно лишь в том случае, если КУА удастся доказать особенные качества своего наибольшего канала продаж и использование данного канала не будет нести в себе конфликта интересов.

Оценка диверсификации каналов может быть увеличена на 1 шаг, если КУА для продаж использует биржу или ТИС, а также если до трети активов КУА обращается (может обращаться) на вторичном организованном рынке.

Разъяснения по предложению КУА «Эффект» учитывать не долю от канала продаж, а наличие потенциальных точек продаж. Данное предложение может быть учтено только для КУА которые создают

публичные фонды. Основной недостаток данного предложения в том, что как правило клиенты, которые «пришли», через разные каналы продаж имеют разные характеристики, от финансовых до психологических. Т.е. люди купившие продукты КУА через разные точки продаж могут, например, по разному реагировать на экономическую ситуацию в стране и т.д. Кроме того, точки продаж могут быть формальными, не факт, что в филиалах банка с которым заключен договор будут активно предлагать продукты КУА, таким образом формальных точек может быть много, но реально они могут не работать. В тоже время рост числа даже формальных точек продаж может расцениваться РА как основа для позитивного прогноза для рейтинга.

(Разъяснения по вопросу Драгон Эссет менеджмент – веса таблицы 9 иллюстративные и будут определяться рабочей группой самостоятельно как и интервальные оценки в предыдущих таблицах)

Обобщение численной оценки рейтинга происходит непосредственно по группам факторов:

Табл. 9 (веса в соответствии с результатами голосования от 10 июля 2007 года)

Группа факторов	Доля в итоговом показателе	Показатель	Доля в группе
Доля рынка	18%	Доля на рынке	100%
Фидуциарные риски	11%	Ситуационное определение фидуциарного риска	100%
Финансовая устойчивость	28%	Собственный капитал / Расходы КУА	43%
		Активы принятые в управление / Собственный капитал	37%
		ROE	20%
Оценка качества управления активами	15%	Средняя доходность фондов по КУА / 2* взвешенная учетная ставка НБУ за 12 месяцев	100%
Система контроля	10%	Уровень прозрачности	67%
		Уровень внутреннего контроля	33%
Диверсификация клиентской базы	10%	Диверсификация 5 самых крупных клиентов	100%
Диверсификация каналов продаж	8%	Доля поступлений за последние 12 месяцев	100%

Разъяснения по замечаниям Укрсиба. РА «Эксперт-Рейтинг» не проводит никаких ранжирований по группам факторов, в рейтингах нет и не может быть мест, рейтинг определяется буквенной категорией. На первом этапе РА в баллах оценивает факторы по таблицам 1-8. На втором этапе проводится расчет интегрального показателя в соответствии с весами факторов по таблице 9. И на третьем этапе интегральный показатель переводится в рейтинговую шкалу. Алгоритм рейтингования не обсуждается в рамках рабочей группы он стандартизирован под требования РА «Эксперт-Рейтинг» для страхового, банковского и промышленного секторов. Алгоритм рейтингования не может нести в себе какую либо угрозу для КУА или приводить к занижению рейтинговых оценок. В рабочей группе обсуждается перечень факторов, а так же логика их оценки. Уже на первом этапе приняты замечания от КУА Укрсиб Эссет менеджмент, Эффект, Карпаты-инвест, Парекс Эссет менеджмент, Драгон Эссет Менеджмент. РА «Эксперт-Рейтинг» открыто для конструктивных предложений, замечаний, пожеланий по методике оценки.

После расчета единого показателя его переводят в рейтинговую шкалу РА «Эксперт-рейтинг»

Табл. 10

Перевод баллов в рейтинговую шкалу

Рейтинг	Уровень надежности	
aaa	Наивысший	Только при условии наличия дополнительных гарантий и не более 2 баллов
aa	Очень высокий	1-3
a	Высокий	4-6
bbb	Хороший	7-9

bb	Приемлемый	10-11
b	Удовлетворительный	12
ссс	Сигнальный	Как правило, снимается с рейтингования
сс	Низкий	

Высшую рейтинговую оценку «aaa» КУА может получить только в том случае, если существуют дополнительные гарантии пополнения уставного капитала со стороны ее акционеров (пайщиков).

Расчетная оценка может снижаться, если негативные сигналы подает группа дополнительных факторов.

Разъяснения к вопросу Укрсиба. РА обязательно определяет степень внешней поддержки КУА РА необходимо понимать насколько КУА может быть оказана поддержка со стороны акционеров. В Украине уровень поддержки имеет важное значение, из-за присутствия на рынке крупных финансовых холдингов, возможности которых предусматривают убыточную работы их дочерних финансовых институтов, например ради того, что бы получить большую долю рынка. Финансовые показатели таких КУА могут носить негативный оттенок, однако это не означает их вероятного дефолта, поскольку они имеют высокий уровень поддержки. При любой оценке РА учитывает внешнюю поддержку КУА и при наличии такой поддержки РА повышает рейтинг на один шаг. В итоге компании, которые не имеют внешней поддержки могут получить максимальный уровень оценки uaAA. Определение внешней поддержки всегда носит субъективный характер, например поддержка компании торговца ценными бумагами (резидента) и поддержка группы BNP Paribas находятся в разных весовых категориях, что так же учитывается при рейтинговании. Алгоритм учета внешней поддержки предусматривает анализ ресурсных возможностей материнской структуры изучение рейтингов материнской структуры, документальное подтверждение готовности оказать поддержку КУА и т.д.

Дополнительные факторы, которые принимаются РА при оценке надежности КУА, но которые не участвуют в численной оценке. Данные факторы принимаются РА во внимание только в том случае, если они оказывают негативное влияние, по мнению членов рейтингового комитета, на надежность КУА (РА анализирует ниже перечисленные факторы, но регулярно не учитывает их при оценке).

1. Качество системы управления рисками. РА исследует всю цепочку принятия решения в рамках КУА. РА может снижать оценку, если будет обнаружено, что у КУА нет аналитического обеспечения или все аналитическое обеспечения КУА готовится конфликтной стороной. Аналитическое обеспечение КУА должно обеспечивать бесперебойную работу системы управления рисками. Менеджер фонда должен иметь четкие процессуальные инструкции по управлению процентным, валютным, инфляционным и кредитным риском. Данные инструкции должны поддерживаться аналитическим сопровождением.

2. Риски рыночной и пруденциальной ликвидности. Изначально РА считает, что все КУА имеют достаточно квалифицированный персонал, который обеспечивает правильное управление ликвидной позицией, в результате чего КУА бесперебойно может рассчитываться с инвесторами, которые пожелали выйти из состава пайщиков. Однако, если в момент проведения мониторинга обнаружится, что клиенты систематически

жалуются на задержки в выплатах, система управления ликвидностью в КУА должна быть подвергнута ревизии со стороны РА.

3. Риски государственного регулирования. Требования регулятора, которые негативно отражаются на работе КУА, должны быть учтены РА, однако непосредственно не влияют на рейтинговую оценку конкретной КУА. РА информирует о таких рисках открытым пресс-релизом и направляет уведомление о своем мнении регулятору. В том случае, если нормативные акты регуляторов все же отразятся негативно только на конкретной КУА, РА отмечает об указанном факте в своем отчете.

4. Адаптивность ценовой политики для клиентов. Так как РА не работает с КУА, которые функционировали менее 12 месяцев, изначально РА считает, что клиенты КУА удовлетворены ее ценовой политикой. Однако РА проводит анализ и мониторинг ценовой политики КУА для того, чтобы определить, насколько изменения в ценовой политике КУА могут быть опасны для самой КУА.

5. Качество обслуживания клиентов. РА в рамках рейтинга КУА избегает публичных оценок качества их продуктов, однако при изучении клиентской базы КУА выборочно проводит опрос клиентов КУА, учитывая их мнение, наличие жалоб, судебных разбирательств и т.д.

6. Квалификация персонала и текучесть кадров. Качество персонала КУА не может быть предметом публичной оценки, однако, проводя анализ процедурной части принятия решений в КУА, РА проводит внутренний анализ квалификации персонала, а также мониторинг текучести кадров. РА имеет право опросить бывших сотрудников КУА, чтобы составить представление о недостатках работы КУА. Если исполняющий аналитик докажет на рейтинговом комитете отсутствие квалификации у ТОП-менеджеров КУА, РА отказывается от намерения присвоить рейтинг такой КУА.

7. Препятствие в получении информации. Если при проведении рейтингового процесса РА сталкивается с получением противоречивой или недостоверной информации от КУА, РА оформляет официальный запрос на первое лицо КУА и в течение 3 дней ожидает ответа. При отсутствии задокументированного ответа РА отзывает рейтинг или прекращает рейтинговое исследование на условиях договора между КУА и РА.

8. Инфраструктурные риски. Для Украины характерны риски нескольких реестров, депозитарные риски и прочие инфраструктурные риски. В случае если хранитель КУА или регистратор эмитента, в акции которого КУА было проинвестировано больше 10% совокупных средств ПИФов, подает

негативные сигналы рынку, РА изучает, насколько ситуация опасна для КУА и ее фондов.

Раздел 2 Рейтинг фондов

Рейтинг продуктов КУА представляет собой рейтинг паевых фондов кроме венчурных. Рейтинг фондов не может быть рекомендацией к инвестированию и предназначен для поощрения клиентов РА за достижение определенных результатов в прошлом. В рейтинге фондов не могут принимать участия КУА, которые не стали клиентами РА и не получили рейтинг надежности. Рейтинг фондов является информационным продуктом и на регулярной основе (ежеквартально) должен публиковаться в одном из СМИ Информационной группы «Эксперт-Украина».

Идеология рейтинга фондов. По нашему мнению, по объективным причинам модель рейтингования фондов для Украины должна носить ряд специфических особенностей:

1. Нельзя использовать в модели рейтинговой оценки фондовые индексы. В Украине базы фондовых индексов не содержат большого количества бумаг эмитентов и, как правило, отражают тенденции только в наиболее ликвидной части рынка. Использование индексов, которые устанавливают себе фонды в качестве индикаторов не возможно, поскольку теряется стандартизация анализа по разным фондам.
2. Основной альтернативой инвестициям в фонды служат банковские депозиты, имеющие фиксированную доходность. Задача рейтинга фондов показать их преимущество перед банковскими депозитами, однако напрямую использовать сравнение доходности по фондам акций со ставками денежного рынка не совсем корректно, поэтому следует максимально использовать внутренние возможности рынка ПИФов.
3. В качестве базового коэффициента, который может быть использован для первоначального рэнкинга фондов с последующей их разбивкой по категориям, РА предлагает использовать коэффициент Шарпа, который рассчитывается по формуле:

$$k = \frac{R_i - R_{free}}{\sigma_i} \text{ (Коэффициент Шарпа)}$$

R_i – доходность пая за последние 12 месяцев;

R_{free} – учетная ставка НБУ;

σ_i - уровень волатильности, рассчитанный по доходности пая (акции);

Разъяснения по расчету коэффициента Шарпа. Временной горизонт для расчета коэффициента Шарпа до 01.01.2009 должен составлять 12 месяцев, для расчета волатильности в качестве базового периода выбирается неделя.

С 01.01.2009 временной горизонт изменяется на 24 месяца, в качестве базового периода остается неделя.

Числитель. Числитель коэффициента представляет собой разницу между темпом прироста цены пая и взвешенной по срокам учетной ставки НБУ. Знаменатель представляет собой среднеквадратическое отклонение рассчитанное по недельным темпам прироста цены пая за неделю, расчет проводится по временной базе из 52 недель.

Для сопоставимости числителя и знаменателя расчет недельной доходности умножается на квадратный корень из 52. При этом недельная доходность непосредственно при расчете среднеквадратического отклонения не переводится в годовую.

Алгоритм проведения рейтинга фондов

Этап 1. Определяется круг фондов которые участвуют в рейтинге, круг данных фондов ограничен КУА, которые получили рейтинг надежности РА. КУА самостоятельно решают, какие фонды участвуют в рейтинге, однако приняв решение об участии в рейтинге, КУА не могут отзывать фонды из рейтинга в течение последующих 12 месяцев.

Этап 2. По каждому из фондов рассчитывается коэффициент Шарпа. РА имеет право запрашивать структуру портфеля фондов, коэффициент Шарпа которых более 1,0. Информация запрашивается на предмет анализа наличия неликвидов в портфеле. В случае, если более трети активов фонда представлено акциями, по которым нет регулярных торгов (котировок) на организованном рынке, такой фонд снимается с рейтингования.

Этап 3. Проводится ранжирование фондов по коэффициенту Шарпа. Напомним, если значение коэффициента Шарпа положительно, то принятый риск погашен. Если же его значение отрицательно, то доходность фонда ниже уровня безрисковой ставки. После ранжирования фонды распределяются по группам оптимальности управления в следующем порядке:

Табл. 10

Рейтинговая оценка	Значения коэффициента Шарпа	Расшифровка рейтинговой оценки
A	Более 1,00	Наивысший уровень оптимальности управления
B	0,41-1,00	Хороший уровень оптимальности управления
C	0,00 – 0,40	Рыночный уровень оптимальности
D	Меньше 0,00	Управление фондом нельзя признать оптимальным

Этап 4. Внутри групп A, B, C рейтингующий аналитик проводит ранжирование по доходности фондов за последние 12 месяцев. Результатом рейтинга является публикация таблицы с указанием коэффициента Шарпа,

доходности фонда за последние 12 месяцев, размера чистых активов, прироста чистых активов, названия КУА.

Этапы 1-4 проводятся в трех категориях: Фонды акций, Фонды облигаций, Смешанные фонды.

Приложение 1

Расчет весов по данным из поступивших анкет

А) Расчет весов по группам показателей

Группа факторов	Эффект	Карпаты-Инвест	Магистр	ТАС АМ	УкрСиб АМ	Эксперт-Рейтинг	Среднее	Медиана	Мода
Доля рынка	30%	10%	10%	10%	20%	30%	18%	15%	10%
Фидуциарные риски	5%	15%	10%	10%	5%	20%	11%	10%	5%
Финансовая устойчивость	20%	40%	25%	40%	20%	20%	28%	23%	20%
Оценка качества управления активами	20%	10%	15%	10%	25%	10%	15%	13%	10%
Система контроля	5%	7%	15%	10%	15%	10%	10%	10%	15%
Диверсификация клиентской базы	10%	10%	15%	10%	10%	5%	10%	10%	10%
Диверсификация каналов продаж	10%	8%	10%	10%	5%	5%	8%	9%	10%
Всего по группе:	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	89%	80%

Б) Расчет весов по показателям внутри группы

Показатели	Эффект	Карпаты-Инвест	Магистр	ТАС АМ	УкрСиб АМ	Эксперт-Рейтинг	Среднее	Медиана	Мода
Собственный капитал / Расходы КУА	30%	30%	40%	70%	40%	50%	43%	40%	30%
Активы принятые в управление / Собственный капитал	60%	50%	20%	10%	50%	30%	37%	40%	50%
ROE	10%	20%	40%	20%	10%	20%	20%	20%	20%
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Уровень прозрачности	80%	70%	50%	80%	40%	80%	67%	75%	80%
Уровень внутреннего контроля	20%	30%	50%	20%	60%	20%	33%	25%	20%
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

В качестве усредняющего мнения экспертов значения было решено принять значение средней по группе. Недостатком использования средней наличие несогласованности во мнениях экспертов, которая будет нивелироваться по мере присоединения к рабочей группе все большего числа экспертов.