

## Рейтинговый отчет

(версия для публикации)

(на основании Договора № 30/РА от 01 июня 2010 года)



Рейтинг надежности компании по украинской национальной шкале:	<b>uaBBB.amc</b>
Интерпретация рейтинга по национальной шкале:	Компания с данным рейтингом с приемлемой вероятностью исполнит свои фидуциарные обязательства перед клиентами
Дата присвоения рейтинга:	20 октября 2010 года



## Частное акционерное общество Компания по управлению активами «НАЦИОНАЛЬНИЙ РЕЗЕРВ»

(полное наименование компании)

Украина, 04210, пр-т Героев Сталинграда, 12-Л, г. Киев  
(юридический адрес компании)

Украина, 04210, пр-т Героев Сталинграда, 12-Л, г. Киев  
(фактический адрес компании)

Информация о лицензии	Серия АВ № 534179 Дата получения лицензии 09.07.2010, Срок действия лицензии до 09.07.2015
Дата регистрации	21 ноября 1994
Дата фактического начала работы	21 ноября 1994
Код ЕГРПОУ	22904759
Обслуживающий банк	ПАО «Первый украинский международный банк»
Аудитор	Эм. А. Эс. Аудит
Оценщик	ДП «Ависта А» ЗАО «Финансово-регистрационная компания Ависта»
Хранители, услуги которых использует КУА	ПАО «Первый украинский международный банк» (для собственных акций), АБ "КЛИРИНГОВЫЙ ДОМ" (для других ценных бумаг)
Дата окончания лицензии на управление активами	09.07.2015
Руководитель компании:	Хляпов Александр Анатольевич
Контактное лицо:	Управляющий активами Хмилевский Игорь Леонидович, (044)426-61-16
Телефон	+38 (044)426-61-11
Факс	+38 (044)426-61-11
E-mail	office@congress.kiev.ua
Web-сайт	http://www.reserve-am.com.ua/

Перечень лицензий, которыми обладает компания: Профессиональная деятельность на фондовом рынке – деятельность по управлению активами институциональных инвесторов по управлению активами.

Настоящий отчет является рейтинговым исследованием, выражающим мнение аналитиков РА «Эксперт-Рейтинг».  
Отчет служит обоснованием присвоенного рейтинга, который также является мнением аналитиков РА «Эксперт-Рейтинг».  
Ограничения на использование рейтингового отчета читайте на последней странице отчета

## Раздел 1. «Общая характеристика компании»

КУА «Национальный резерв» является одной из самых «старых» компаний, работающих на отечественном фондовом рынке. 14 октября 1994 года была создана инвестиционная компания «Конгресс-Инвест», именно деятельность этого юридического лица предшествовала появлению КУА «Национальный резерв».

На момент создания учредителями компаниями являлись: «Международный фонд гуманитарных и экономических связей с Российской федерацией» и ООО «Техноэкспорт». В 1998 г. компания была выкуплена топ-менеджерами. На данный момент собственниками компании являются:

- **Лиховид Олег Эдуардович**, Председатель Наблюдательного совета КУА «Национальный резерв», Председатель Комитета предпринимателей рынка финансовых услуг при ТПП Украины;
- **Хляпов Александр Анатольевич**, президент КУА «Национальный резерв»;
- также в состав акционеров КУА «Национальный резерв» входят физические лица-резиденты Украины, которые идентифицированы Агентством как «связанные с основными акционерами лица».

КУА «Национальный резерв» входит в объединение компаний под названием «Корпорация «Бизнес-Конгресс», президентом этого объединения является Лиховид Олег Эдуардович — акционер КУА «Национальный резерв». В Корпорацию «Бизнес-Конгресс» помимо КУА входят:

- ООО «Конгресс-Инвест — лицензированный торговец ценными бумагами и инвестиционный банк, торговец ценными бумагами в том числе обслуживает интересы КУА;
- ООО «Финансовая компания «Конгресс Риал Истейт Финанс» — финансовая компания, которая специализируется на привлечении инвестиций в строительство, среди клиентов «Конгресс Риал Истейт Финанс» ОАО «ХК «Киевгорстрой»;
- Администратор пенсионных фондов «Администратор пенсионного резерва».

Следует понимать, что «Корпорация Бизнес-Конгресс» не является зарегистрированным объединением. КУА «Национальный резерв» раскрывает информацию о принадлежности к объединению компаний перед своими клиентами по доброй воле. Принадлежность КУА «Национальный резерв» к объединению компаний придает ей определенный уровень институциональной устойчивости.

Бизнес ядром неформального объединения «Корпорация «Бизнес-Конгресс» является компания КУА «Национальный резерв». В течение 1995–1998 годов КУА «Национальный резерв», которая тогда называлась ЗАО ИК «Конгресс-Инвест», инвестировала более 300 тысяч приватизационных сертификатов в акции украинских предприятий. Компания приняла полноценное участие в процессе разгосударствления. В 1995 году у компании появился первый крупный клиент — Криворожский центральный рудоремонтный завод, которому была оказана помощь в процессе приватизации ваучеров.

В конце 90-х годов тогдашняя компания «Конгресс-Инвест» помогла ряду крупных клиентов успешно выкупить предприятия, которые подлежали приватизации.

В 2005 году инвестиционная компания «Конгресс-Инвест», в связи с изменением профиля деятельности, была переименована в ЗАО «КУА АПФ «Национальный резерв». В том же году компанией была получена лицензия ГКЦБФР на управление активами инвестиционных и негосударственных пенсионных фондов. В июле 2005 года было создано ООО «Конгресс-Инвест», которое получило лицензию по торговле ценными бумагами. Таким образом, в рамках корпорации «Бизнес-Конгресс» деятельность инвестиционного банка, торговца ценными бумагами и КУА, как потенциально несущие конфликт интересов для инвесторов, были разведены по разным юридическим лицам. В русле принятой стратегии развития бизнеса, в 2006–2007 гг. были заключены договора об управлении активами семи негосударственных пенсионных фондов (НПФ).

Весной 2008 под управление КУА «Национальный резерв» был передан ПНПФ «Первый профсоюзный».

Весной 2009 года размер пенсионных средств под управлением КУА «Национальный резерв» достиг 1 млн грн., размер «персональных» клиентских фондов составил 250 млн грн.

В 2010 году ЗАО «КУА АПФ «Национальный резерв» привело свой устав в соответствии с новым Законом «Об акционерных обществах» и сменило название на Частное акционерное общество «КУА «Национальный резерв».

В июле 2010 года уже пятый НПФ под управлением КУА «Национальный резерв» превысил черту в 100 тыс. грн. На сегодня суммарный объем пенсионных фондов составляет около 1,6 млн грн., публичных инвестиционных фондов — 1,2 млн грн., клиентских фондов — около 190 млн грн.

Определяющими направлениями бизнеса для КУА «Национальный резерв» является управление негосударственными пенсионными фондами, а также персональными фондами частных и корпоративных клиентов. Главный акцент развития компании заключается в управлении «длинными» деньгами, а НПФ как нельзя лучше подходят под эту концепцию. Клиентские фонды ориентированы в основном на операции с недвижимостью в силу специфики клиентуры.

Среди клиентов и партнеров КУА «Национальный резерв» такие известные компании как: ОАО ХК «Киевгорстрой», ОАО «ДСК-4», СПС, «РовноГаз», «Тернопольстрой», Укрсиббанк, ВТБ Банк, ПУМБ, Укрсоцбанк, банк «Клиринговый дом», КУА «Арт-Капитал», «Навигатор-Инвест», ИК «Тройка-Диалог», ИК «Феникс Капитал».

Анализ финансовых показателей работы компании за последние 3 года позволил Агентству сделать ряд выводов:

1. Чистые активы под управлением КУА «Национальный резерв» в 2007–2009 гг. выросли в 2,35 раза, ежегодно компания обеспечивала прирост активов под управлением более чем на 50 млн. грн.

2. Чистые активы публичных фондов под управлением КУА «Национальный резерв» составляли всего 1,1 млн. грн., компания явно не претендовала на лидерство в сегменте управления публичными фондами, однако общее количество фондов в численности 31 под управлением КУА можно считать существенным.

3. Не смотря на кризисные явления КУА «Национальный резерв» удалось обеспечить прирост выручки за три года на 45%.

4. Работа КУА «Национальный резерв» оставалась убыточной за последние 2 года, однако уровень убытка можно считать не существенным. К примеру, за 2009 год компания получила убыток в размере 762 тыс. грн., что составляет менее 1% от собственного капитала, который находился в распоряжении компании.

5. Компания оставалась перекапитализированной. Даже после значительных темпов роста чистых активов под ее управлением соотношение между собственным капиталом и чистыми активами, принятыми под управление, оставалось на уровне более 60%. Напомним, что в зарубежной практике КУА могут принимать активы в управление в сумме в 50 раз превышающий собственный капитал.

Таблица 1

**Основные показатели деятельности компании ЧАО КУА «Национальный резерв» за 2007–2009 гг.**

Показатели	2009	2008	2007	Темп прироста 2008-2009	Темп прироста 2007-2009	Изменение за 2007-2009
Чистые активы под управлением КУА всего, тыс. грн.	194 517,5	140 259,3	82 650,1	38,68%	135,35%	111867,4
Ежегодный темп изменения чистых активов под управлением КУА, тыс. грн.	54 258,2	57 609,2	-	-5,82%	-	-
Чистые активы публичных фондов, тыс. грн.	1 134,7	722,5	24,0	57,05%	4627,92%	1110,7
Количество фондов под управлением (шт.)	27	27	24	0,00%	12,50%	3
Собственный капитал, тыс. грн.	123 017,0	123 779,0	124 008,0	-0,62%	-0,80%	-991
Уставный фонд, тыс. грн.	8 600,0	8 600,0	8 600,0	0,00%	0,00%	0
Выручка, тыс. грн.	818,0	772,0	563,6	5,96%	45,14%	254,4
Административные затраты, тыс. грн.	1 005,0	787,0	454,0	27,70%	121,37%	551
Чистая прибыль (убыток), тыс. грн.	-762	-229	6 048,2	-232,75%	-112,60%	-6810,2
Рентабельность собственного капитала, %	-0,62%	-0,19%	4,88%	-	-	-5,5%

Источник: данные КУА «Национальный резерв», расчеты РА «Эксперт-Рейтинг»

Компания развивается, опираясь на свою собственную стратегию. В Украине не так уж много КУА избрало своей основной стратегией участие в развитии рынка НПФ. Эта деятельность будет убыточна на первоначальном этапе, поэтому вторым значимым направлением деятельности, дающим необходимые средства для функционирования компании, являются корпоративные услуги и управление крупными клиентскими портфелями. КУА «Национальный резерв» пережила кризис с минимальными потерями и даже в непростое время показывала рост выручки, чистых активов под управлением и количества фондов в управлении.

## Раздел 2. «Рыночная доля и деловая активность компании»

РА «Эксперт-Рейтинг» оценило долю КУА «Национальный резерв» на украинском рынке ИСИ на уровне менее 1%. КУА «Национальный резерв» создана для управления НПФ, что и определяет характер ее бизнеса. Преобладание в управлении НПФ в перспективе даст возможность КУА управлять длинными активами, которые гарантируют непрерывность бизнес-процессов и одновременно открывают большие перспективы роста масштабов работы на украинском рынке. По состоянию на 01.09.2010 года, чистые активы НПФ под управлением КУА «Национальный резерв» составляли 2,8 млн. грн. По мнению Агентства ставка, которую делает КУА на НПФ, вполне оправдана. Агентство ожидает интенсификации процессов роста этого рынка после интенсификации процесса пенсионной реформы в Украине.

Если в качестве критерия, который определяет долю КУА на рынке, брать объем активов, находящихся только в публичных ИСИ и НПФ, то доля КУА «Национальный резерв» на конец первого полугодия 2010 года составит 0,03%.

По мнению Агентства, на данный момент КУА «Национальный резерв» не занимает лидирующих позиций ни в одном из сегментов рынка управления активами. В деятельности компании наблюдается рост активов одного публичного ИСИ и нескольких НПФ, но на фоне роста общего объема рынка данный показатель фактически не заметен. КУА «Национальный резерв» удалось занять заметную долю на рынке

непубличных (частных) ИСИ. За последние три года эта доля поступательно росла, но по итогам первого квартала снизилась до отметки чуть менее 2%. Агентство не берется сделать вывод о значимости КУА «Национальный резерв» на рынке управления частными фондами, поскольку при определении доли рынка всегда ориентируется на публичные ИСИ. Доля КУА «Национальный резерв» на рынке НПФ остается также незначительной: на уровне менее 1% (табл. 2).

Таблица 2

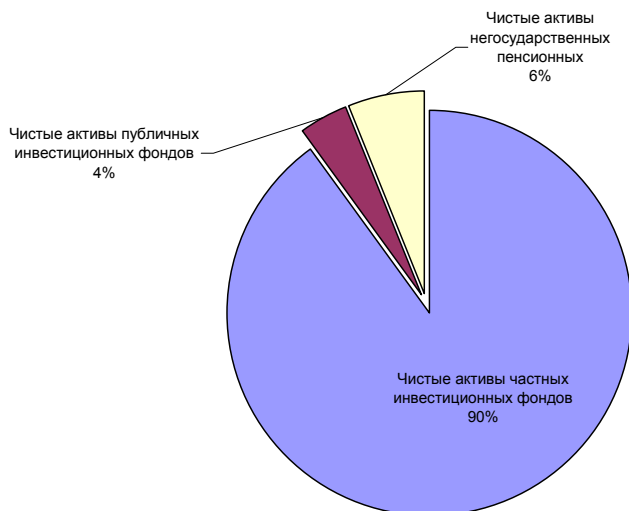
**Динамика расчетной доли рынка АО КУА «Национальный резерв» за 2007–2009 гг.**

Показатель	Первый квартал 2010 года	2009	2008	2007	Изменение, 2007-2009
Объем рынка публичных ИСИ и НПФ (млн. грн.)	8128,55	7048,92	5013,75	4402,14	3726,41
Доля Компании на рынке публичных ИСИ и НПФ	0,03%	0,03%	0,03%	0,01%	0,02%
Объем рынка непубличных ИСИ (млн. грн.)	7189,15	6512,71	4564,35	4159,34	3029,81
Доля Компании на рынке частных ИСИ	1,97%	3,72%	2,14%	2,55%	-0,58%
Объем рынка НПФ (млн. грн.)	939,4	536,21	449,4	242,8	696,6
Доля Компании на рынке НПФ	0,14%	0,21%	0,16%	0,01%	-0,86%

Источник: данные УАИБ, КУА «Национальный резерв», расчеты РА «Эксперт-Рейтинг»

Текущая структура чистых активов под управлением компании является воплощением ее стратегии. КУА делает ставку на НПФ, однако из-за небольшой популярности данного инструмента среди клиентов этот бизнес не набрал и не мог набрать должных оборотов. Очевидно, уже в перспективе 5–7 лет доля НПФ в чистых активах КУА будет вытеснять непубличные ИСИ. Пока же 90% активов КУА на 1 сентября 2010 года представлены активами частных фондов (рис. 1).

Рис. 1 Структура чистых активов под управлением КУА "Национальный Резерв" на 01.09.2010



Анализ конкурентного поля КУА «Национальный резерв» показал, что основными конкурентами можно считать компании по управлению активами, которые:

1. Ведут активную маркетинговую деятельность в сегменте публичных ИСИ.
2. Имеют два и больше публичных ИСИ и НПФ.
3. Поддерживают и увеличивают долю рынка.
4. Имеют региональную сеть.

Из таких конкурентов можно выделить следующие КУА: «Арт-Капитал», «УкрСиб Эссет Менеджмент», «Инвестиционный капитал Украина», «Диамант Инвест Менеджмент», «ИТТ-Менеджмент», КИНТО, «ФИНЭКС-КАПИТАЛ», «Драгон Эссет Менеджмент», «ТАСК-ИНВЕСТ», «СЕБ Эссет Менеджмент Украина».

По оценкам Агентства, компания имеет логично выстроенную систему продаж. Главенствующую роль в системе продаж занимает президент корпорации «Бизнес-Конгресс» и сотрудники компании «Тур де Финанс», которая входит в корпорацию. Президент в связке с сотрудниками сбытовой компании охватывает сегмент крупных клиентов, ориентированных либо на частные фонды, либо на НПФ, т.е. в поле их деятельности находятся корпоративные клиенты и крупные инвесторы-физические лица.

КУА «Национальный резерв» сотрудничает с несколькими эффективными региональными агентами, которые расположены в Ровенской, Тернопольской, Запорожской областях, Автономной Республике Крым и Киеве. В компании наблюдается постоянная ротация региональных агентов, существуют строгие требования к показателям их работы, т.е. фактически еще продолжает строиться региональная агентская сеть. К началу 2011 года компания планирует покрыть агентской сетью часть южных областей Украины. Достаточно часто продажи осуществляют сами сотрудники компании, для которых существует мотивационная схема.

При продажах ставка делается на пенсионные фонды. Основа маркетингового плана — привлечение к работе с НПФ корпоративных клиентов. Основная коммуникация — информационные материалы, размещенные непосредственно в компаниях и учреждениях, общение с руководящим составом, лекции для студентов, демонстрация фильмов о пенсионных фондах. Значительная часть работы региональных агентов направлена на предприятия энергетического комплекса. Значительное внимание уделяется развитию Web-сайта компании. В будущем компания планирует увеличить роль Интернет-сайта в системе продаж и информирования клиентов.

По оценкам Агентства, система продаж в КУА «Национальный резерв» хотя и отвечает минимальным требованиям компании и основана на прошлом многолетнем опыте, все еще находится на начальной стадии развития. Компания должна более активно привлекать клиентов через банковский канал продаж, возможно, использовать существующие сети, которые обслуживают страховщиков по страхованию жизни, становиться более привлекательной для крупных корпоративных клиентов.

В целом КУА «Национальный резерв» еще только предстоит активная борьба за долю рынка НПФ; компания имеет неплохие стартовые позиции в этой гонке, но их пока нельзя считать гарантией будущего лидерства как и большинство компаний в секторе управления НПФ; КУА находится в поиске эффективных моделей сбыта и ожидания пенсионной реформы.

### **Раздел 3. «Фидуциарные риски для клиентов»**

Анализ системы принятия инвестиционных решений в КУА «Национальный резерв» не выявил каких-либо серьезных нарушений со стороны КУА. Несмотря на то, что КУА входит в одно неформальное объединение компаний с лицензированным торговцем ценными бумагами, вероятный конфликт интереса с ним исключен. КУА «Национальный резерв» для совершения операций с активами пенсионных и инвестиционных фондов использует услуги других торговцев, дабы не возникал конфликт интересов. Торговец, который находится в одной группе с КУА, используется исключительно как обязательная вторая сторона на бирже. Кроме того, такой торговец не оказывает услуг андеррайтера, т.е. у него нет ни одного публичного размещения, соответственно нет и обязательств перед эмитентами о выкупе определенного объема их бумаг. Агентство считает, что сравнительная слабость инвестиционного банкинга в рамках неформального объединения может еще долго оставаться гарантией отсутствия у КУА «Национальный резерв» потенциально конфликтной ситуации с инвесторами.

В тоже время в составе органов управления КУА «Национальный резерв» есть лица, которые оказывают влияние и на бизнес торговца ценными бумагами. Ввиду небольших размеров между КУА и торговцем также нет физического разделения по месту пребывания. Все это косвенно указывает, что гипотетически конфликт интересов рано или поздно при активизации инвестиционных банковских операций группы может возникнуть. Агентство рекомендует инвесторам самостоятельно следить за операциями торговца ООО «Конгресс-Инвест» и его участием в различного рода частных или публичных размещениях. Потенциально присутствие в составе группы торговца увеличивает фидуциарные риски.

Для уменьшения таких «потенциальных» фидуциарных рисков Агентство рекомендует создать этический кодекс для членов наблюдательных советов фондов и для КУА в целом. КУА обязано публично взять на себя обязательства перед инвесторами и вкладчиками НПФ уведомлять инвесторов о всех потенциальных рисках фидуциарного характера, которым инвесторы могут подвергаться. Проще говоря, при каждом участии торговца группы в размещении эту информацию следует сообщать инвесторам, особенно если размещаемые бумаги попадают в НПФ или публичный фонд. Такая практика является международной и дисциплинирует менеджмент КУА и инвестиционного банка. К сожалению, она мало применима в Украине, что оказывает негативное влияние на инфраструктурные рейтинги КУА.

### **Раздел 4. «Финансовая устойчивость»**

Анализ финансовой устойчивости компании показал, что КУА «Национальный резерв» долгие годы остается перекапитализированной компанией, не имеет никаких ярко выраженных кредитных рисков. Работает в правовом поле, не нарушая требований регулятора к основным показателям работы КУА в Украине.

В самой КУА «Национальный резерв» под финансовой устойчивостью компании менеджмент подразумевает два вектора:

- устойчивость компании в качестве отдельного бизнеса, т.е. способность выплачивать зарплату, аренду и т.п.;
- устойчивость фондов под управлением, т.е. способность осуществлять выплаты их участникам.

Что касается первого аспекта: никаких проблем с жизнеобеспечением бизнеса нет, и основополагающим фактором является продуманная стратегия компании. У компании нет лишних затрат на персонал, который необходим для функционирования, например, открытых фондов. Компания занимается только теми направлениями бизнеса, которые может обеспечить: длинные деньги пенсионных фондов и фонды «под клиента». Именно эта стратегия и обеспечивает финансовую устойчивость бизнеса. Кроме того, другие компании корпорации «Бизнес-Конгресс» всегда готовы оказать поддержку КУА. Впрочем, внешняя поддержка, по мнению Агентства, хотя и существует, но она никак не зафиксирована на бумаге, и Агентство ее

воспринимает как неопределенную. Напомним, что среди акционеров КУА физические лица-резиденты Украины, потенциал внешней поддержки от которых определить достаточно сложно. Несколько сглаживает неопределенность внешней поддержки тот факт, что часть компаний, которые входят в корпорацию «Бизнес-Конгресс», являются клиентами КУА, соответственно, выплачивают ей вознаграждение и частично гарантируют какую-то часть бизнеса.

Что касается второго аспекта, то конечно на прибыльность работы КУА оказал влияние кризис. Но как мы уже видели, убытки, полученные компанией в 2009 году, не являются для нее существенными. КУА «Национальный резерв» кризис перенесла достаточно легко, основная причина — это ориентация компании на «длинные деньги», что даже, скорее всего, позволило КУА заработать на панической распродаже облигаций. Проблемы кризиса касались в основном не платежеспособности фондов, а притока новых клиентов, и как следствие — нарушение планов развития.

История развития публичных фондов КУА «Национальный резерв» не такая уж и большая, чтобы произошли какие-то серьезные события, повлиявшие на их финансовую устойчивость. По мнению Агентства, потенциально таким событием может стать дефолт государства, поскольку значительная часть активов, в соответствии с Законом, инвестирована в ОВГЗ. Однако после получения правительством Украины поддержки МВФ вероятность такого сценария в среднесрочной перспективе сводится к нулю. Какие-то другие события вряд ли окажут серьезное влияние: у пенсионных фондов очень консервативная стратегия, на них не может повлиять ни падение процентных ставок, ни стрессовые ситуации на фондовых рынках.

Что касается рисков по персональным клиентским фондам, то там все операции осуществляются исключительно по поручению клиента, КУА может только рекомендовать различные инвестиционные стратегии. Как правило, это технические операции или краткосрочные размещения на депозиты. Скорее речь идет о перераспределении финансовых потоков, чем об инвестировании.

Обобщая анализ финансовой устойчивости КУА «Национальный резерв», следует отметить, что сама компания как юридическое лицо в настоящий момент обладает избыточным объемом ресурсов. Так соотношение между собственным капиталом компании и ее расходами по итогам 2009 года превысило 32 раза; активы, принятые в управление, всего в 1,58 раза превышали собственный капитал компании; уровень убыточности последние 2 года держался не выше 1% от собственного капитала (табл. 3).

Таблица 3

**Данные характеризующие финансовую устойчивость ЧАО КУА «Национальный резерв» за 2007-2009 гг.**

Показатели	2009	2008	2007	Изменение 2008-2009	Изменение 2007-2009
Собственный капитал / Расходы КУА	32,67	15,51	2,49	17,16	30,18
Активы, принятые в управление / Собственный капитал	1,58	1,13	0,67	0,45	0,91
Рентабельность собственного капитала	-0,62%	-0,19%	4,88%	-0,43%	-5,50%

Источник: данные КУА «Национальный резерв», расчеты РА «Эксперт-Рейтинг»

## Раздел 5. «Система контроля»

КУА «Национальный резерв» стремится к полной открытости. Однако, по мнению Агентства, уровень прозрачности компании пока еще не достиг тех высот, когда инвестор НПФ или публичного ИСИ может осуществлять пост-контроль за работой инвестиционных управляющих. Агентство ознакомилось с планами компании и группы по повышению прозрачности и оценивает их позитивно. В настоящий момент у КУА «Национальный резерв» есть следующие преимущества по достижению прозрачности:

- по каждому публичному фонду КУА публикует данные о структуре активов;
- каждая операция инвестиционного управляющего описывается с кратким объяснением причин ее совершения.

В целом, на сайте компании в разделе публичных фондов присутствуют отчеты управляющего и весь необходимый информационный минимум для того, чтобы понять, чем занимается и как работает КУА. Тем не менее, ощущается дефицит публичной информации о работе КУА. Почти полностью отсутствует система отношений с инвесторами, которая была бы интегрирована в систему продаж. Частично такая система раскрытия информации о работе КУА и ее инвестиционных управляющих нужна для разветвленного ряда публичных фондов, которой КУА «Национальный резерв» пока не обладает.

Уровень независимости инвестиционных управляющих в КУА «Национальный резерв» Агентство оценивает как высокий. В компании организован комитет по оценке рисков, работа которого поставлена на высоком уровне. Данным комитетом устанавливаются определенные рамки для работы управляющих, также есть положение, которое содержит перечень должностных обязанностей управляющих фондами, которое дает менеджерам фондов определенную самостоятельность и автономию в принятии решений. Фактически для управляющих ревизионным органом является комитет по управлению рисками, который устанавливает лимиты на активы фондов и в случае нарушений со стороны управляющего может дать рекомендацию администрации компании уволить управляющего. Важно, что исполнительные менеджеры КУА могут только докладывать на комитете и выдвигать предложения, они имеют право голоса, равное 1/4 от числа участников комитета. Тем

самым КУА нивелирует влияние администрации на работу управляющих на столько, насколько это позволяет сделать украинское законодательство.

Также КУА «Национальный резерв» раскрывает стоимость своих услуг за управление. Каждый НПФ выплачивает КУА вознаграждение, эквивалентное 2,4% годовых.

В соответствии с требованиями регуляторов, КУА «Национальный резерв» имеет систему контроля, которая противодействует отмыванию грязных денег. Контроль осуществляется через ревизионный орган — комитет рисков, который рассматривает деятельность управляющего по итогам каждого месяца. В случае возникновения отклонений в структуре портфеля или резкого изменения доходности (причем как в меньшую, так и в большую сторону), управляющему необходимо будет объяснить причины сложившейся ситуации.

Все операции купли-продажи проводятся через независимый (от управляющего) бек-офис (бек-офис торговца корпорации). На этом уровне контролируется соблюдение нормативной базы в части возможности приобретения или продажи конкретной ценной бумаги, а также адекватность комиссионного вознаграждения, выплачиваемого третьей стороне. Все цены покупки и продажи проверяются финансовым департаментом на момент подачи отчетности, основа проверки — биржевые курсы.

## Раздел 6. «Диверсификация клиентской базы»

Агентство оценивает уровень диверсификации клиентской базы КУА «Национальный резерв», как достаточный для обеспечения бесперебойных бизнес-процессов. Изначально компания придерживалась стратегии, которая предполагает создание клиентского портфеля из числа клиентов, принадлежащих разным отраслям и преследующим различные бизнес-цели.

Среди крупнейших клиентов КУА «Национальный резерв» по линии частных фондов: ДСК-1, ДСК-4, «Полтаваэлитстрой», юридическая компания В&С и др., в т.ч. несколько физических лиц-резидентов Украины. Из числа крупнейших клиентов по НПФ: «Ровногаз», «Славянский дом», «Феофания», «Тернопольгаз», «Тернопольстрой» и др. Исследование возможных связей клиентов между собой показало, что если исключить в качестве клиентов компании, входящие в одно объединение с КУА, то общих корпоративных связей через собственников у клиентской базы КУА нет. Тем не менее, Агентство выявило закономерность. Примерно 50% выручки КУА поступает от компаний, которые входят в объединение корпорация «Бизнес-Конгресс». Также часть клиентов КУА из числа строительных компаний выступало клиентами входящей в объединение ООО «Финансовая компания «Конгресс Риал Истейт Финанс» (КРИФ). Напомним, что КРИФ специализируется на привлечение инвестиций для строительных компаний.

Важно, что часть крупных клиентов КУА — это компании, в структуре акционеров которых есть государство. По разъяснениям самой КУА сказывается стратегия продаж предыдущих лет: для НПФов сбытовое подразделение привлекала в качестве клиентов профсоюзы и их сателлиты.

К недостаткам диверсификации клиентской базы следует отнести значительный объем частных фондов, которые управляют КУА для строительных компаний. Слабым местом клиентской диверсификации остается небольшое количество клиентов. К примеру, на 5 самых крупных клиентов по линии частных фондов приходилось 96% чистых активов, на 5 самых крупных клиентов в публичном фонде «Улисс» приходилось 100% чистых активов, т.е. фактически КУА не использовала еще статус публичного фонда и не работала с открытым рынком. Агентство рекомендует КУА активнее продвигать свой публичный фонд. Доля 5 самых крупных клиентов в НПФ составляет 64%, что тоже указывает на небольшой уровень диверсификации.

Спецификой же НПФ остается тот факт, что у НПФ конечными клиентами являются физические лица, а юридические лица, указанные в рейтинговой анкете, проводят платежи за своих сотрудников. Да, они в любой момент могут перестать платить, но забрать деньги не смогут — это уже прерогатива клиентов фонда физических лиц, которые непосредственно владеют пенсионными счетами. С другой стороны, статистика, которую приводит КУА в рамках юридических лиц, говорит, что на 5 самых крупных клиентов приходится 64% чистых активов НПФ. Однако в разрезе физических лиц у НПФ, которыми управляет КУА, более 3500 клиентов. Именно такое количество клиентов принимает решение забрать денежные средства или нет. Поэтому в разрезе НПФ работу КУА можно считать диверсифицированной.

В целом можно сделать вывод, что уровень клиентской диверсификации у КУА «Национальный резерв» остается близким к удовлетворительному. Портфель наполнен клиентами, которые никак не связаны между собой, но их немного и часть из них принадлежит к строительной отрасли, которая на данный момент находится в упадке. Также Агентство обращает внимание, что у КУА в структуре доходов идет явный перекос в сторону частных фондов: 90% доходов КУА получает от управления частными фондами, 8% — от управления НПФ и только 1% — от публичных фондов. Частные фонды — это специфический продукт для одного клиента, и они не предусматривают массовый сбыт, а следовательно атрофируют процессы продвижения, характерные для массовых продуктов. Из публичных ИСИ у КУА под управлением всего один фонд, и на самом деле Агентство не может его назвать рыночным ввиду неудовлетворительной клиентской диверсификации в рамках этого фонда.

## Раздел 7. «Диверсификация каналов продаж»

Для улучшения диверсификации каналов продаж КУА систематически предпринимает ряд действий:

1. Происходит набор агентов в регионах и постоянная их ротация, привлечение к работе с пенсионными фондами агентов по продажам из других компаний объединения «Бизнес-Конгресс», улучшение мотивационной схемы для сотрудников корпорации за привлечение клиентов.
2. Постоянно предпринимаются попытки сделать из Web-сайта компании информационный инструмент, усиливающий сбытовые процессы.
3. Улучшается мотивационная схема для клиентов, которые готовы приводить новых клиентов.

У КУА есть несколько достаточно сильных региональных агентов, но их количество пока незначительно. Основная масса продаж осуществляется из головного офиса компании, в системе продаж задействовано руководство. Агентство считает, что эффективность каналов продаж достаточно высокая: из-за значительной доли прямых продаж затраты компании на сбыт составляют менее 1% от чистых активов НПФ. К позитивным факторам следует отнести отсутствие зависимости КУА от эффективности каких-либо посреднических каналов продаж. По оценкам Агентства, прямые продажи у КУА по итогам 8 месяцев 2010 года занимают 65% (рис. 2).

Рис. 2 Распределение продаж по каналам на 01.09.2010



## Раздел 8. «Оценка качества управления активами»

Оценка эффективности работы КУА по управлению фондами остается одним из основных факторов, указывающих на результативность работы инвестиционных управляющих. Однако у КУА «Национальный резерв» провести оценку эффективности работы очень сложно как минимум из-за двух факторов:

1. Под управлением КУА 90% чистых активов инвестированы через частные фонды. В этих фондах КУА часто выполняет роль консультативного органа, когда инвестиционный управляющий может давать советы клиенту, но последнее слово остается за клиентом. Часть таких фондов управляется инвестиционными менеджерами КУА лишь формально, т.е. инвестиционные управляющие исполняют волю клиента и следят за соблюдением требований украинского законодательства и регулятора рынка ценных бумаг при изменении структуры активов фондов. Поэтому считать эффективность управления такими фондами бессмысленно, поскольку инвестиционные управляющие только опосредованно могут влиять на решения клиентов.

2. НПФ, находящиеся под управлением КУА «Национальный резерв», в основной своей массе имели незначительный размер. Часть НПФ были только созданы 1–2 года назад, что для пенсионных фондов является сверхкоротким сроком существования. Как мы видели из статистики, приведенной в предыдущих разделах отчета, активы НПФ под управлением КУА «Национальный резерв» растут в геометрической прогрессии, но их еще не достаточно для масштабной работы. Незначительные размеры НПФ приводят к съеданию доходности от инвестиционных операций и эта проблема не только КУА «Национальный резерв», но и всех КУА в Украине, которые только начинают работать с НПФ. Период, когда комиссионные расходы на проведение транзакций съедают доходность НПФ, у КУА «Национальный резерв» отягчается тем фактом, что КУА для устранения потенциального конфликта интересов публично обязалась использовать услуги стороннего торговца. Вероятно, такое решение ведет к увеличению комиссионных расходов.

В итоге, мы получаем ситуацию, когда две главные категории фондов, от которых КУА получает 99% доходов, не относятся к рыночному типу или еще в силу объективных обстоятельств не готовы к полноценной идентификации их эффективности по бенчмаркам. Данные о доходности фондов приведены в *таблице 4*.

**Данные о доходности фондов ЧАО КУА «Национальный резерв»  
за 2007–2009 гг. и первое полугодие 2010 года**

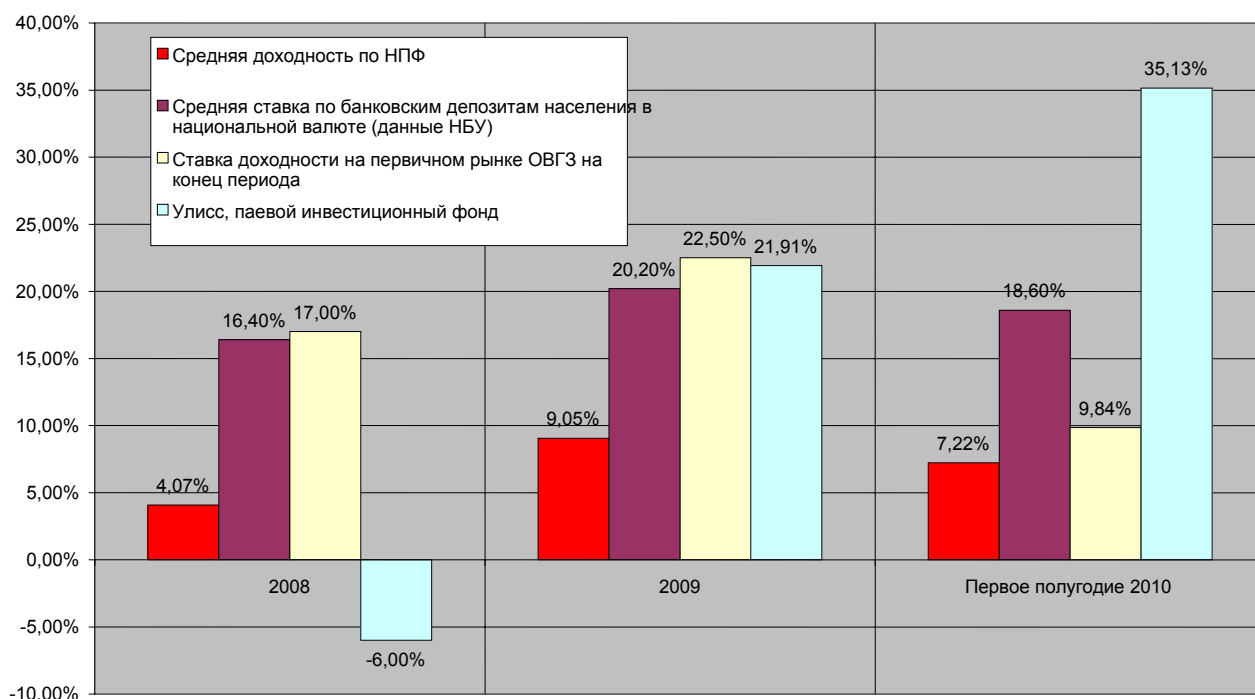
Названия фондов	Доходность за первое полугодие 2010 года	Доходность за 2009 год	Доходность за 2008 год	Доходность с начала 2007 года
Первый профсоюзный, НПФ	-0,67%	13,82%	-5,75%	6,92%
Резерв Запорожья, НПФ	11,99%	4,40%	-	-
Столичный резерв, НПФ	7,86%	-	-	-
Черноморский резерв, НПФ	11,17%	8,48%	-	-
Резерв Ровенщины, НПФ	5,02%	4,84%	-	-
Резерв Тернопольщины, НПФ	5,41%	14,89%	9,51%	29,23%
Энергорезерв, НПФ	9,73%	7,88%	8,46%	22,70%
<b>Средняя доходность по НПФ</b>	<b>7,22%</b>	<b>9,05%</b>	<b>4,07%</b>	<b>19,62%</b>
<b>Улисс, паевой инвестиционный фонд</b>	<b>35,13%</b>	<b>21,91%</b>	<b>-6,00%</b>	<b>34,73%</b>

Источник: данные КУА «Национальный резерв», расчеты РА «Эксперт-Рейтинг»

Главный вывод из информации о доходности НПФ и публичного фонда «Улисс»: в период кризиса инвестиционные управляющие смогли предотвратить уменьшение стоимости чистых активов фондов и обеспечили вкладчикам доходность ниже, чем в среднем по рынку. Одна из причин, по которой доходность по НПФ остается низкой, — это съедание комиссионными затратами доходности по небольшим фондам. Вторая причина — консервативная стратегия инвестиционного управляющего по большинству НПФ. Позиция управляющего такова, что пенсионные фонды КУА не собираются рисковать деньгами клиентов, поэтому основная масса средств НПФ вкладывалась в ОВГЗ. Эта позиция оказалась спасительной в период массовых дефолтов по корпоративным облигациям в 2008–2009 гг., что и позволило сохранить в целостности активы НПФ.

Несмотря на ряд ограничений, которые не дают возможность провести фундаментальную оценку эффективности, Агентство сопоставило итоги работы НПФ и единственного публичного фонда со ставками по депозитам и доходностью на первичном рынке ОВГЗ (рис. 3).

**Рис. 3. Сопоставление доходности фонда «Улисс» со средней доходностью НПФ, ставками по депозитам населения и доходностью на рынке ОВГЗ**



Ситуация с публичным фондом «Улисс» оказалась вполне приемлемой для вкладчиков. Фонд с легкостью преодолел порог эффективности. В 2009 году фонд показал доходность выше, чем средняя ставка по банковским депозитам в национальной валюте. Первое полугодие 2010 года вообще стало рекордным по размеру доходности: фонд принес своим вкладчикам 35,13% годовых с учетом снижения ставок на рынке ОВГЗ до 9,83%, а на рынке депозитов — до 18,6%. Такая доходность смотрится привлекательной и показывает возможности команды управляющих фондами.

## Раздел 9. «Прочие факторы»

Агентство провело анализ взаимодействия КУА с регуляторами рынка, налоговыми органами и силовыми ведомствами. Негативных эпизодов в таком взаимодействии выявлено не было. Топ-менеджмент компании ранее не привлекался к уголовной ответственности, и как показал анализ проверок, существенных нарушений выявлено не было. Налоговая проверка прошла в начале 2010 года, по итогам проверки значительных нарушений обнаружено не было. Проверка со стороны ГКЦБФР была в 2009 году, регулятор обнаружил некоторые нарушения в работе КУА, но они были незначительными. В настоящий момент данные нарушения устранены.

Анализ штатного расписания КУА «Национальный резерв» показал, что компания придерживается консервативной стратегии найма персонала, поддерживая минимальный штат сотрудников, который необходим для принятия осознанных решений (табл. 5).

Таблица 5

Данные о штате КУА «Национальный резерв» за 2007–2009 годы

Показатели	2009	2008	2007	Изменение с 2007 по 2009 год
Штат на конец периода, чел.	13	16	16	-3
Число уволенных за период	4	6	7	-3
Число нанятых за период	1	7	13	-12
Количество штатных сотрудников с высшим экономическим образованием	8	10	10	-2
Количество штатных сотрудников со степенью кандидата или доктора наук	1	1	1	0
Количество сотрудников с сертификатами ГКЦБФР	6	7	5	+1
Количество сотрудников стаж работы которых на фондовом рынке превышает 5 лет	3	4	4	-1

Источник: данные КУА «Национальный резерв», расчеты РА «Эксперт-Рейтинг»

К позитивным моментам следует отнести наличие в штате компании лиц с высшим образованием и ученой степенью, а также лиц, проработавших на фондовом рынке более 5 лет. К негативным факторам Агентство относит довольно большую текучесть кадров, что для бизнеса по управлению НПФ, у которого значительные временные горизонты, не совсем хорошо. Однако повышенный уровень текучести кадров в КУА не является критичным.

В своей деятельности в качестве хранителя и расчетного банка КУА использует услуги акционерного банка «Клиринговый дом». КУА не имеет корпоративных связей с данным банком по линии собственников, сотрудничество с этим хранителем не несет в себе никаких конфликтов интересов с инвесторами и вкладчиками НПФ. По оценкам самой КУА, уровень обслуживания в банке остается хорошим.

## ВЫВОДЫ

По результатам рейтингового исследования РА «Эксперт-Рейтинг» присваивает АО КУА «Национальный резерв» (код ЕГРПОУ 22904759) рейтинг на уровне **uaBBB.amc**. Компания с данным рейтингом с достаточно хорошим уровнем вероятности исполнит свои фидуциарные обязательства перед клиентами, имеет для этого материально-техническую базу, кадровый и ресурсный потенциал. Обобщая итоги рейтингового исследования, РА «Эксперт-Рейтинг» акцентирует внимание на следующих аспектах:

1. КУА «Национальный резерв» занимает незначительную долю рынка: менее 1% на рынке публичных ИСИ и НПФ, на рынке непубличных фондов доля компании колеблется вокруг 2–3%. До 90% чистых активов фондов, которые находятся в управлении КУА «Национальный резерв», принадлежат непубличным фондам, что осложняет как оценку эффективности управления, так и расчет реальной доли рынка.

2. В КУА «Национальный резерв» основная масса потенциально опасных для инвесторов ситуаций, при которых может возникнуть конфликт интересов, подавлена процедурными методами: в ущерб доходности НПФ КУА отказалась от взаимодействия с торговцем, который входит вместе с КУА в Корпорацию «Бизнес-Конгресс». В КУА действует комитет управления рисками, в котором администрация компании, отвечающая за хозяйственную часть, не имеет решающего голоса. В КУА нет практики продаж продуктов эмитентам, бумаги которых приобретают фонды. Тем не менее, на момент рейтингования часть предпринятых шагов не оформлены соответствующими документами внутри компании, также о части решений, снимающих конфликт интересов, станет известно общественности только после публикации рейтингового отчета. То есть шаги, ранее направленные на устранение конфликта интересов с инвесторами, не придавались огласки, что уменьшало их значимость. В КУА функционирует полноценная система контроля за работой инвестиционных управляющих, которая минимизирует возможность злоупотреблений.

3. Финансовое состояние КУА «Национальный резерв» определяется Агентством как очень устойчивое. Компания в значительной степени перекапитализирована, обладает непревзойденным запасом финансовой прочности, а убыточная работа последних лет не является значимым фактором из-за небольших убытков и разворота стратегии развития в сторону управления НПФ, сегмента управления активами, который на старте не может быть прибыльным.

4. Качество управления активами в КУА «Национальный резерв» Агентство оценивает как удовлетворительное. С одной стороны КУА еще не работала на широком рынке и имеет ограниченный перечень инвесторов. С другой стороны, как только сложилась благоприятная конъюнктура, единственный публичный фонд КУА сразу показал доходность на порядок выше бенчмарков. Для окончательных выводов, нужно, чтобы КУА показала аналогичные результаты на открытом рынке и с большим количеством фондов, чем сейчас.

5. Диверсификация клиентской базы КУА «Национальный резерв» близка к удовлетворительной. Публичный фонд базируется на инвестициях пяти инвесторов, частные фонды по определению не могут базироваться на массовых инвестициях. Единственным позитивом в диверсификации являются НПФ, несмотря на то, что на 5 крупнейших клиентов компании приходится 64% активов НПФ. За этими фондами стоит значительное количество вкладчиков-физических лиц. Такая модель в перспективе открывает КУА «Национальный резерв» возможности по работе на широком рынке.

6. РА «Эксперт-Рейтинг» акцентирует внимание на том, что в КУА «Национальный резерв» уже существует адекватная система управления средствами клиентов. Агентство может лишь констатировать факт, что эта система работала в прошлом и работает сейчас, однако она работает и адаптирована для узкого сегмента клиентов. Существуют незначительные риски того, что при выходе КУА на широкий рынок с массовыми продуктами алгоритмы работы, построенные на узком кругу инвесторов, начнут давать сбой. В настоящий момент видимых проблем кроме необходимости углубления транспарентности, Агентство не отмечает. Причиной для повышения инфраструктурного рейтинга может стать увеличение транспарентности КУА и удачное апробирование моделей ее работы на открытом рынке.

Члены Рейтингового комитета РА «Эксперт-Рейтинг»:

1. **Владимир Духненко**, директор ООО «РА «Эксперт-Рейтинг», к.т.н. —
2. **Виталий Шапран**, заместитель директора, главный финансовый аналитик ООО «РА «Эксперт-Рейтинг», к.э.н. —
3. **Елена Ставер**, аналитик рейтингового агентства «Эксперт-Рейтинг» —

**Подписи членов рейтингового комитета ООО «РА «Эксперт-Рейтинг» подтверждаю:**

Директор ООО «РА Эксперт-Рейтинг» \_\_\_\_\_ **Владимир Духненко**

## Приложение А

### Ограничения на использование рейтингового отчета

Настоящий отчет является интеллектуальной собственностью ООО «РА «Эксперт-Рейтинг». Все интеллектуальные права ООО «РА «Эксперт-Рейтинг» охраняются в соответствии законодательством Украины. Ни одна часть этого отчета не может продаваться, воспроизводиться или распространяться третьими лицами без письменного согласия ООО «РА «Эксперт-Рейтинг». Вся информация, содержащаяся в настоящем отчете, получена ООО «РА «Эксперт-Рейтинг» из источников, которые в ООО «РА «Эксперт-Рейтинг» считают достоверными. В связи с возможностью человеческой или технической ошибки, а также других факторов, ООО «РА «Эксперт-Рейтинг» не гарантирует абсолютной надежности представленной цифровой информации. Рейтинг КУА, а также любая часть информации, содержащейся в отчете, должны рассматриваться исключительно как мнение о возможностях КУА исполнять свои фидуциарные обязательства перед клиентом, а не как рекомендация по покупке или продаже ценных бумаг или рекомендация по использованию услуг КУА. ООО «РА «Эксперт-Рейтинг» не несет ответственности за результаты кредитных, инвестиционных или хозяйственных решений третьих лиц, принятых исключительно с учетом информации о рейтингах, присвоенных ООО «РА «Эксперт-Рейтинг».

Вкладчики, страхователи, инвесторы, используя данный рейтинговый отчет, автоматически соглашаются с тем, что содержание данного рейтингового отчета является мнением аналитиков Рейтингового агентства «Эксперт-Рейтинг».

Для КУА оценка производится в соответствии со шкалой ООО «РА «Эксперт-Рейтинг» (таблица А), которая была адаптирована под национальные стандарты.

Специально для Украины аналитическая служба РА «Эксперт-Рейтинг» адаптировала национальную рейтинговую шкалу под инфраструктурные рейтинги (табл.А).

Таблица А

Адаптация национальной рейтинговой шкалы для инфраструктурных рейтингов

Рейтинг	Вероятность исполнения эмитентом долговых обязательств	Шкала для КУА	Шкала для коллекторов	Шкала для хранителей	Вероятность исполнения инфраструктурной компанией фидуциарных обязательств
uaAAA	Наивысший	uaAAA.amc	uaAAA.col	uaAAA.cus	Наивысший
uaAA	Очень высокий	uaAA.amc	uaAA.col	uaAA.cus	Очень высокий
uaA	Высокий	uaA.amc	uaA.col	uaA.cus	Высокий
uaBBB	Хороший	uaBBB.amc	uaBBB.col	uaBBB.cus	Хороший
uaBB	Приемлемый	uaBB.amc	uaBB.col	uaBB.cus	Приемлемый
uaB	Удовлетворительный	uaB.amc	uaB.col	uaB.cus	Удовлетворительный
uaCCC	Сигнальный	uaCCC.amc	uaCCC.col	uaCCC.cus	Сигнальный
uaCC	Низкий	uaCC.amc	uaCC.col	uaCC.cus	Низкий

В течение двух последних лет в РА «Эксперт-Рейтинг» разрабатывалась методология рейтингования инфраструктурных участников. В разработке принимали участие члены совета УАИБ, сотрудники Госфинуслуг, НБУ, ГКЦБФР и государственных учреждений.

#### Как следует воспринимать инфраструктурные рейтинги?

Обращаем внимание участников рынка, что инфраструктурные рейтинги РА «Эксперт-Рейтинг» не показывают вероятность дефолта компании, а буквенная оценка состоит из трех значений.

Например, рейтинг **uaAAA.amc** следует воспринимать так:

- **ua** — признак национальной шкалы;
- **AAA** — наивысшая вероятность исполнения компанией по управлению активами фидуциарных обязательств;
- **amc** — буквы, обозначающие, что рейтинг выставлен компанией по управлению активами (asset management company).

Например, рейтинг **uaAAA.col** следует воспринимать так:

- **ua** — признак национальной шкалы;
- **AAA** — наивысшая вероятность исполнения коллекторской компанией фидуциарных обязательств перед своими клиентами;
- **col** — буквы, обозначающие, что рейтинг выставлен коллекторской компании (collection company).

#### Особенности методологии инфраструктурных рейтингов.

Когда инвестор выбирает фонд, он обязательно должен изучить не только условия инвестирования в фонд, но и понимать, как КУА управляет этим фондом. На первом этапе инвестор должен убедиться, что у КУА есть всё необходимое для того, чтобы процессы управления фондами сделать эффективными. На втором этапе инвестор должен осознать степень заинтересованности КУА в эффективности управления фондами. Именно после синтеза двух перечисленных аспектов складывается рейтинг КУА, который указывает на Вероятность исполнения КУА фидуциарных обязательств.

Когда банк, обладающий портфелем проблемной задолженности, выбирает коллектора, он должен быть уверен, что коллектор обладает достаточными ресурсами для того, чтобы исполнить договор с банком. То есть, у коллектора имеются достаточно квалифицированный персонал, развитая региональная сеть, отработанная методология работы с проблемными заемщиками и т.д. Кроме того, у коллектора не должно быть конфликта интересов, который помешает ему исполнять свои обязательства по договорам с клиентами. Методология РА «Эксперт-Рейтинг» по индивидуальным инфраструктурным рейтингам коллекторских компаний учитывает оба описанных выше аспекта.

Традиционно методику расчетов РА «Эксперт-Рейтинг» открывает при публикации рейтинговых отчетов, публикация отчетов для индивидуальных инфраструктурных рейтингов остается обязательной, поскольку обеспечивает исполнение основных требований IOSCO к рейтинговому агентству.