

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/2220-6469-2025-19-2-62-72
УДК 336.61(045)
JEL G32, O43

Модели управления целевым капиталом в российских и зарубежных университетах

А.А. Пилипосян

советник при Ректорате, преподаватель МГИМО, Москва, Российская Федерация

АННОТАЦИЯ

Предмет. Фонды целевого капитала во всем мире генерируют значимую часть средств для финансирования деятельности учреждений высшего профессионального образования. Эндаумент-фонды университетов — это некоммерческие институты долгосрочного или бессрочного функционирования, капитал которых формируется за счет пожертвований с целью его дальнейшего инвестирования и получения дохода, направляемого на уставные цели вузов. **Цель.** В основе работы лежит сравнительный анализ моделей управления целевым капиталом эндаументов российских и зарубежных университетов, где, в зависимости от соотношения целевых показателей риска и доходности, применяются различные стратегии: от консервативных — с традиционными финансовыми инструментами до высокорискованных — со значительной долей вложений в инновационные стартапы. **Актуальность.** В нашей стране эндаумент-фонды, рассматриваются в первую очередь как механизм, обеспечивающий стабильный финансовый поток на долгосрочную перспективу при минимальных рисках, контролируемых на законодательном уровне. **Выводы.** Активизация процесса привлечения средств в эндаументы российских вузов путем вложения «длинных денег» в инновационные проекты высшей научной школы (по примеру Стэнфордской модели) может способствовать росту экономики. Но для этого необходимо преодолеть существующие проблемы, такие как: нестабильность входящего денежного потока; недостаточный опыт внутриуниверситетских структур по аккумуляции капитала; ограничения, налагаемые на использование инструментов инвестирования; непостоянство уровня расходования денежных поступлений.

Ключевые слова: эндаумент-фонд; целевой капитал; инвестиционная деятельность; доходность и риск

Для цитирования: Пилипосян А.А. Модели управления целевым капиталом в российских и зарубежных университетах. *Мир новой экономики. Мир новой экономики.* 2025;19(2):62-72. DOI: 10.26794/2220-6469-2025-19-2-62-72

ORIGINAL PAPER

Models for Managing Endowment Funds in Russian and Foreign Universities

A.A. Piliposyan

Advisor to the Rector, Lecturer of
Moscow State University of International Relations, Moscow, Russian Federation

ABSTRACT

Subject. Endowment funds worldwide generate a significant portion of financing for higher education institutions. University endowment funds are nonprofit resources with long-term or perpetual operation, whose capital is formed through donations and subsequently invested to generate income channeled into the statutory objectives of universities. **Objective.** This study presents a comparative analysis of endowment capital management models at Russian and foreign universities. Depending on the balance between targeted risk and return indicators, various strategies are employed, ranging from conservative approaches utilizing traditional financial instruments to high-risk strategies with substantial investments in innovative startups. **Relevance.** In Russia, endowment funds are primarily regarded as a mechanism to ensure a stable long-term financial flow with minimal risks, regulated at the legislative level. **Conclusions.** Intensification of the inflow of funds into Russian university endowments by means of investing “long money” into innovative projects of advanced academic institutions (following the Stanford model) may contribute

© Пилипосян А.А., 2025

to economic growth. However, in order to achieve this, it is necessary to overcome existing problems, such as the following: instability of incoming cash flow; insufficient experience of intra-university structures in capital accumulation; restrictions imposed on the use of investment instruments, as well as volatility of the level of expenditure of cash flow.

Keywords: endowment fund; target capital; investment activities; profitability and risk.

For citation: Piliposyan A.A. Models for managing endowment funds in Russian and foreign universities. *The world of the new economy*. 2025;19(2):62-72. DOI: 10.26794/2220-6469-2025-19-2-62-72

ВВЕДЕНИЕ

Эндаумент-фонды в области высшего образования создаются чаще, чем в других сферах экономической деятельности, что можно связать с наличием развитой и диверсифицированной сети стейкхолдеров, готовых осуществлять пожертвования на развитие вуза [1]. Бывает, что выпускники и крупные спонсоры проявляют заинтересованность в успешности функционирования и развитии своей альма-матер, что дополнительно мотивирует их к осуществлению пожертвований [2].

Первыми использовать механизм эндаумент-фондов для создания дополнительного денежного потока в финансировании собственной деятельности стали университеты в США и Великобритании, что создало исторический прецедент: в 70-х гг. XX в. начался их активный рост на фоне интенсивного развития финансовых рынков. В становлении эндаумент-фондов можно выделить три этапа, напрямую связанные с развитием финансовых механизмов и инструментов в различных странах мира. На первом этапе произошло формирование отдельных фондов капитала для поддержания исторического наследия без применения единого регуляторного механизма на уровне стран (окончание этого этапа можно условно отнести к началу 70-х гг. XX в.). На втором этапе осуществилась формализация англо-саксонской модели эндаумент-фондов (США, Англия, Канада, Австралия), и их количество стало увеличиваться; появились первичные нормативные документы; начали возникать диверсифицированные структуры, объединяющие воедино более мелкие целевые фонды. Третий этап характеризуется расширением географии фондов и формированием национальных систем контроля их деятельности в Азии, арабских странах и Восточной Европе с последующим постепенным внедрением законодательного регулирования и определением региональной специфики функционирования. Таким образом, появились азиатская, арабская и восточно-европейская модели фондов целевого капитала.

До недавнего времени по размеру целевого капитала самыми крупными считались эндаументы аме-

риканских вузов¹, но в 2023 г. в этом вопросе стали лидировать арабские и азиатские страны. Рекордные по объемам целевого капитала фонды в Азии и на Ближнем Востоке взяли за основу англо-саксонскую модель организации деятельности, но при этом функционируют с учетом своих региональных или религиозных традиций, устоявшихся в обществе, а поэтому имеют специфические особенности.

В последнее время, из-за изменения приоритетов развития университетского образования и новых геополитических вызовов, происходит пересмотр практик управления фондами.

МОДЕЛИ УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛОМ ЭНДАУМЕНТ-ФОНДОВ

Выбор инвестиционной модели напрямую зависит от размера фонда, целей эндаумента и сроков их достижения, а также от объема доступных ресурсов и уровня профессионализма менеджмента вуза [3]. Если обратиться к практике инвестирования средств университетскими эндаумент-фондами, то условно можно выделить шесть наиболее распространенных моделей, применяемых в зависимости от соотношения доходности и риска:

- модели Йеля (Yale Model) и Стэнфорда (Stanford Model), которые используются фондами, стремящимися к максимальной доходности с более высокими рисками;
- Гарвардская (Harvard Model) и Канадская (Canadian Model) модели, основанные на обеспечении баланса между уровнем доходности и риском и поэтому ориентирующиеся на диверсификацию активов в портфеле и активное управление;
- традиционная модель (Endowment Model) и модель, базирующаяся на принципах современной портфельной теории (Modern Portfolio Theory), применяющиеся наиболее консервативными фондами, имеющими сравнительно маленькие объемы целевого капитала и ограниченный доступ к альтернативным финансовым активам (табл. 1).

¹ URL: <https://www.forbes.ru/education/519546-universitetskie-endaumenty-rassiraut-geografii>

Таблица 1 / Table 1

Сравнительная характеристика инвестиционных моделей эндаумент-фондов университетов / Comparative analysis of investment models of university endowment funds

Модель	Среднегодовая ретроспективная доходность за 10 лет	Уровень риска	Размер эндаумент-фондов	Способ управления
Yale Model	Высокая (~12%)	Высокий	Крупные фонды	Внешнее
Stanford Model	Высокая (~10%)	Высокий	Инновационные крупные фонды	Внешнее
Harvard Model	Средняя (~8%)	Средний	Средние и крупные фонды	Комплексное: внешнее и внутреннее
Canadian Model	Средняя (~8%)	Средний	Средние и крупные фонды	Внутреннее
Endowment Model	Низкая (~5–7%)	Низкий	Небольшие фонды	Внутреннее
Modern Portfolio Theory	Низкая (~6%)	Средний	Универсальная модель	Внешнее или внутреннее

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

Каждая из анализируемых моделей имеет специфику, которая требует детального рассмотрения. Модель Йеля — это стратегия управления крупными фондами, ориентированная на высокую доходность в результате широкой диверсификации активов и использования альтернативных инструментов инвестирования. Она была разработана под руководством Дэвида Свенсена, главы инвестиционного офиса Йельского университета, и считается одной из наиболее успешных стратегий управления эндаументами [4].

Основная идея модели заключается в создании сбалансированного портфеля путем максимизации долгосрочной доходности при заданном уровне риска (предел по уровню риска обычно определяется в зависимости от направления инвестирования в альтернативные активы²). Портфель на основе данной модели формируется за счет распределения вложений в традиционные активы (акции, облигации) и альтернативные инвестиции (недвижимость, венчурный капитал, хедж-фонды и т.д.). Например, структура портфеля эндаумента Йельского университета предполагает размещение до 75% средств целевого капитала в альтернативные активы [5]: хедж-фонды, венчурный капитал (инвестиции

в стартапы), недвижимость и осуществление прямых инвестиций (рис. 1).

Подобное распределение активов позволяет эндаументу получать высокую доходность даже в нестабильные периоды. Такая модель ориентирована на горизонт более 10 лет, что позволяет инвестировать в активы с высокой волатильностью и потенциальной доходностью, значительно опережающей рыночный показатель в долгосрочной перспективе. Низкая зависимость стоимости портфеля от котировок традиционных активов защищает капитализацию эндаумента от рыночных спадов.

При этом управление портфелем осуществляется профессиональными менеджерами с глубокими знаниями в области инвестиций, готовых применять инновационные стратегии и «обыгрывать» рынок. Несмотря на высокий уровень рисков, используется системный подход, предполагающий, во-первых, широкую диверсификацию по классам активов, регионам и инвестиционным стратегиям, а во-вторых, ограничение риска ликвидности для покрытия краткосрочных обязательств.

На практике инвестиционная модель Йельского университета доказала свою эффективность, продемонстрировав высокую среднегодовую доходность около 12% [6]. Она считается эталоном управления крупным целевым капиталом, но из-за сложности стратегии требует профессионального подхода и высоких расходов на администрирование инвестиционного портфеля.

² Альтернативные активы (Alternative Assets) — это классы активов, которые не относятся к традиционным инвестиционным инструментам (таким как акции, облигации и денежные средства). Они обладают уникальными характеристиками и имеют низкую корреляцию с традиционными активами.

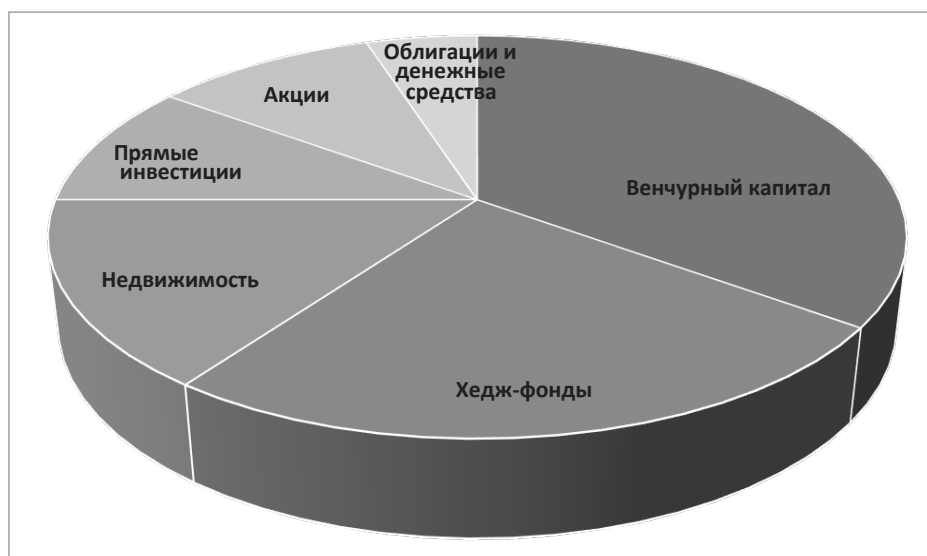


Рис. 1 / Fig. 1. Пропорциональное соотношение активов в портфеле эндаумент-фонда Йельского университета в 2023 г. / Relative proportions of assets in the Yale Endowment Fund portfolio (2023)

Источник / Source: составлено на основе Financial Report 2023–2024 Yale University / based on Financial Report 2023–2024 Yale University.

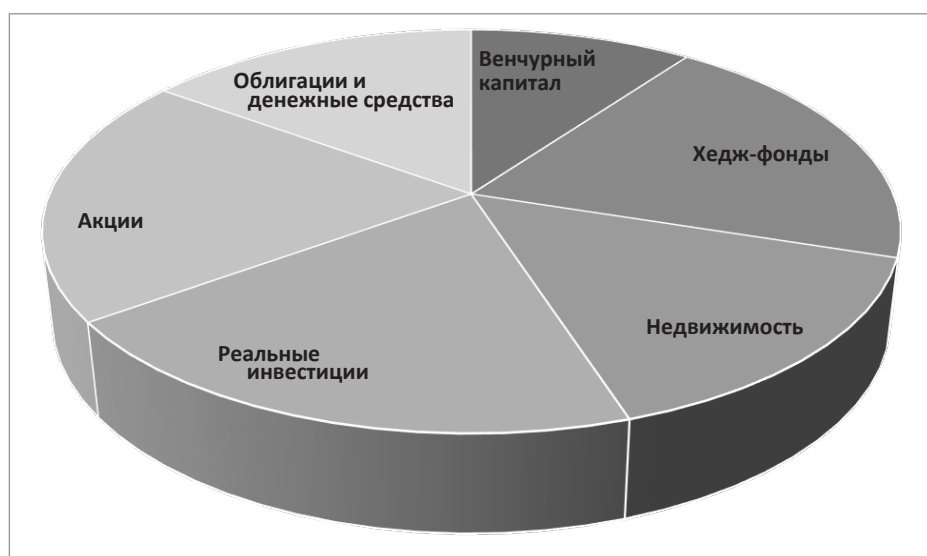


Рис. 2 / Fig. 2. Пропорциональное соотношение активов в портфеле эндаумент-фонда Гарвардского университета в 2023 г. / Relative proportions of assets in the Harvard Endowment Fund portfolio (2023)

Источник / Source: составлено автором на основе Financial Report 2023 Harvard University / compiled by the author based on Financial Report 2023 Harvard University.

Высокую эффективность по соотношению показателей риска и доходности на долгосрочном горизонте продемонстрировала и Гарвардская модель, предполагающая также широкую диверсификацию активов, включая значительную долю альтернативных инвестиций. Но в ней, в отличие от Йельской,

до 2010 г. управление осуществлялось внутренним подразделением университета — собственным инвестиционным офисом. В 2010-х гг. модель показала низкую эффективность — внутреннее управление не дало результатов, сравнимых с внешними фондами, что привело к ее трансформации и переходу

на комбинированную стратегию с передачей части активов внешним компаниям.

Гарвардский эндаумент для снижения рисков стремится распределить свой целевой капитал среди множества классов активов, выбирая для этих целей традиционные и альтернативные, а также диверсифицируя средства по географическому принципу [7]. Акции и облигации составляют умеренную долю портфеля, а большая его часть — это прямые и альтернативные инвестиции: вложения в недвижимость, природные ресурсы (реальные активы), венчурный капитал, хедж-фонды. Горизонт инвестирования большинства активов составляет 10–20 лет, что позволяет использовать преимущества сложных стратегий.

Структура портфеля эндаумента Гарварда предполагает размещение до 65–70% средств целевого капитала в альтернативные активы³ (рис. 2).

Подобное распределение позволяет эндаументу получать высокую доходность в долгосрочной перспективе. В отличие от Йельской модели, Гарвардская традиционно акцентировала внимание на внутреннем управлении с активным вложением в реальные активы (такие как природные ресурсы и инфраструктура), что делает ее схожей с Канадской. Также, в отличие от других, Гарвардская модель более интенсивно использует заемные средства и ориентирована на долгосрочную стабильность путем диверсификации активов и применения альтернативных инструментов. Она считается эталонной и применяется в рамках автоследования⁴. Несмотря на сложности, связанные с внутренним управлением, проявившиеся в 2010 г., реформа структуры и переход к более адаптивным стратегиям позволили сохранить хорошее долгосрочное соотношение показателей риска и доходности портфеля.

Стэнфордская модель похожа на Йельскую и Гарвардскую в том, что касается приоритетного выбора альтернативных активов для инвестирования, но акцентируется на поддержании высокой гибкости и адаптивности стратегии в краткосрочной и среднесрочной перспективе (ликвидность активов рассматривается как третий ключевой ориентир). Стэнфордский университет активно инвестирует в инновационные сектора, что отражает его тесную

связь с Кремниевой долиной. Такая модель предполагает размещение значимой части портфеля в высокорисковый и высокодоходный венчурный капитал.

Структура портфеля эндаумента Стенфорда подразумевает размещение до 65–70% средств целевого капитала в альтернативные активы с приоритетным выбором высокотехнологичных стартапов⁵ (рис. 3).

Уникальное расположение университета в Кремниевой долине определило специфику инвестирования эндаумента в перспективные технологические компании, биотехнологии, ИИ, финтех и пр. Значительная доля капитала эндаумента (около 30%) направляется в венчурные фонды. Стэнфордская модель демонстрирует среднегодовую доходность около 10–12%, что сопоставимо с результатами Йельской. Для минимизации рисков распределение активов в портфеле регулярно пересматривается с частотой, которая зависит от рыночных условий. Во время кризиса или высокой волатильности на финансовых рынках доля венчурных инвестиций может снижаться, а при росте инновационных секторов эндаумент Стенфорда, наоборот, демонстрировал возможность расширения венчурного капитала [8] — таким образом, например, был поддержан интенсивный рост Google, Uber и других компаний.

Инвестиционная модель Стенфорда оптимизирует портфель для максимизации доходности на горизонте 20+ лет. В отличие от Гарвардской, управление активами осуществляется в основном извне в рамках секторального распределения для реализации прямых инвестиций и вложений в специальные венчурные фонды.

Сравнение наиболее успешных по соотношению риск/доходность инвестиционных моделей эндаумент-фондов представлено в табл. 2.

Стэнфордская модель обладает рядом преимуществ по сравнению с двумя другими: в частности, ее высокая доходность обеспечивается сильной связью с инновационными высокотехнологичными индустриями Силиконовой долины. Но этот же факт определяет ключевые риски, сопряженные с высокой зависимостью доходности портфеля от конъюнктуры технологических секторов, а также с высокой долей низколиквидных активов (венчурный капитал, недвижимость).

³ URL: https://finance.harvard.edu/files/fad/files/fy23_harvard_financial_report.pdf

⁴ Автоследование — это возможность копировать стратегию опытных инвесторов, ориентируясь на долевое соотношение активов.

⁵ URL: <https://bondholder-information.stanford.edu/sites/g/files/sbiybj21416/files/media/file/fy23-stanford-annual-financial-report.pdf>

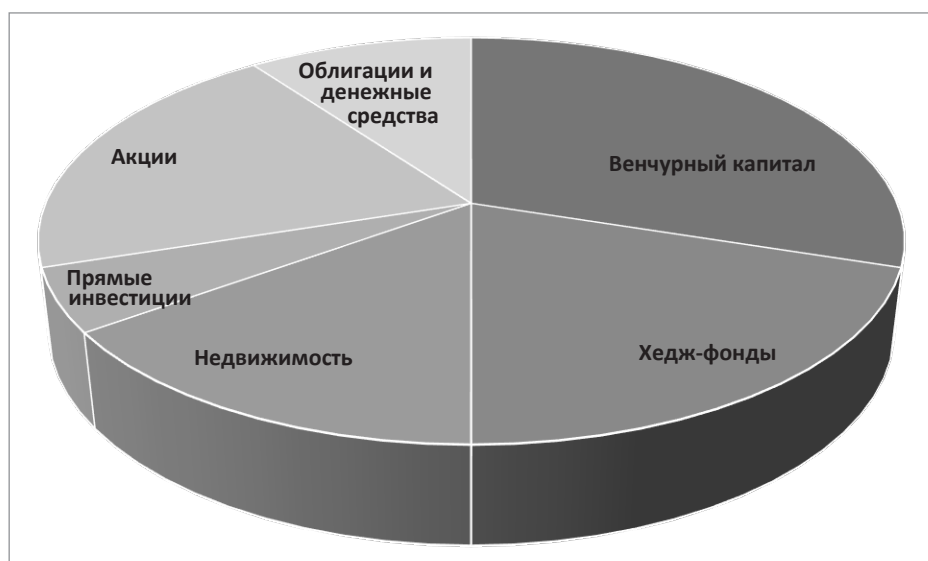


Рис. 3 / Fig. 3. Пропорциональное соотношение активов в портфеле эндаумент-фонда Стэнфордского университета в 2023 г. / Relative proportions of assets in the Stanford Endowment Fund portfolio (2023)

Источник / Source: составлено на основе Stanford annual financial report / compiled by the author based on Stanford annual financial report.

Таблица 2 / Table 2

Сравнительная характеристика инвестиционных моделей эндаумент-фондов университетов / Relative proportions of investment models of the university endowment funds

Критерий	Стэнфордская модель	Йельская модель	Гарвардская модель
Основные активы в портфеле	Венчурный капитал: технологии и инновации	Хедж-фонды	Реальные инвестиции: природные ресурсы
Венчурный капитал	Высокий (~30%)	Умеренный (~20%)	Низкий (~10%)
Гибкость управления	Высокая	Средняя	Низкая
Риск	Высокий	Средний	Низкий
Доходность	Высокая (~10–12%)	Высокая (~12%)	Средняя (~8–9%)

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

Кроме рассмотренных трех наиболее доходных моделей, существуют другие, каждая из которых основывается на различных подходах к управлению активами, диверсификации и оценке рисков. Традиционной, исторически используемой большинством средних и малых эндаумент-фондов до появления инновационных моделей (Йельской, Гарвардской и Стэнфордской) является классическая Endowment Model (инвестиционная модель эндаументов) [9]. В ее рамках предполагается осуществление консер-

вативных инвестиций (с вложением до 70% средств в рынок акций и облигаций) с минимальной долей альтернативных или их полным отсутствием. Безусловно, данная модель обеспечивает минимизацию рисков, высокий показатель ликвидности активов и стабильный предсказуемый доход, который, однако, будет существенно ниже, чем у современных, ориентированных на альтернативные активы. До кризиса 2022 г. модель могла обеспечивать умеренный рост капитала, превышающий инфляцию, что

позволяло применяющим ее эндаумент-фондам поддерживать объем целевого капитала в реальном выражении и использовать инвестиционный доход для достижения уставных целей университетов, но в условиях увеличения инфляции и снижения доходности традиционных финансовых активов она совсем не пригодна.

К классическим также относится инвестиционная модель Марковица (Modern Portfolio Theory), в рамках которой оптимальное распределение активов в портфеле производится путем решения задачи по нахождению баланса между доходностью и риском с учетом допустимых инвестором предельных значений этих показателей. Модель имеет ограниченное применение для целевого капитала, так как слабо учитывает его специфику, проявляющуюся в бессрочности использования средств, поэтому в большинстве случаев она определяет эффективное множество портфелей без учета альтернативных активов.

Как комбинация классических и инновационных стратегий функционирует модель Свенсена (Swensen Model), ориентированная на долгосрочные инвестиции в неэффективные рынки⁶. При этом основу, как и в современных высокодоходных моделях, составляют прямые и венчурные инвестиции, вложения в хедж-фонды, но для выявления направлений подбираются управляющие, обладающие уникальным опытом в проведении экспертизы и способные выявить рыночные дисбалансы. Модель Свенсена обеспечивает лучшее соотношение между ликвидностью и доходностью портфеля, так как подразумевает использование менее волатильных активов за счет высокопрофессиональной оценки рисков и выявления неэффективности.

Перечисленные выше модели базируются на портфельной теории, которая рекомендует диверсифицировать активы и создавать портфели с осуществлением регулярной ребалансировки⁷ их структуры: в зависимости от выбора подбирается структура управления инвестициями и определяются расходы на нее. В противопоставление всем вышеуказанным была разработана Канадская модель (Canadian Model), которая применяется круп-

нейшим канадским эндаументом Университета Торонто (University of Toronto) и предполагает прямое владение активами: инвестирование целевого капитала в инфраструктуру, недвижимость, природные ресурсы (в частности, в покупку аэропортов, магистралей, коммерческой недвижимости и др.), а также минимизацию расходов на управляющих.

Данная модель ориентирована на сложные и масштабные проекты с длительным сроком окупаемости (10–20 лет), требующие значительных капиталовложений, и недоступна для небольших фондов. Средства эндаумента Университета Торонто активно инвестируются за пределами Канады на рынки Северной Америки, Европы, Азии и развивающихся стран. В отличие от моделей, зависящих от внешних управляющих (например, Yale Model), Канадская делает ставку на внутренние команды профессионалов, что помогает снизить издержки на комиссии управляющих и повысить гибкость в принятии решений. Это высокоэффективный подход для крупных эндаумент-фондов: требуя значительных ресурсов и профессионального управления, модель позволяет им участвовать в глобальных проектах и владеть активами, обеспечивающими стабильный доход, а также демонстрирует отличный баланс между риском и доходностью, выступая одной из самых успешных для крупных институциональных инвесторов.

Эндаумент-фонды университетов используют различные модели инвестирования в зависимости от своих целей, масштабов и доступных ресурсов. Инвестиционная модель Йеля остается эталоном благодаря своей высокой доходности и широкой диверсификации, но другие — такие как Гарвардская и Канадская — показывают, что высокая доходность при умеренном уровне риска может быть достигнута при их адаптации к уникальным условиям фонда.

За последние десятилетия эндаументы крупнейших университетов и организаций существенно выросли: например, у Гарвардского или Йельского — в 3 и 5 раз, соответственно. В условиях увеличения капиталов эффективность управления фондами становится очень важна для их долгосрочной устойчивости и выполнения текущих задач, что требуют более сложных и адаптивных подходов. Теперь традиционные классы активов, такие как облигации, не всегда могут обеспечить достаточную доходность для покрытия инфляции, поэтому фокус внимания сместился в сторону более продвинутых методов инвестирования. Практики управления активами с использованием альтернативных инвестиций

⁶ Неэффективность рынка — это ситуация, когда на рынке появляется недооценка или переоценка актива, но основная масса участников торгов ее игнорирует.

⁷ Ребалансировка — это процесс рекомбинации активов в инвестиционном портфеле с целью достижения соотношения между различными классами активов в соответствии с инвестиционной стратегией.

(венчурный капитал, недвижимость, хедж-фонды) показали себя более действенными в долгосрочной перспективе (средний уровень доходности фондов вырос до 10–12%).

Однако в некоторых странах, в том числе в России, законодательство ограничивает виды активов, доступных для инвестирования, что вынуждает управляющих разрабатывать стратегии, максимизирующие доходность в рамках существующих нормативов. Даже при строгих законодательных ограничениях грамотное управление капиталами позволяет достигать высоких результатов в условиях высокой волатильности ключевых финансовых показателей. С учетом того, что в российской практике фонды целевого капитала появились только в 2007 г.⁸, изучение зарубежного опыта представляется очень важным.

УПРАВЛЕНИЕ ЦЕЛЕВЫМ КАПИТАЛОМ РОССИЙСКИХ УНИВЕРСИТЕТОВ

Почти половина всех действующих эндаумент-фондов в России — университетские, и топ-десять из них имеют активы свыше 500 млн руб. [10]. В ближайшем будущем количество эндаументов в сфере высшего образования, скорее всего, будет увеличиваться при активном участии со стороны власти. Многие университетские фонды в нашей стране поддерживают различные программы и направления. Например, в Высшей школе экономики (НИУ ВШЭ) создано 10 целевых направлений, в Московском физико-техническом институте — 12, а в Уральском федеральном университете им. Б.Н. Ельцина — 14 [11].

Основателями эндаумент-фондов высшей школы чаще всего выступают сами учебные заведения или объединения выпускников монопрофильных специализированных вузов, ориентированных на конкретные отрасли, компании и регионы. Выпускники демонстрируют высокую сплоченность и активно поддерживают свои университеты, претендуя на активное участие в управленческих процессах.

В классических многопрофильных университетах развитые связи с выпускниками обычно встречаются на уровне отдельных факультетов или кафедр, имеющих отраслевую специализацию. Часто подобные эффективные стратегии опережают

инициативы центральной администрации, и такой подход более продуктивен.

Однако, несмотря на усиление такого сотрудничества, рост целевых капиталов сдерживается нехваткой квалифицированных специалистов, способных профессионально заниматься привлечением средств в фонды. Редко случается, что в российских университетах для занятия фандрайзингом создаются отдельные подразделения или вводятся ставки специалистов. Чаще всего — это дополнительная обязанность сотрудников, что снижает эффективность подобной работы. Поэтому в формате управления целевым капиталом российских эндаумент-фондов важно наличие/отсутствие ключевого спонсора, источники, объемы и скорость ежегодного пополнения целевого капитала, а также степень централизации в принятии управленческих решений по аккумулируемым средствам.

Большая часть средств эндаумент-фондов российских университетов поступает от частных или корпоративных спонсоров и выпускников университетов. В некоторых случаях (как и в международной практике) осуществляется государственная поддержка на начальном этапе формирования капитала (например, фонд Сколково).

В соответствии с российским законодательством, активами эндаумент-фондов российских университетов занимаются профессиональные управляющие компании (УК). По данным рейтингового агентства «Эксперт РА» на 30 июня 2024 г., крупнейшими из них являются «ТКБ Инвестмент Партнерс», «Траст-Юнион Эссет Менеджмент», «РОНИН Траст» (рис. 4).

На рис. 4 показано, что среди крупнейших УК российских эндаументов есть как специализированные финансовые институты, так и организации крупнейших банков. С 2021 г. на данном рынке появились несколько новых достаточно крупных игроков. Например, АО «Регион Эссет Менеджмент» активно пополняет свой портфель и с 2021 г. начало сотрудничество с Московским городским педагогическим университетом (МГПУ), взяв в управление целевой капитал Института психологии и комплексной реабилитации⁹. Период 2020–2021 гг. характеризовался стремительным ростом активов фондов целевого капитала: с 29,8 до 44,1 млрд руб.¹⁰, но

⁸ Заметим, что в дореволюционной России существовали элементы эндаумент-фондов (например, демидовские стипендии), но эти благотворительные традиции были утрачены в советское время.

⁹ URL: https://www.mgpu.ru/obrazovanie/institutes/ipkr/tselevoj-kapital-mgpu-isop/?utm_source=chatgpt.com

¹⁰ Рассчитано на основе информации из исследования «Российские фонды целевых капиталов: качество и полнота раскрытия информации», РАЭК-Аналитика и Фонд Потанина, Москва, 2024 г.

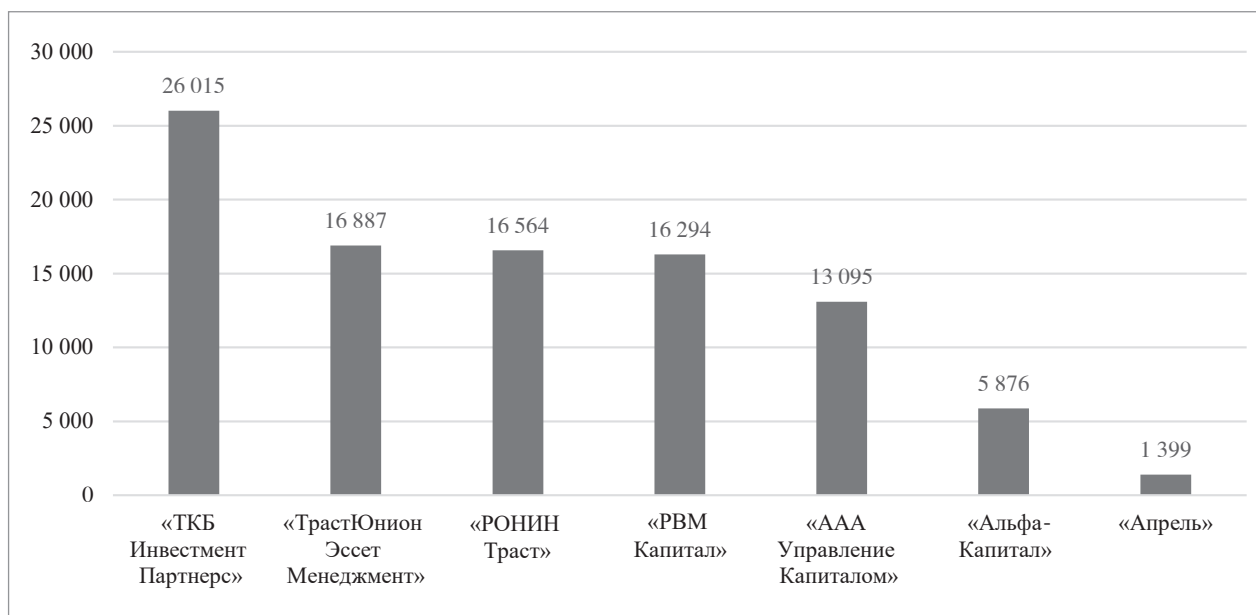


Рис. 4 / Fig. 4. ТОП-7 крупнейших российских управляющих компаний по объему активов эндаумент-фондов на 30 июня 2024 г., в млн руб. / Top 7 major Russian management companies by mutual fund assets as of July 30, 2024 in million Rubles

Источник / Source: составлено на основе данных рейтингового агентства «Эксперт РА» / compiled by the author based on data from the rating agency "Expert RA".

в 2022 г., из-за переоценки активов, произошло существенное снижение его объемов. Поэтому рост в 2023 г. общего объема активов эндаумент-фондов под управлением вышеуказанных компаний, по сравнению с 2022 г., отражает в первую очередь эффект низкой базы¹¹, а во вторую — тенденции к увеличению количества и размеров фондов целевого капитала в России. Поэтому в рамках подбора стратегии важно ориентироваться на опыт управляющих компаний, касающийся именно целевого капитала, с учетом их способности к генерации дополнительной премии на долгосрочный инвестируемый капитал, т.е. создавать устойчивую доходность. Стоит отметить, что сейчас российские УК в большинстве случаев ориентируются на среднесрочную или даже краткосрочную перспективу, что не позволяет извлекать полную доходность от инвестирования «длинных денег».

Законодательство Российской Федерации строго регулирует виды активов, допустимых для инвестирования целевого капитала. Находящиеся

в управлении средства эндаумент-фондов могут быть вложены только в инструменты со средним и низким уровнем риска, что, безусловно, ограничивает доходность вложений. Поэтому большая часть средств эндаумент-фондов вузов сейчас инвестируется в денежный рынок, облигации и другие низкорискованные инструменты. Альтернативные активы, такие как недвижимость или венчурный капитал, используются редко из-за законодательных ограничений и недостатка управленческого опыта.

Закон «О порядке формирования и использования целевого капитала»¹² также содержит ограничения, которые применяются по отношению к эндаумент-фондам, например, на источники формирования капитала, что возможно только за счет денежных пожертвований.

Исследование конкретных моделей управления российскими вузовскими эндаумент-фондами затруднительно из-за непрозрачности отчетности и/или отсутствия полной информации в открытом доступе. Эти фонды инвестируют преимущественно в консервативные активы, такие как облигации и депозиты — в результате на долгосрочном горизонте наблюдается низкая среднегодовая доходность,

¹¹ Эффект низкой базы (или low base effect) — ситуация, когда текущие темпы роста (например, ВВП, прибыли, производства и др.) выглядят высокими по сравнению с аномально низкими показателями предыдущего года. То есть рост кажется значительным, но это в основном связано с тем, что точка отсчета (база сравнения) была очень низкой.

¹² URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_64939/



но высокий уровень сохранности капитала. В последние годы происходит постепенное внедрение практик инвестирования в альтернативные активы: так, «Сколтех» активно вкладывает средства в инновационные и высокотехнологичные проекты, а СПбГУ — в недвижимость.

ВЫВОДЫ

Российские университетские эндаумент-фонды продолжают развиваться и повышать эффективность своих инвестиционных стратегий, следуя успешным примерам международной практики. Для активизации их роста необходимо повышать уровень профессионализма команд внутреннего и внешнего управления целевым капиталом, внедрять альтернативные инструменты инвестирования, усиливать взаимодействие с донорами и постепенно создавать культуру благотворительности.

Зарубежные подходы к управлению эндаументами значительно более эффективны благодаря использованию гибких моделей, учитывающих динамику рыночных факторов и предполагающих широкую диверсификацию активов. Российские модели ведут к потере объемов фондов в реальном выражении (у большинства в 2022–2023 гг. реальная доходность отрицательная) или чрезмерному накоплению неликвидных активов. Для успешного развития эндаументов в нашей стране требуется либерализация законодательной базы и реализация комбинированных стратегий инвестиционной деятельности, основанных на лучшем мировом опыте. Эти решения могут способствовать развитию системы высшего образования, продвижению научно-исследовательских инициатив и научно-техническому прогрессу в условиях экономических ограничений и усиления конкуренции на международной арене.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

1. Князев Е.А., Дрантусова Н.В. Дифференциация в высшем образовании: основные концепции и подходы к изучению. *Университетское управление: практика и анализ*. 2012;(5):43–52.
Knyazev E.A., Drantusova N.V. Differentiation in higher education: The main concepts and approaches to study. *Universitetskoe upravlenie: praktika i analiz = University Management: Practice and Analysis*. 2012;(5): 43–52. (In Russ.).
2. Chao-Bushoven K.H. Why do people donate? Motivation of major donors in higher education. Master degree thesis. Arcata, CA: Cal Poly Humboldt; 2021. 81 p. URL: <https://digitalcommons.humboldt.edu/etd/462/>
3. Dimmock S.G., Wang N., Yang J. The endowment model and modern portfolio theory. *Management Science*. 2024;70(3):1554–1579. DOI: 10.1287/mnsc.2023.4759
4. Longo J.M. Lessons on risk, return, and portfolio construction from the great investors. In: Lee C.F., Lee A.C., Lee J.C., eds. *Handbook of investment analysis, portfolio management, and financial derivatives*. Singapore: World Scientific Publishing Co Pte Ltd; 2024;4:2023–2050. DOI: 10.1142/9789811269943_0064
5. Chaplinsky S. Investure, LLC: Investing in alternative assets. Charlottesville, VA: Darden Business Publishing; 2021. 19 p.
6. Ceulenaere J., Van Haver S. University endowment funds: exploring their returns and the impact of alternative assets. Master degree thesis. Ghent: Ghent University; 2024. 75 p. URL: https://libstore.ugent.be/fulltxt/RUG01/003/203/401/RUG01-003203401_2024_0001_AC.pdf
7. Fardows N., et al. Enhancing quality assurance in higher education through strategic endowment fund management: Case studies and best practices. *The Business and Management Review*. 2023;14(3):46–53. DOI: 10.24052/BMR/V14NU 03/ART-05
8. Etzkowitz H. Entrepreneurial university icon: Stanford and Silicon Valley as innovation and natural ecosystem. *Industry and Higher Education*. 2022;36(4):361–380. DOI: 10.1177/09504222221109504
9. Gao X., Gu Z., Wang Z. A choice model of university endowments governance. *The B.E. Journal of Theoretical Economics*. 2021;21(1):269–285. DOI: 10.1515/bejte-2019-0136
10. Ошанина О. Филантропы приходят в вузы. Эндаумент-фонды помогают развивать науку и образование. *Ведомости*. 19 июля 2023. URL: https://www.vedomosti.ru/science/private_initiative/articles/2023/07/19/986016-filantropi-prihodyat-v-vuzi
Oshanina O. Philanthropists come to universities. Endowment funds help develop science and education. *Vedomosti*. Jul. 19, 2023. URL: https://www.vedomosti.ru/science/private_initiative/articles/2023/07/19/986016-filantropi-prihodyat-v-vuzi (In Russ.).

11. Климанов В.В., Казакова С.М. Эндаументы в России: состояние и перспективы. Аналитический доклад. М.: Благотворительный фонд Владимира Потанина; 2022. 31 с. URL: <https://fondpotanin.ru/upload/iblock/998/h741x8aazn2rvbjh1b60ae0xq9hhtxpc.pdf>
Klimanov V.V., Kazakova S.M. Endowments in Russia: Status and prospects. Analytical report. Moscow: Vladimir Potanin Charitable Foundation; 2022. 31 p. URL: <https://fondpotanin.ru/upload/iblock/998/h741x8aazn2rvbjh1b60ae0xq9hhtxpc.pdf> (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Анна Арменовна Пилипосян — советник при ректорате, преподаватель МГИМО, Москва, Российская Федерация

Anna A. Piliposyan — Advisor to the Rector, Lecturer of Moscow State University of International Relations, Moscow, Russian Federation

<http://orcid.org/0009-0003-3264-2059>

pliposyan.a.a@my.mgimo.ru

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.

Статья поступила 28.01.2025; после рецензирования 15.02.2025; принята к публикации 03.03.2025.

Автор прочитала и одобрила окончательный вариант рукописи.

The article was received on 28.01.2025; revised on 15.02.2025 and accepted for publication on 03.03.2025.

The author read and approved the final version of the manuscript.