

Жданова Ольга Александровна

кандидат экономических наук,  
доцент кафедры экономической теории  
и инвестирования  
Московского государственного университета  
экономики, статистики и информатики

## РЫНОК ФОЛИО: ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

### Аннотация:

Автор, характеризуя в работе уже не новый, но малопопулярный в российской экономике инвестиционный продукт – фоллио, выделяя достоинства и недостатки рассматриваемого инвестиционного решения, ставит вопрос о перспективе развития и возможной жизнеспособности фоллио на российском рынке, а также приводит перечень мер законодательного, информационного и экономического характера, которые помогут активизировать рынок фоллио в РФ.

### Ключевые слова:

фоллио, рынок фоллио, финансовый инструмент, инвестиционный продукт, инвестиционное решение, инвестиционный инжиниринг, финансовый рынок.

Zhdanova Olga Aleksandrovna

PhD in Economics,  
Assistant Professor,  
Economic Theory and Investment Subdepartment,  
Moscow State University of Economics,  
Statistics and Informatics

## FOLIO MARKET: DEVELOPMENT PROSPECTS

### Summary:

The article describes such a product as a folio that is no longer new, but still is not very popular in the Russian economy. The author considers advantages and shortcomings of this investment form, and discusses development prospects and possibilities of the folio at the Russian market. The list of legislative, information and economic measures, which can support development of the folio market in Russia, is suggested.

### Keywords:

folio, market folio, financial instrument, investment product, investment decision, investment engineering, financial market.

Финансовый рынок сегодня переживает не лучшие времена. Общий спад, вызванный экономическими и политическими факторами, высокая волатильность, зыбкие инвестиционные прогнозы – все это приводит к оттоку капитала с финансового рынка и прежде всего из его высоко- и среднерисковых сегментов. Пока «держится» банковский сектор в части депозитов, однако его тоже пошатнули резкие колебания курса российской валюты. Все это обостряет конкурентную борьбу за капитал инвесторов между различными рыночными субъектами.

На фоне усиливающейся конкуренции на финансовом рынке все большие масштабы приобретает инвестиционный инжиниринг, предлагая наряду с неординарными и креативными неинтересные и ненужные финансовые инструменты и инвестиционные продукты. Стремясь привлечь клиентов, организации представляют новые инвестиционные решения, которые должны «захватить» потенциальных инвесторов своими характеристиками. Общеизвестно, что одним из наиболее качественных вариантов получения конкурентного преимущества является представление уникального продукта. На российском рынке к такому продукту можно отнести фоллио. Фоллио – уже не новый, но практически никому не известный инвестиционный продукт, пока не прижившийся на рынке и не заинтересовавший инвесторов в должной степени. Есть ли у рынка фоллио перспективы развития, или этот продукт так и останется экзотическим?

Фоллио – инвестиционный продукт, который был впервые предложен на российском рынке УК «Альфа-Капитал» в 2009 г. За счет фоллио компания расширила линейку продуктов для состоятельных клиентов, прежде всего частных лиц. Минимальная сумма инвестирования составляет 500 тыс. руб. (управляющая компания «Альфа-Капитал») [1], что сразу же «отсеивает» множество мелких инвесторов.

По сути фоллио представляет собой инвестиционный портфель, который включает в себя несколько ценных бумаг, объединенных общей инвестиционной идеей. Фоллио формируется после проведения тщательного анализа как рынка, так и отдельных компаний, чьи ценные бумаги планируется включить в инвестиционный портфель. После формирования фоллио управляющая компания придерживается пассивной стратегии управления, то есть не производит активных действий, направленных на увеличение доходности или снижение риска. Предполагается, что фоллио должен за некоторый период времени (чаще всего среднесрочный) «отыграть» свою инвестиционную идею» [2]. Какие-либо текущие выплаты по фоллио отсутствуют, а инвесторы могут получать доход за счет роста стоимости фоллио, то есть как разницу между ценой продажи и ценой приобретения инвестиционного портфеля.

Приобретая фолио, инвестор фактически получает обычный инвестиционный портфель, причем договор доверительного управления не предусматривает трансформацию инвестиционного портфеля в рамках холдингового периода. В случае «покупки» фолио с клиентом «заключается стандартный договор доверительного управления. К нему прилагается инвестиционная декларация с перечнем из нескольких акций или облигаций» [3]. У инвестора, конечно, имеется возможность продажи инвестиционного портфеля, причем момент продажи выбирается именно самим инвестором, без дополнительных консультаций со стороны управляющего. Следовательно, инвестор может неправильно выбрать момент продажи и недополучить прибыль или понести убытки.

Фолио имеет прозрачный состав и структуру активов, которые раскрываются потенциальным инвесторам. «Приобретая» фолио, инвестор получает преимущество в виде отсутствия необходимости самостоятельно проводить анализ рынка (или обращаться в аналитическое агентство) с целью определения ценных бумаг, которые будут включены в инвестиционный портфель, а в дальнейшем инвестору не надо самостоятельно совершать сделки купли-продажи ценных бумаг и управлять инвестиционным портфелем. По фолио инвестор регулярно получает развернутую отчетность о динамике изменения стоимости инвестиционного портфеля и иных показателей, что также является преимуществом. Фолио – инвестиционный продукт, представляющий собой уже готовое инвестиционное решение со всем необходимым (юридическим, бухгалтерским) сопровождением, что, при прочих равных условиях, существенно сокращает временные, трудовые и, возможно, материальные затраты инвестора.

Договор доверительного управления, заключаемый при «покупке» фолио, не является полноценным договором индивидуального доверительного управления, так как не учитывает пожелания конкретного инвестора. Фолио нельзя отнести ни к рынку индивидуального доверительного управления, так как он не является персонифицированным, ни к рынку коллективного инвестирования, поскольку отсутствуют совместные вложения нескольких инвесторов. Таким образом, рынок фолио находится между рынком индивидуального доверительного управления и рынком коллективного инвестирования, но, безусловно, относится к финансовому рынку.

У фолио есть ряд недостатков, которые невозможно не заметить и которые не только существенно тормозят, а, скорее, препятствуют развитию этого сегмента финансового рынка.

1. Отсутствие законодательного регулирования именно рынка фолио. Фолио, в соответствии с российским законодательством, не является ни ценной бумагой, ни производным финансовым инструментом; термин «фолио» отсутствует в каких-либо законодательных актах Российской Федерации. С другой стороны, как уже было сказано, между инвестором и управляющей компанией фактически заключается договор доверительного управления, а эта область уже является достаточно хорошо урегулированной, в том числе Гражданским кодексом Российской Федерации [4, ст. 1012]. Скорее всего, принятие отдельного законодательного акта, посвященного фолио, на данный момент нецелесообразно, однако внесение изменений в некоторые законодательные акты (в части обеспечения большей защиты прав и интересов инвесторов) могло бы стимулировать развитие рынка фолио.

2. Фолио представляет собой стандартизированный инвестиционный портфель, который инвестор не может ни переформировать, ни изначально включить в него те ценные бумаги, которые он считает интересными. Одновременно с этим при управлении фолио управляющие компании придерживаются пассивной стратегии. Примерно такого же эффекта инвестор может добиться путем получения индивидуальной, персонализированной консультации у инвестиционного аналитика и формирования своего собственного, оптимального именно для этого инвестора, инвестиционного портфеля, который, несомненно, в большей степени будет отражать все его инвестиционные цели. После этого инвестор может самостоятельно ждать, когда портфель «отыграет инвестиционную идею». При этом комиссионные будут более низкими, нежели чем при покупке фолио, ведь в последнем случае они составляют 1,49 % от стоимости чистых активов [5].

3. Управляющие не осуществляют активных действий с инвестиционным портфелем. Если рынок является растущим, а доходности выбранных в портфель ценных бумаг положительно коррелируют с доходностями рыночного портфеля, то, при прочих равных условиях, это скажется положительно на фолио и его стоимость будет расти вслед за рынком. Если же рынок является падающим, а доходность выбранных в фолио ценных бумаг и доходность рынка связаны положительной зависимостью, то, при прочих равных условиях, стоимость фолио будет падать, что, безусловно, является негативным фактором. При отрицательной корреляции между доходностями выбранных в инвестиционный портфель ценных бумаг и доходностью рынка, при прочих равных условиях, в случае растущего рынка стоимость фолио будет падать, а в случае падающего рынка будет, наоборот, расти. В условиях высокой волатильности рынка отсутствие активного управления инвестиционным портфелем может привести к непредсказуемым инвестиционным результатам, в том числе к полной потере капитала. Исключением может быть:

а) выбор длительного холдингового периода, когда рост и падение в среднем уравниваются друг друга (но это не характерно для преимущественно среднесрочного фолио);

б) очень умелый выбор ценных бумаг, которые будут стабильно расти вне зависимости от общей неблагоприятной ситуации. Однако, если проанализировать представленные на российском рынке фолио, сделать такой вывод нельзя. Так, на 30 апреля 2014 г. доходность трех фолио управляющей компании «Альфа-Капитал» (без учета вознаграждения управляющей компании и иных возмещаемых расходов) являлась отрицательной (фолио «Ставка на лидеров 2012» – –1,98 % годовых, «Выбор 2012» – –11,97 % годовых, «Компании внутреннего спроса» – –1,72 % годовых), и только один фолио этой управляющей компании – «Дивидендные истории 2012» – показал положительную доходность в размере 8,65 % годовых [6].

Пассивная стратегия управления не является новой для рынка. Например, индексные паевые инвестиционные фонды также соответствуют пассивной стратегии управления, но тем не менее смотрятся более выигрышно по сравнению с фолио. Во-первых, управляющие индексных паевых инвестиционных фондов оставляют за собой право трансформировать инвестиционный портфель фонда в соответствии с изменяющимися внешними условиями и при необходимости делают это в рамках законодательно установленных границ, а во-вторых, инвестор, вступая в паевую инвестиционный фонд, получает инвестиционный пай – полноценную, законодательно закрепленную, ценную бумагу, обладающую некоторой ликвидностью.

4. Инвестор может «продать» фолио только целиком. Это крайне неудобно, ведь весь портфель целиком достаточно редко разом становится провальным. Кардинальное падение одной – двух ценных бумаг будет вынуждать инвестора продавать весь инвестиционный портфель, что, в свою очередь, может являться убыточным. При индивидуальном доверительном управлении или в случае инвестирования в акционерные инвестиционные фонды или в паевые инвестиционные фонды (открытые или биржевые) инвестор может свободно и плавно менять свой инвестиционный портфель.

5. Фолио не является достаточно диверсифицированным инвестиционным портфелем, что, при прочих равных условиях, повышает инвестиционные риски.

6. Фолио является неликвидным. Совершать сделки с самим фолио невозможно, по нему отсутствует не только вторичный, но и первичный рынок. Оценивать потенциальную ликвидность фолио просто бессмысленно, а договор доверительного управления, особенно с учетом представленных выше ограничений, признать ликвидным нельзя.

На данный момент российский рынок фолио минимален. Фактически активно фолио предлагает только одна управляющая компания – «Альфа-Капитал», а в ее линейке действующими являются только 4 фолио, остальные относятся к архивным [7]. Тем не менее аналогичные инвестиционные продукты предлагают и иные управляющие компании, банки, инвестиционные компании («КИТ Финанс Брокер», «Инвестиционный республиканский банк», «Энергокапитал» [8; 9; 10]), однако не называют их фолио.

Доходность фолио сопоставима с доходностью индексных паевых инвестиционных фондов (на 31 марта 2014 г. в среднем доходность таких фондов составила –6,5 % годовых [11]), но с учетом падающего и высоковолатильного рынка существенно уступает доходности банковских депозитов.

Существуют специальные фолио, предназначенные для квалифицированных инвесторов и предполагающие формирование международного инвестиционного портфеля [12]. С одной стороны, это интересно тем, что существенно снижаются расходы инвестора на формирование инвестиционного портфеля, включающего иностранные ценные бумаги (а составление такого портфеля стоит дорого), однако, с другой стороны, предложение такого фолио не очень разумно, так как квалифицированные инвесторы вряд ли будут согласны на пассивное управление инвестиционным портфелем, имеющим целый ряд ограничений и недостатков.

В мировой практике фолио были разработаны как альтернатива инвестиционным фондам и представляют собой заранее сформированный инвестиционный портфель. Однако в отличие от фолио, представленных на российском рынке, западные фолио могут быть изменены по составу и структуре непосредственно инвестором в зависимости от поставленных им целей, а «продавать» фолио можно или целиком, или его отдельные позиции (ценные бумаги). «Инвестор может изменять состав корзины немедленно или по прошествии определенного времени, пока набор акций, входящих в корзину, не будет полностью соответствовать его требованиям и предпочтениям» [13, с. 555]. Уже нельзя однозначно сказать, что фолио соответствует пассивной стратегии управления.

Зарубежные фолио являются существенно более диверсифицированными, нежели чем российские, и включают в себя порядка 40 ценных бумаг, что снижает риски инвестирования, но и требует большего умения в управлении.

За рубежом фолио относится к интернет-ориентированным инвестиционным продуктам, чего нельзя сказать о российском рынке. Это может быть вызвано тем, что инвестиционный портфель не трансформируется, реализуется четкая пассивная стратегия управления, а значит, количество сделок является минимальным, что существенно снижает преимущества и целесообразность активного использования интернет-технологий.

Рынок фолио в России вряд ли будет существенно расти. Однако изменить такую ситуацию может разработка и реализация действенной маркетинговой стратегии по продвижению фолио. Но на данный момент сложившаяся на рынке ситуация однозначно свидетельствует о том, что такая стратегия отсутствует. Процесс «покупки» фолио по своей сложности, время- и трудоемкости как минимум не является более затруднительным по сравнению с приобретением инвестиционных паев, вступлением на рынок общих фондов банковского управления или заключением заговора на индивидуальное доверительное управление. Тем не менее сегмент финансового рынка – рынок фолио – существенно проигрывает как рынку коллективного инвестирования, так и рынку индивидуального доверительного управления. В настоящее время фолио является дорогим инвестиционным продуктом с ограниченными возможностями, высокими рисками и очень низкой ликвидностью, который, в противовес общеизвестному соотношению «высокий риск – высокая доходность – низкая ликвидность», не приносит высокой доходности.

Активизировать рынок фолио может следующее:

- внесение изменений в нормативные правовые акты, которые будут защищать интересы инвесторов на рынке фолио;
- формирование диверсифицированного инвестиционного портфеля на основе тщательного проведенного анализа. Это должно отразиться на составе и структуре фолио, так как на данный момент они являются весьма обыденными;
- расширение состава активов фолио путем включения в инвестиционный портфель не только акций и облигаций, но и других финансовых инструментов;
- предоставление инвестору возможности изменять фолио, в том числе продавать не все фолио, а отдельные финансовые инструменты, входящие в инвестиционный портфель;
- снижение комиссионного вознаграждения за управление;
- активное продвижение фолио как интернет-продукта;
- хорошее аналитическое и информационное сопровождение.

Возможно, фолио еще найдет своего клиента на российском финансовом рынке и станет популярным инвестиционным продуктом, но оно вряд ли заинтересует кого-то, кто уже «пробовал свои силы» в данной области.

#### Ссылки:

1. Управляющая компания «Альфа-Капитал». Фолио [Электронный ресурс]. URL: <http://www.alfacapital.ru/individual/folio/> (дата обращения: 11.05.2014).
2. Лаврентьев С. Неуправляемые активы [Электронный ресурс] // РБК daily. 2009. 1 окт. URL: <http://rbcdaily.ru/finance/562949978997695> (дата обращения: 11.05.2014).
3. Мальцев О. Корзина для новичков [Электронный ресурс] // Финанс. № 40 (323). URL: <http://www.finansmag.ru/95273> (дата обращения: 11.05.2014).
4. Гражданский кодекс Российской Федерации : часть вторая от 26.01.1996 № 14-ФЗ (в ред. от 28.12.2013 № 416-ФЗ) [Электронный ресурс] // СПС «Консультант Плюс». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_156602/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_156602/) (дата обращения: 05.08.2014).
5. Управляющая компания «Альфа-Капитал». Фолио [Электронный ресурс].
6. Там же.
7. Там же.
8. КИТ Финанс Брокер [Электронный ресурс] : офиц. сайт. URL: <http://brokerkf.ru/> (дата обращения: 11.05.2014).
9. Доверительное управление [Электронный ресурс] // Инвестиционный республиканский банк : офиц. сайт. URL: <http://www.inresbank.ru/retail/du/> (дата обращения: 11.05.2014).
10. Инвестиционная группа Энергокапитал [Электронный ресурс] : офиц. сайт. URL: <http://www.energ.ru/about/news/> (дата обращения: 11.05.2014).
11. Коэффициенты фондов [Электронный ресурс] // Investfunds. URL: <http://pif.investfunds.ru/analytics/coefficients/?sort=1y&d=down> (дата обращения: 11.05.2014).
12. Доходность фолио УК «Альфа-Капитал» за первый год в среднем в два раза обогнала рост ММББ [Электронный ресурс] // Компания : деловой еженедельник. URL: <http://ko.ru/samizdats/38445> (дата обращения: 11.05.2014).
13. Финансовые инструменты / под ред. Ф. Фабозци. М., 2010. 864 с.

#### References:

1. *The Management Company "Alfa Capital". Folio 2014*, retrieved 11 May 2014, <<http://www.alfacapital.ru/individual/folio/>>.
2. Lavrentiev, S 2009, 'Unmanaged assets', *RBC daily*, October 1, retrieved 11 May 2014, <<http://rbcdaily.ru/finance/562949978997695>>.
3. Maltsev, O 2009, 'Shopping for beginners', *Finance*, no. 40 (323), retrieved 11 May 2014, <<http://www.finansmag.ru/95273>>.

4. 'Civil Code of the Russian Federation: Part Two of 26.01.1996 № 14-FZ (as amended. From 28.12.2013 № 416-FZ)' 1996, *ATP "Consultant Plus"*, retrieved 05 August 2014, <[http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_156602/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_156602/)>.
5. *Management Company "Alfa Capital". Folio.*
6. *Management Company "Alfa Capital". Folio.*
7. *Management Company "Alfa Capital". Folio.*
8. *KIT Finance Broker*: official. site, retrieved 11 May 2014, <<http://brokerkf.ru/>>.
9. 'Asset Management' 2014, *Investment Nationwide Bank*: official. site, retrieved 11 May 2014, <<http://www.inresbank.ru/retail/du/>>.
10. *Investment Group Energocapital*: official. site 2014, retrieved 11 May 2014, <<http://www.energ.ru/about/news/>>.
11. 'Odds funds' 2014, *Investfunds*, retrieved 11 May 2014, <<http://pif.investfunds.ru/analytics/coefficients/?sort=1y&d=down>>.
12. 'Yield folio MC "Alfa Capital" for the first year, on average, twice the growth overtook MICEX' 2014, *Company: Business Weekly*, retrieved 11 May 2014, <<http://ko.ru/samizdats/38445>>.
13. Fobotstsi F (ed.) 2010, *Financial instruments*, Moscow, p. 864.