

DOI: 10.26794/2220-6469-2021-15-2-62-74
УДК 336.76,336.63(045)
JEL G20, G23

Отрасль эндаументов в мировых финансах: базовые тенденции 1990–2020 годов (на примере сферы образования США)

К.Б. Бахтараева
ИМЭМО РАН, Москва, Россия
<https://orcid.org/0000-0001-9255-7313>

АННОТАЦИЯ

В статье рассмотрены основные тенденции в развитии рынка эндаумент-фондов как институциональных инвесторов в 1990–2020 гг. на примере сферы образования США, а также дана оценка мировой региональной и отраслевой структуры эндаументов. Хотя вопросам инвестиционного поведения эндаументов в академической литературе посвящено большое количество работ, анализ длинных трендов проводился гораздо реже. В работе используются методы системного и сравнительного анализа, статистические методы. В статье показан интенсивный рост рынка эндаументов в 1990–2000 гг. и последующее повышение его «зрелости». Особое внимание уделено выявлению и изучению изменений в структуре и уровне концентрации рынка эндаументов, в частности переходу от модели рынка со множеством разновеликих фондов к модели доминирования крупных фондов, сосредоточивших основные активы рынка. Отражены изменения в поведении эндаументов как институциональных инвесторов, в том числе влияние величины эндаумента на структуру активов инвестиционного портфеля и его доходность. Выявлены тенденции повышения роли эндаументов государственных образовательных институтов, а также усиления регулятивной нагрузки на эндаументы, спрогнозированы ключевые тренды развития эндаументов в долгосрочной перспективе.

Ключевые слова: эндаумент-фонд; эндаумент; инвестиционный портфель; структура активов; доходность; норма расходования; регулирование эндаументов

Для цитирования: Бахтараева К.Б. Отрасль эндаументов в мировых финансах: базовые тенденции 1990–2020 годов (на примере сферы образования США). *Мир новой экономики*. 2021;15(2):62–74. DOI: 10.26794/2220-6469-2021-15-2-62-74

ORIGINAL PAPER

The Role of Endowments in Financial Markets: Key Trends in 1990–2020 in the USA (on the example of the US education sector)

K.B. Bakhtaraeva
IMEMO RAS, Moscow, Russia
<https://orcid.org/0000-0001-9255-7313>

ABSTRACT

This article describes the key trends in the development of endowments as institutional investors using the example of US educational endowments in 1990–2020. The paper also gives an overview of the world structure of endowment assets by regions and sectors. Although much research has been done on investment behaviour and return of endowments, there are not so many works analysing the long-term trends in the development of endowments. The study uses methods of systemic and comparative analysis and statistical methods. The article demonstrates an intensive growth of endowment assets during 1990–2000 and the following maturing market. Special attention is given to identifying and analysing changes in the structure and concentration levels of the endowment's market. The

© Бахтараева К.Б., 2021



author suggests that the earlier model of many different-sized funds has changed to the model where significant funds dominate and concentrate most assets. The paper also explains the changes in the investment behaviour of endowments, including how the size of endowment influences the asset structure of funds' investment portfolios and return. The paper shows the growing role of state universities endowments, an increase in the regulatory burden. Also, it presents some forecast of key trends in the development of endowments in the long run.

Keywords: endowment fund; endowment; investment portfolio; asset structure; return; spending rate; regulation of endowments

For citation: Bakhtaraeva K.B. The role of endowments in financial markets: Key trends in 1990–2020 in the USA (on the example of the US education sector). *Mir novoi ekonomiki = The World of New Economy*. 2021;15(2):62-74. DOI: 10.26794/2220-6469-2021-15-2-62-74

ВВЕДЕНИЕ

Эндаументы (эндаумент-фонды)¹ — достаточно крупные институциональные инвесторы на рынке ценных бумаг, активы которых составляют около 1,4 трлн долл. США или 1,5% глобальных активов под управлением². Характерна высокая региональная концентрация эндаументов — в 2018 г. на США приходилось почти 60% активов мировых эндаументов, на Европу — 37% [1]. Среди 100 крупнейших мировых эндаументов (их активы — 870 млрд долл. США) доля фондов США составляет 91%, эндаументов Саудовской Аравии — 3%, Европы — 3%, Канады — 2% и Гонконга — 1%³. По отраслевой структуре на рынке эндаументов доминируют университеты (76% активов фондов из топ-100) и религиозные организации (18%), затем следуют благотворительные и иные организации социальной сферы — 6%⁴.

ОБЪЕМ РЫНКА, ЕГО ДИНАМИКА В США

Эндаументы колледжей и университетов, составляя всего 6% от численности всех некоммерческих организаций в США, являются среди них самым

крупным институциональным инвестором [2]. В 2015 г. на колледжи и университеты США приходилось более 50% активов эндаументов некоммерческой сферы; следующие крупные категории эндаументов — фонды школ, сферы культуры и искусства, здравоохранения, общественной и социальной деятельности [3].

За период 1990–2019 гг. активы эндаументов университетов и колледжей в США выросли более чем десятикратно до 643 млрд долл., количество фондов⁵ — двукратно (табл. 1, см. рисунок). Наименее быстро эндаументы росли в 1990–2000 гг. (в среднем 15% в год), в том числе за счет высокой доходности инвестирования (табл. 2).

СТРУКТУРА И КОНЦЕНТРАЦИЯ РЫНКА

На рынке эндаументов в 1990–2018 гг. сохраняется высокая концентрация. В 2018 г. в 70% колледжей и университетов США были созданы эндаументы, при этом на 30% таких институтов (входящих в отчет NACUBO) приходилось 95% активов всех эндаументов в США (в 1991 г. соотношение было схожее — в 60% институтов созданы эндаументы, на 20% фондов — 88% активов)⁶. В свою очередь, среди них концентрация активов

¹ Фонды денежных средств, формируемые некоммерческими организациями за счет пожертвований и направляющие доходы от их инвестирования на благотворительные цели. Получатели средств — университеты, школы, больницы, музеи, театры, библиотеки и др. Эндаументы, как правило, пользуются налоговыми льготами (для доноров и получателей средств, а также в части инвестиционного дохода).

² Данные по глобальным активам под управлением на 2017 г. Value of Assets under Management Worldwide in Selected Years from 2002 to 2017. Statista 2019.

³ Top 100 Largest Endowment Rankings by Total Assets. SWFI. URL: <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/endowment>.

⁴ Список топ-100 включает 5 религиозных эндаументов, являющихся одними из крупнейших в мире эндаументов [например, по оценкам, у мормонской церкви в США (The Church of Jesus Christ of Latter-day Saints) фонд составляет 124 млрд долл., у Англиканской церкви — 8,3 млрд фунтов и др.].

⁵ Рассматривается показатель количества университетов и колледжей, участвующих в исследовании NACUBO Endowment Study, так как у образовательного учреждения может быть несколько эндаументов (фондов денежных средств).

⁶ Учитываются: 1) общее количество колледжей и университетов в США (некоммерческих) по данным NCES — 3216 в 1991 г. и 3781 в 2018 г. (Educational Institutions. NCES. URL: https://nces.ed.gov/programs/digest/d19/tables/dt19_105.50.asp); 2) общее количество колледжей и университетов с эндаументами по данным NCES в 1991 и 2018 гг. — 1956 и 2695, активы их эндаументов (данные IPEDS, Finance (Fiscal year 2018). URL: <https://nces.ed.gov/ipeds/datacenter/DataFiles.aspx?goToReportId=7>); 3) данные NACUBO — 367 и 802 колледжа и университета (NACUBO Endowment Study 2018).

Таблица 1 / Table 1

**Активы и количество эндаумент-фондов колледжей и университетов в США, 1990–2019 гг. /
Assets and number of colleges and university endowments in the USA, 1990–2019**

| Показатель / Год | 1990 | 1995 | 2000 | 2005 | 2010 | 2015 | 2018 | 2019 |
|------------------------------------|------|-------|------|-------|------|------|------|------|
| Активы эндаументов, млрд долл. США | 60,1 | 102,5 | 241 | 298,9 | 346 | 529 | 616 | 643 |
| Количество эндаументов, шт. | 367 | 460 | 568 | 753 | 850 | 812 | 802 | 774 |

Источник / Source: составлено автором по данным*: URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables> / compiled by the author based on URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables>.

* Здесь и далее в ссылках на отчеты NACUBO Endowment Study необходимо учитывать, что для 1992–2008 гг. отчеты NACUBO включали данные не только по США, но и по эндаумент-фондам университетов Канады. Вместе с тем в этот период доля фондов Канады была незначительна – с 1992 по 2008 г. доля их активов выросла с 0,4 до 1,2% активов всех эндаументов США и Канады, а количество канадских фондов – с 2 до 6.

Таблица 2 / Table 2

**Показатели деятельности эндаумент-фондов в США, 1990–2019 гг. /
Some indicators of endowments development in the USA, 1990–2019**

| Показатель / Год | 1990–1995 | 1996–2000 | 2001–2005 | 2006–2010 | 2011–2015 | 2016–2019 |
|-----------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Средние темпы прироста активов, % | 11,1 | 18,7 | 4,7 | 4,5 | 9,1 | 5,1 |
| Средняя доходность, % | 10,3 | 15,9 | 3,6 | 3,6 | 9,7 | 6,0 |
| Средняя норма расходования, % | 5,0 | 5,4 | 5,1 | 4,5 | 4,4 | 4,4 |

Источник / Source: рассчитано автором по данным: URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables> / compiled by the author based on URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables>.

также довольно высока: в 2018 г. топ-10 фондов из списка NACUBO⁷ обладали 35% (в 1990 г. – 37%), а топ-100–75% активов всех эндаументов.

В 1990 г. множество разновеликих фондов с активами до 500 млн долл. (94% всех фондов по количеству) обеспечивало половину активов всех эндаументов, а другая половина формировалась за счет небольшого числа крупных и очень крупных фондов с активами свыше 500 млн долл. (6%). Уже к 2000 г. структура рынка изменилась – крупнейшие фонды стали доминировать по активам (75% всех активов при 15%-ной доле по численности) (табл. 3, 4).

В 2000–2015 гг. эта тенденция только усиливается – крупные фонды продолжают оттягивать на себя все больший объем активов, и их количество постоянно растет. К 2019 г. количество фондов

с активами свыше 500 млн долл. выросло почти в 9 раз – с 22 до 190⁸ (общее число фондов – только в 2 раза), их доля по численности увеличилась до 24%, по активам – до 88%. При этом развитие рынка шло достаточно неравномерно, и быстрее всех росли фонды – «миллиардники», все больше сосредотачивая на себе активы отрасли. Так, за 1990–2019 гг. доля фондов с активами свыше 1 млрд долл. выросла с 38 до 78% активов всех эндаументов, их количество выросло в 10 раз (с 11 до 108 фондов⁹), доля по численности увеличилась с 3 до 14%, а доля всех остальных групп фондов по активам сократилась в разы и численность фондов росла гораздо медленнее (табл. 3, 4).

С одной стороны, такие изменения в структуре и уровне концентрации рынка отчасти подтверждают распространенное представление об американ-

⁷ Среди 10 крупнейших по активам фондов Гарвардский университет – 38,3 млрд долл., Университет Техаса – 30,8 млрд долл., Йельский университет – 29,3 млрд долл., и др. – NACUBO Endowment Study 2018.

⁸ Расчет автора по данным: URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables>.

⁹ Расчет автора по URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables>.

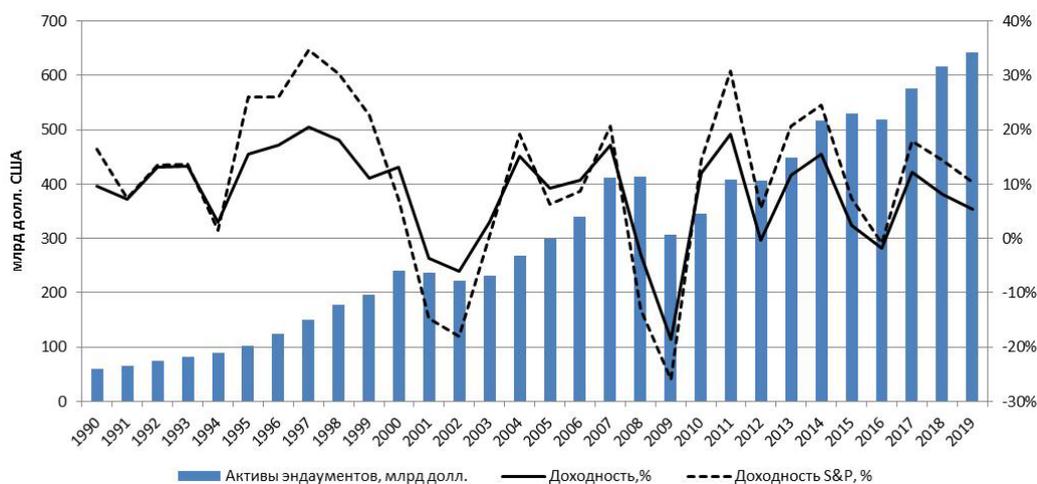


Рис. / Fig. Активы и годовая доходность эндаументов в США, 1990–2019 гг. /
Assets and investment return of endowments in the USA, 1990–2019

Источник / Source: составлено автором по данным: URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables> / compiled by the author based on: URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables>.

Таблица 3 / Table 3

Структура рынка эндаументов по размеру эндаументов в США (доля в активах всех эндаументов, %) /
The total market value of endowments by the size of endowment in the USA, %

| Размер эндаумента / Год | 1990 | 1995 | 2000 | 2005 | 2010 | 2015 | 2019 |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Свыше 1 млрд долл. | 38,4 | 42,9 | 60 | 65,1 | 66,2 | 74,7 | 78,3 |
| От 501 млн до 1 млрд долл. | 12 | 13,4 | 15,0 | 12,4 | 28 | 10,5 | 9,4 |
| От 101 млн до 500 млн долл. | 33,6 | 32,3 | 20 | 17 | | 11,3 | 9,9 |
| От 25 млн до 100 млн долл. | 13,6 | 10,3 | 5,0 | 5 | 3 | 0,8 | 2,4 |
| До 25 млн долл. | 2,4 | 1,2 | | 0,6 | | 0,3 | 0,2 |
| Итого, % | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Источник / Source: составлено автором по данным: URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables> / compiled by the author based on URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables>.

Таблица 4 / Table 4

Структура рынка по количеству эндаументов в США (доля в общей численности всех эндаументов, %) /
Total number of endowments by the size of endowment in the USA, %

| Размер эндаумента / Год | 1990 | 1995 | 2000 | 2005 | 2010 | 2015 | 2019 |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Свыше 1 млрд долл. | 3 | 3,7 | 7,2 | 7,4 | 7,1 | 11,6 | 13,9 |
| От 501 млн до 1 млрд долл. | 3 | 4,3 | 8,3 | 7,2 | 7,8 | 9,5 | 10,6 |
| От 101 млн до 500 млн долл. | 24,8 | 30,9 | 37 | 30 | 26,6 | 32,1 | 36,2 |
| От 25 млн до 100 млн долл. | 42 | 42,4 | 35 | 37,2 | 36,9 | 35 | 31,5 |
| До 25 млн долл. | 27,2 | 18,7 | 12,5 | 18 | 21,6 | 11,8 | 7,8 |
| Итого, % | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Источник / Source: составлено автором по данным: URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables> / compiled by the author based on URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables>.

ских эндаументах, согласно которому «богатейшие фонды становятся еще богаче» [4], концентрируя на себе пожертвования и активы эндаументов¹⁰.

С другой стороны, модель рынка в целом также преобразовалась и за счет роста активов мелких и небольших фондов. В частности, в структуре рынка произошли следующие сдвиги: а) существенно сократилась «прослойка» мелких фондов с активами до 25 млн долл. (их доля по численности сократилась с 27 до 8% в 2019 г.); б) наиболее многочисленной стала группа средних фондов с активами от 100 млн до 500 млн долл. (их количество выросло с 90 до 280 фондов¹¹), а группа небольших фондов (от 25 млн до 100 млн долл.) перестала быть наиболее многочисленной (табл. 4). Учитывая, что после 2010 г. прекратился прирост численности эндаументов (см. табл. 1) на фоне усиления конкуренции в высшем образовании¹², данные изменения говорят об укрупнении, «дорастании» фондов и их переходе в следующие более крупные категории, а тем самым — об увеличении «зрелости» рынка и некотором «насыщении» его эндаументами.

СТРУКТУРА РЫНКА ПО ВИДАМ ИНСТИТУТОВ

На рынке преобладают эндаументы частных образовательных учреждений, их больше, и в среднем они крупнее. По данным NACUBO, на частные фонды, составляющие 62% от количества всех эндаумент-фондов, приходится 68% активов всех эндаументов (табл. 5), в полной выборке по сфере высшего образования США (по данным IPEDS) эндаументы частных институтов составляют 50%

¹⁰ Moody J. The Rich Get Richer: Harvard Capital Campaign Raises \$ 9.6 Billion. — Forbes. — September 2018; Corn M. For U.S. Universities, the Rich Get Richer Faster. — The Wall Street Journal. April 2015.

¹¹ Расчет автора по: URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables>.

¹² За 1999–2018 гг. общее количество колледжей и университетов в США выросло на 1,5% до 6,5 тыс., при этом на 20% выросло число государственных 4-летних институтов, на 4% — таких же частных, а количество 2-летних колледжей снизилось на 13%. До 2013 г. быстро росло количество частных коммерческих институтов — их доля увеличилась с 37 до 47% всех учебных заведений, за счет этого в 2012–2013 гг. было достигнуто максимальное количество колледжей и университетов в США (7,5 тыс.). С 2014 г. численность частных институтов стала снижаться (до 41% к 2018 г.) из-за нехватки финансирования, сокращения количества учащихся, конкуренции с государственными и частными некоммерческими институтами. Расчет по данным URL: https://nces.ed.gov/programs/digest/d19/tables/dt19_105.50.asp.

фондов по количеству и 68% по активам¹³. Но с 1990 г. их количество и доля в активах постепенно снижаются, что обусловлено развитием эндаументов государственных институтов¹⁴ (см. табл. 5). Например, за 1990–2015 гг. активы эндаументов государственных исследовательских университетов выросли в 7 раз, а частных некоммерческих исследовательских университетов и колледжей — в 5 и 3,5 раза [2]. Кроме того, в 2018 г. в топ-10 эндаументов входят 3 государственных учреждения¹⁵, на которые приходится 22% активов первой десятки фондов и 8% всех фондов.

Тенденция роста эндаументов государственных университетов проявилась и в сокращении разрыва между ними и частными фондами по показателю «Активы эндаумента на одного студента»¹⁶. Если в 1990 г. у частных и государственных эндаументов он составлял 48,8 тыс. и 4,2 тыс. долл. (разрыв в 11 раз), то в 2017 г., соответственно, 183 тыс. и 27 тыс. долл. (разрыв в 8,4 раза)¹⁷.

РОЛЬ ЭНДАУМЕНТОВ

Эндаументы выступают важным источником финансирования образовательных учреждений, когда выплаты из них покрывают в среднем до 10% их операционного бюджета¹⁸ (для крупных эндаументов с активами свыше 500 млн долл. — до 15–17%, для фондов с активами менее 25 млн долл. — около 5% бюджета¹⁹). При этом средний

¹³ Расчет автора по данным: URL: <https://nces.ed.gov/ipeds/datacenter/DataFiles.aspx?goToReportId=7>.

¹⁴ В 1999–2018 гг. доля государственных колледжей и университетов (среди всех некоммерческих учебных заведений, выдающих дипломы со степенью) держалась на уровне 50%, но доля государственных 4-летних институтов (среди всех 4-летних некоммерческих институтов, выдающих дипломы) выросла с 28 до 32%, также сохраняется преобладание государственных 2-летних колледжей (90% среди всех 2-летних некоммерческих колледжей). Расчет по данным: URL: https://nces.ed.gov/programs/digest/d19/tables/dt19_105.50.asp.

¹⁵ Из них 2 относятся к крупнейшим объединенным государственным университетам — Система Университетов Техаса (The University of Texas System) и Система университетов Техаса A&M (The Texas A&M University System).

¹⁶ Endowment Value per Full-Time Enrollment Student — Активы эндаумента, приходящиеся на одного студента очной формы обучения.

¹⁷ NACUBO Endowment Study 1990; для 2017 г. — расчет по данным NACUBO Endowment Study 2017.

¹⁸ U.S. Educational Endowments Report 8,2 Percent Return in FY 18. NACUBO-TIAA Press Release. January 31, 2019.

¹⁹ NACUBO Endowment Study 1990–2018.



Таблица 5 / Table 5

**Доля эндаументов частных институтов на рынке эндаументов в США (по численности и активам), % /
The share of private endowments in the total market value and number of endowments in the USA, %**

| Показатель / Год | 1990 | 1995 | 2000 | 2005 | 2010 | 2015 | 2018 | 2019 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Количество частных эндаументов, % от общего количества всех фондов | 72* | 69 | 66 | 69 | 64 | 63 | 62 | 62 |
| Активы частных эндаументов, % от активов всех фондов | 81 | 74 | 73** | 72 | 71 | 63 | 67 | 68 |

* – данные 1991 г.; ** – данные 1999 г.

Источник / Source: составлено автором по данным: URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables> / compiled by the author based on URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables>.

размер выплат²⁰ составляет не более 5% активов эндаументов в год, а более высокие выплаты характерны, как правило, для крупных фондов²¹. Почти 50% выплат направляются на финансовую помощь студентам, остальное — на академические программы, университетским подразделениям и содержание кампуса²².

Средняя норма расходования средств в эндаументах в США снизилась с 5–5,5 до 4,4% в 1990–2019 гг. (см. табл. 2), что при общем сокращении уровня доходности и росте конкуренции на американском рынке образовательных услуг²³ создает более высокий уровень финансовой нагрузки на эндаументы, повышает их значимость для учреждения.

Для частных институтов, особенно колледжей, эндаументы, как правило, более значимы. В 2018 г. их активы в среднем в 1,7 раза превышали совокупные годовые расходы институтов, для государственных — составляли около 30% их годовых бюджетов²⁴.

²⁰ Как правило, фактический размер выплаты определяется на основе нормы расходования (spending rate) — заранее установленного процента от рыночной стоимости активов эндаумента, рассчитанной на основе скользящей средней, или определяемого ежегодно.

²¹ NACUBO Endowment Study 1990–2019, показатель «Average Annual Effective Spending Rates».

²² NACUBO-TIAA Press Release. January 31, 2019; NACUBO-TIAA Press Release. January 30, 2020.

²³ Merker K. Six Trends in College and University Endowments. URL: <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2019/04/03/six-trends-in-college-and-university-endowments/>.

²⁴ Для 2018 г. показатель «Активы эндаументов/совокупные расходы института» рассчитан как среднее значение по данному показателю для всех институтов, имеющих эндаументы и опубликованные данные по расходам (1350 частных и 1343

Для институтов с крупнейшими эндаументами показатели выше — 4,37 для частных и 1,85 для государственных²⁵.

Темпы роста активов фондов по отношению к расходам институтов зависят от типа институтов. Так, в 1990–2005 гг. активы эндаументов частных университетов (для частных колледжей — только до 1995 г.) росли быстрее, чем их расходы (такая же динамика характерна, например, для группы университетов с докторскими программами²⁶ [5]), в 2005–2015 гг. — медленнее. В государственных институтах активы фондов росли быстрее, чем расходы институтов, на протяжении всего периода 1990–2015 гг. (после 2005 г. — различия незначительны) [2]. В результате в 1990–2015 гг. показатели «Отношение активов эндаументов к совокупным расходам институтов» выросли как в частных, так и государственных университетах (табл. 6), хотя данный показатель для частных университетов значительно просел в кризис 2008–2009 гг. и не во всех случаях восстановился. Так, например, в Гарварде данный показатель вырос в 1990–2019 гг. с 4,3 до 7,8²⁷, но так и не достиг уровня 11 (максимума 2008 г.) [6].

государственных институтов). Расчет по данным: URL: <https://nces.ed.gov/ipeds/datacenter/DataFiles.aspx?goToReportId=7>.

²⁵ Расчет показателя «Активы эндаументов/совокупные расходы института» по 20 частным и государственным институтам с крупнейшими эндаументами в США. Расчет по данным: URL: <https://nces.ed.gov/ipeds/datacenter/DataFiles.aspx?goToReportId=7>.

²⁶ Университеты, предоставляющие докторскую степень (PhD) в соответствии с классификацией Карнеги (Carnegie Classification).

²⁷ Данные за 2019 г. — расчет по показателям «Net Assets of the Endowment, End of Year», «Total Operating Expenses» на 30.06.2019 г. Harvard University Financial Report Fiscal Year 2020. P. 15–16.

Таблица 6 / Table 6

Отношение активов эндаументов к совокупным расходам образовательных институтов в США /
Total endowment assets relative to the total expenses of educational institutions in the USA

| Категория / Год | 1990 | 2015 |
|--|------|------|
| Все частные некоммерческие исследовательские университеты, в том числе | 1,5 | 2,2 |
| 12 университетов с крупнейшими эндаументами | 2,9 | 3,6 |
| Все частные некоммерческие исследовательские колледжи, в том числе | 3 | 2,4 |
| 20 колледжей с крупнейшими эндаументами | 8,2 | 6,8 |
| Все государственные исследовательские университеты, в том числе | 0,2 | 0,6 |
| 20 университетов с крупнейшими эндаументами | 0,7 | 1,3 |

Источник / Source: [2].

ЭНДАУМЕНТЫ КАК ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ

Для них характерны как черты традиционных институциональных инвесторов, так и уникальные особенности [7]: долгосрочный горизонт вложений; требование сохранения «тела» эндаумента; отсутствие жестких обязательств по выплатам, кроме соблюдения нормы расходования [8]; широкая диверсификация активов, ограниченная только инвестиционной стратегией фонда, при отсутствии жестких законодательных требований к структуре активов, например как у пенсионных фондов; взаимосвязь между величиной эндаумента и уровнем доходности и структурой активов. При этом крупнейшие эндаументы (например, Гарварда, Йеля и др.) часто могут задавать новые тренды и модели инвестиционного поведения не только среди эндаументов, но и для других институциональных инвесторов.

Доходность инвестирования. Наиболее доходным для фондов был период 1990–2000 гг., затем последовал период высокой волатильности в 2001–2010 гг. и возвращение более высоких доходностей в 2010-х гг. Вместе с тем доходность эндаументов, составлявшая в среднем 10–15% в 1990–2000 гг., снизилась и чаще всего не превышает 10% (см. табл. 2), что характерно и в целом для фондового рынка. Как правило, эндаументы показывали более низкую доходность, чем индекс S&P 500; лучше индекса — в периоды сильного падения на рынке в силу меньшей волатильности портфелей фондов (см. рисунок). В 1990–2019 гг. волатильность доходности у эндаументов была гораздо ниже, чем

на рынке — 9% против 15%, но если у индекса волатильность к 2018 г. практически не изменилась с 1990-х гг., то у эндаументов выросла в 1,5–2 раза²⁸.

Также существует положительная связь между размером эндаумента и уровнем доходности фонда. Например, в 2018 г. для небольших фондов (до 100 млн долл.) годовая доходность составляла в среднем 7,6–7,7%, а для фондов свыше 500 млн долл. — 8,7–9,7%²⁹. Такая связь (доходность фондов с активами менее 25 млн долл. ниже доходности фондов с активами свыше 1 млрд долл.) прослеживается и на протяжении почти всего периода 1990–2019 гг., за исключением периодов падений на фондовом рынке, когда небольшие фонды теряли меньше, чем крупные, в том числе из-за более высокой доли облигаций и низкой доли акций и альтернативных активов³⁰. При этом крупные фонды используют более профессиональное управление и благодаря большому объему активов получают возможности по влиянию на ценообразование на рынке и доступ к более высокодоходным инструментам [8, 9].

Структура инвестиционных портфелей фондов. За почти 30 лет структура активов эндаументов существенно изменилась (табл. 7):

²⁸ Так, средняя волатильность (стандартное отклонение) показателя доходности за период составляла в 1990–2000 гг. 4–5% для эндаументов (для индекса — 9–10%), в 2001–2010 гг. — 9–14,5% (для индекса — 15–19%), в 2011–2019 гг. — 6–8% (для индекса — 8–11%).

²⁹ Average Annual One-, Three-, Five-, and Ten-Year Returns* for U.S. Higher Education Endowments and Affiliated Foundations for Periods Ending June 30, 2018. 2018 NACUBO-TIAA Endowment Study, Public NTSE Tables.

³⁰ Например, в 1991, 2009, 2016 гг.



Таблица 7 / Table 7

Структура активов эндаументов в США, % / Asset allocations for endowments in the USA, %

| | 1990 | 1995 | 2000 | 2005 | 2010 | 2015 | 2018 | 2019 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Акции | 50,5 | 57,0 | 62,1 | 58,5 | 46,0 | 49,0 | 52,0 | 50,9 |
| Ценные бумаги с фиксированным доходом | 33,9 | 31,2 | 23,3 | 21,5 | 21,0 | 16,0 | 16,0 | 19,0 |
| Альтернативные стратегии | 3,2 | 2,7 | 6,8 | 12,0 | 26,0 | 29,0 | 28,0 | 27,4 |
| Краткосрочные ценные бумаги, денежные средства и др. | 12,3 | 9,2 | 7,8 | 8,0 | 7,0 | 6,0 | 4,0 | 2,6 |
| Итого, % | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Источник / Source: составлено автором по данным: URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables> / compiled by the author based on URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables>.

Таблица 8 / Table 8

Структура активов эндаументов по размеру фондов в США, % / Asset allocations for endowments by the size of endowment in the USA, %

| Размер фонда | 2008 | | | 2012 | | | 2018 | | |
|------------------------------|------|----|----|------|----|----|------|----|----|
| | A | O | AC | A | O | AC | A | O | AC |
| Свыше 1 млрд долл. | 37 | 10 | 52 | 27 | 9 | 61 | 32 | 7 | 58 |
| От 501 млн до 1 млрд долл. | 43 | 13 | 42 | 35 | 12 | 48 | 44 | 10 | 41 |
| От 101 млн до 500 млн долл.* | 49 | 16 | 32 | 43 | 16 | 36 | 50 | 14 | 32 |
| Менее 25 млн долл. | 56 | 25 | 11 | 53 | 29 | 11 | 60 | 24 | 11 |
| Все фонды | 41 | 12 | 46 | 31 | 11 | 54 | 36 | 8 | 52 |

A – акции, O – ценные бумаги с фиксированным доходом, AC – альтернативные стратегии.

Источник / Source: составлено автором по данным: URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables> / Compiled by the author based on URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables>.

* Для 2018 г. доли рассчитаны как средневзвешенная по объему активов для фондов с активами от 101 до 250 млн и фондов с активами от 251 до 500 млн долл.

- доля рыночных ценных бумаг (акций и облигаций) снизилась с 84 до 70%, в основном за счет двукратного уменьшения доли облигаций. Для акций характерна циклическая динамика — в 1990–2000 гг. их доля росла (максимальное значение в 1999 г. — 64%), в 2001–2010 гг. — сократилась до минимальных значений (46%), а с 2011 г. — опять рост и возвращение на уровень начала 1990-х гг. Также существенно выросла доля иностранных акций — с 5 до 44% от общей доли акций в структуре активов фондов³¹;

- снижение доли рыночных ценных бумаг было компенсировано увеличением доли альтер-

нативных активов³² с 3 до 27%³³, которая росла почти постоянно с 1990 по 2012 г. [7]³⁴, но с 2013 г.

³² Альтернативные стратегии — это прямые инвестиции [финансируемый выкуп (LBO), мезонинные фонды и др.], рыночные альтернативные активы (хедж-фонды, стратегии абсолютной доходности и др.), венчурный капитал, прямые инвестиции в недвижимость (real estate private equity), не связанные с университетом, энергия и природные ресурсы, товарные производные и управляемые фьючерсные счета или фонды (managed futures), безнадежные долги и др. Источник: NTSE Fiscal Year 2018 Asset Allocations for U.S. Higher Education Endowments and Affiliated Foundations. NACUBO Endowment Study 2018.

³³ Dimmock S. G., Wang N., Yang J. The Endowment Model and Modern Portfolio Theory. NBER. April, 2018.

³⁴ Данная модель управления (с высокой долей альтернативных активов) была применена в середине 1980-х гг. для управле-

³¹ По данным NACUBO Endowment Study 1990–2019. URL: <https://www.nacubo.org/Research/2020/Public-NTSE-Tables>.

сохраняется на уровне 28–29%, а в 2019 г. произошло небольшое снижение;

- доля денежных средств и казначейских бумаг сократилась в 3–4 раза до 2,6–4% в 2018–2019 гг.

Для структуры активов эндаументов также проявляется четкая зависимость от величины фонда, сохраняющаяся на всем периоде 1990–2019 гг. Чем больше активы фонда, тем выше у таких фондов «аппетит» к риску и выше доля более рискованных активов (табл. 8), а также выше уровень диверсификации активов:

- у крупных фондов выше доля альтернативных стратегий и ниже доля акций и облигаций [7]. Например, в 2018 г. доля альтернативных стратегий падает с 58 до 11%, а доля акций вырастает с 32 до 60% активов в зависимости от размера фонда (от крупных — к мелким)³⁵ (табл. 8). С 2012 г. характерно постепенное снижение доли альтернативных стратегий во всех категориях фондов, кроме небольших;

- у крупных фондов (активы свыше 1 млрд долл.) более высокая доля иностранных акций в активах, чем у небольших фондов (в 2018 г. — 60% против 25%, в 2008 г. — 53% против 20%)³⁶;

- небольшие фонды (до 25 млн долл.), инвестируя в альтернативные активы, максимизируют долю рыночных альтернативных стратегий (в 2018 г. — 55% всех альтернативных активов, для крупных фондов — 33%), а крупные фонды их диверсифицируют (на прямые инвестиции и венчурный капитал приходится 19 и 14% альтернативных активов, у небольших фондов — 9 и 9% активов)³⁷.

В 2018 г. эндаументы выступили одними из первых институциональных инвесторов, вкладывающихся в криптовалюту³⁸, — около 140 фондов (88% из США, остальные — Великобритания и Канада), при этом у 54% фондов это были прямые инвестиции

ндаументом Йельского университета и воспроизведена впоследствии не только эндаументами, но и другими институциональными инвесторами. После кризиса 2008 г. Йельский университет, потерявший 27% стоимости активов, пересмотрел свою инвестиционную стратегию.

³⁵ В 1990 г. для фондов от 400 млн долл. доля альтернативных активов составляла 20%, для фондов до 25 млн долл. — только 5%.

³⁶ По данным NACUBO Endowment Study 2018, 2008.

³⁷ По данным NACUBO Endowment Study 2018.

³⁸ Среди них университеты Гарварда, Йеля, Мичигана, Стэнфорда и др. Huillet M. 94% of Surveyed Endowment Funds are Allocating to Crypto Investments: Study. Cointelegraph. April 15, 2019. URL: <https://cointelegraph.com/news/94-of-surveyed-endowment-funds-are-allocating-to-crypto-investments-study>.

в криптоактивы и 46% — через инвестиционные фонды [10]³⁹.

Рост уровня диверсификации активов эндаументов, в том числе доли альтернативных активов, приводит к сопутствующему росту расходов на управление фондами, особенно у крупных эндаументов. В 1990–2010-х гг. средний уровень расходов на управление активами⁴⁰ составлял 0,56–0,66%. В 2016 г. расходы на управление активами составляли от 0,38% (у мелких фондов) до 0,8% (у крупнейших фондов), совокупные расходы (включая административно-управленческие расходы фонда) — на уровне 1%, но могут достигать 1,75% с учетом дополнительных вознаграждений управляющих [11].

Организационная структура управления фондами. За период 1990–2019 гг. существенно вырос уровень профессионализма в управлении активами эндаументов⁴¹, в особенности у крупных фондов:

- повысилась роль инвестиционных комитетов фондов, увеличилось количество их членов; наличие активно действующего инвестиционного комитета, состоящего, как правило, из профессиональных управляющих (чем больше активы фонда, тем выше число таких членов⁴²) и выпускников университета, открывает больше инвестиционных возможностей для фондов [4];

- распространилась практика найма штатных специалистов для управления активами в основном в крупных фондах — штатного инвестиционного управляющего, портфельного менеджера, аналитика. В 2008–2011 гг. средняя доля фондов, имеющих штатного инвестиционного управляющего, выросла с 14 до 20%, при этом в фондах с активами свыше 500 млн долл. такой сотрудник был в 60–80% фондов, а в фондах с активами от 100 млн до 500 млн долл. — в 17% фондах, в фондах с активами до 25 млн долл. — только в 1% фон-

³⁹ Из 150 эндаументов, принявших участие в опросе.

⁴⁰ Плата управляющим активами и кастодиальными расходами.

⁴¹ Качество управляющего совета и инвестиционного комитета эндаумента неразрывно связано с финансовыми результатами управления фондом. Merker K. Six Trends in College and University Endowments. URL: <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2019/04/03/six-trends-in-college-and-university-endowments/>.

⁴² Например, в 2011 г. в составе инвестиционного комитета фондов с активами свыше 1 млрд долл. было около 8 профессиональных управляющих, а в фондах с активами до 25 млн долл. — только 2,4 профессионала. Источник: NACUBO Endowment Study 2011. P. 55.



дов. В 2011 г. портфельный менеджер и аналитик были соответственно в 11 и 19% всех фондов (но в 48 и 66% фондов-«миллиардников»)⁴³;

- все больше распространяется практика аутсорсинга инвестиционных функций (при этом чем больше фонд, тем ниже, как правило, доля аутсорсинга [12]), т.е. постепенно снижалась доля активов, находящихся во внутреннем управлении фондов, а также выросла степень участия дополнительно привлеченных инвестиционных консультантов⁴⁴.

Снижение уровней доходности фондов при сохранении уровня выплат, повышение конкуренции на рынке образования в США, ужесточение регулирования эндаументов привели к появлению тенденции оптимизации процесса и структуры управления эндаументами в крупных фондах, в том числе к сокращению штатного персонала фондов, что постепенно может воспроизводиться и в более мелких эндаументах [13].

Применение критериев ESG (экологические, социальные критерии и критерии корпоративного управления). Университетские эндаументы были среди первых институциональных инвесторов, применяющих ответственное инвестирование. Так, в отчетах NACUBO уже в 2000 г. около 40% фондов заявляли об использовании критериев социально ответственного инвестирования для эндаументов, в том числе по указанию доноров фонда⁴⁵. С 2012 г. массовые кампании студентов против инвестирования университетов в ископаемое топливо и в пользу развития climate-friendly инвестиционной политики привели к уменьшению или полному отказу от отдельных инвестиционных позиций у некоторых эндаументов⁴⁶ [14]. Но, как и в целом для рынка ответственных инвестиций, наблюдается переход от стратегий негативного скрининга (отказа от инвестиций в определенные сферы) к активному

использованию критериев ESG в процессе инвестирования.

В 2016–2017 гг. соответственно 17 и 16% образовательных учреждений использовали критерии ESG при инвестировании активов эндаументов [15], при этом объем таких активов образовательных институтов составил 317 млрд долл. (рост на 8% по сравнению с 2016 г.), т.е. примерно 50% активов всех эндаументов [14]. Степень использования ESG среди образовательных институтов неравномерна от года к году, но объем активов, инвестированных с учетом данных критериев, остается высоким благодаря участию крупнейших эндаументов. Вместе с тем можно ожидать роста активов ESG как практики, позитивно влияющей на инвестиционные результаты, выступающей важным элементом инвестиционного управления, а также роста вовлеченности малых эндаументов⁴⁷ [14].

РЕГУЛИРОВАНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ЭНДАУМЕНТОВ

Один из наиболее острых вопросов регулирования эндаументов в США — введение налога на доходы эндаументов в рамках масштабных изменений в налоговом законодательстве США в 2017 г.⁴⁸ Данный налог направлен на ограничение роста фондов и повышение доступности обучения для студентов на фоне удорожания высшего образования (по оценкам, чем выше у института активы эндаументов в расчете на одного студента, тем ниже доля обучающихся в нем студентов из семей с низким доходом) [16]. С одной стороны, новый налог снижает доходы крупных эндаументов, а значит, и выплаты на финансирование университетских программ⁴⁹, а также уменьшает привлекательность пожертвований для доноров⁵⁰. С другой

⁴⁷ Там же.

⁴⁸ Налог в 1,4% на инвестиционные доходы эндаументов для частных колледжей и университетов, у которых не менее 500 студентов и показатель «Активы эндаумента на одного студента очной формы обучения» составляет не менее 500 тыс. долл., коснется около 35 действующих институтов. Данный налог принят в рамках The Tax Cuts and Jobs Act of 2017, в рамках которого также были снижены ставки индивидуальных и корпоративных налогов, в том числе налог на прибыль корпораций до 21%.

⁴⁹ The Council for Advancement and Support of Education. URL: <https://www.case.org/resources/endowments>.

⁵⁰ В том числе из-за удвоения суммы стандартного налогового вычета, при использовании которого благотворительные пожертвования не уменьшают сумму налогооблагаемого дохода [это можно сделать только при использовании детализированного (itemized) вычета].

⁴³ NACUBO Endowment Study 2008, NACUBO Endowment Study 2011.

⁴⁴ В 2002 г. в среднем 75% эндаументов использовали таких консультантов для инвестирования, в 2011 г. — 81%, при этом наиболее часто внешних консультантов используют фонды с активами от 500 млн до 1 млрд долл. (94% фондов, у них сложные портфели, но не такой большой штат фонда), наименее часто — фонды с активами до 25 млн долл. (59% фондов) и фонды с активами выше 1 млрд долл. (69% фондов). Источник: NACUBO Endowment Study 2008, NACUBO Endowment Study 2011.

⁴⁵ NACUBO Endowment Study 2000. P. 4.

⁴⁶ Ross A. University Endowment Funds Face Increasing Pressure to the More Sustainable. Financial Times. May, 2018.

стороны, введение налога рассматривается его сторонниками как способ лишения крупнейших эндаументов их преимущества (в привлечении студентов) в отсутствие налогообложения инвестиционных доходов, которые несопоставимы с доходами мелких фондов. С учетом того, что годовые доходности эндаументов, как правило, превышают нормы расходования (см. выше), крупнейшие фонды сохраняют часть дохода для его дополнительного распределения, в том числе для поддержки студентов из семей с низким доходом. Кроме того, по оценкам экспертов, снижение корпоративного налога на прибыль будет способствовать росту стоимости активов большинства эндаументов, инвестированных в акции и альтернативные стратегии, и компенсирует потери от налога⁵¹.

КЛЮЧЕВЫЕ ТРЕНДЫ И ПРОГНОЗ ДО 2030 Г. ДЛЯ РЫНКА США

За 30 лет развитие рынка эндаументов в США сопровождалось следующими тенденциями:

- интенсивный рост рынка (суммарные активы фондов выросли в десять раз, численность — только двукратно, при этом охват сферы высшего образования эндаументами вырос всего на 10% до 70% институтов); активы отрасли удваивались каждые 5 лет с 1990 по 2000 г., позже — только через 15 лет;
- переход от модели многочисленных средних, небольших и мелких фондов, уравновешивающих крупные фонды, к модели доминирования крупных фондов, концентрирующих на себе основные активы;
- повышение уровня «зрелости» рынка, что на фоне прекращения численного роста эндаументов проявилось через тенденцию укрупнения фондов и преобладания более крупных эндаументов (сокращение доли мелких фондов с активами до 25 млн долл. и расширение «прослойки» фондов с активами свыше 100 млн долл.);
- неравномерный рост рынка — более быстрый рост, повышение концентрации активов в крупнейших фондах-миллиардниках, на которых приходится 78% всех активов рынка при 13%-ной доле по численности (в 1990 г. — 38% активов при 3% по численности);
- преобладание эндаументов частных учебных заведений — их больше в среднем, они крупнее и более значимы для частного института (особенно частных колледжей), но постепенно растет количество, активы и значимость эндаументов для государственных институтов, сокращается разрыв между размерами фондов частных и государственных учреждений;
- снижение средней нормы расходования средств эндаументов (с 5–5,5 до 4,4%) в условиях сокращения общего уровня доходностей; при этом фонды являются важными источниками финансирования для учебных заведений: чем крупнее фонд, тем выше выплаты из него, тем больше значимость эндаумента для института (выплаты составляют от 5% бюджета института для фондов с активами до 25 млн долл. до 15% бюджета для фондов с активами свыше 500 млн долл.);
- доходность активов эндаументов, как правило, ниже, чем в целом на рынке, но ниже и волатильность; на долгосрочном отрезке 1990–2019 гг. — тренд плавного снижения уровня доходности активов фондов (с двузначных значений свыше 10–15% до однозначных — ниже 10%) при почти двукратном повышении ее волатильности;
- в выигрыше крупные фонды — чем выше размер активов фондов, тем выше в среднем его доходность (доходности фондов с активами свыше 1 млрд долл. выше доходности фондов с активами менее 25 млн долл. на несколько процентных пунктов);
- для эндаументов характерна ориентация на максимизацию дохода в условиях снижения рыночных доходностей — сокращение доли рыночных ценных бумаг (двукратное снижение доли облигаций, циклическая динамика доли акций), их замещение более рисковыми альтернативными активами (их доля выросла с 3 до 27% в портфелях фондов);
- зависимость инвестиционной стратегии от размера фонда — чем крупнее фонд, тем выше аппетит к риску, тем быстрее растет доля более рискованных инструментов и снижается доля более консервативных; крупные фонды выступают на и более «профессиональными» инвесторами среди эндаументов, максимизируя долю более доходных и рискованных активов по сравнению с мелкими фондами (доля альтернативных стратегий — 58% против 11%, иностранных акций — 60% против 25%), снижая долю акций (32% в крупнейших против 60% в мелких фондах) и облигаций;

⁵¹ Brown A. The GOP Tax Bill Will Benefit Colleges — Even Those With Endowments It Now Taxes. Forbes. 3 April, 2018.



- в условиях быстрого роста активов фондов и усложнения их инвестиционного поведения характерны ответные тенденции — рост расходов на управление фондами, особенно в крупных эндаументах; повышение уровня профессионализма в организации управления активами фондов; начало неизбежных процессов оптимизации организационной структуры в крупнейших фондах в условиях снижения доходностей и разрастания штата фондов; распространение практики применения ESG при управлении активами эндаументов (в 2016 г. 50% активов фондов управлялись с учетом таких критериев);

- возникновение регуляторных механизмов (налог на инвестиционные доходы ряда фондов) для выравнивания условий между крупнейшими и другими эндаументами.

ВЫВОДЫ

До 2030 г. можно ожидать:

- замедление роста количества новых эндаументов в сфере образования и более медленный рост активов существующих фондов в условиях некоторого насыщения рынка; продолжение укрупнения фондов, их переход из мелких категорий в более крупные, в том числе за счет перетока средств из частных коммерческих образовательных институтов⁵². Возможное удвоение рынка

⁵² Рост частных коммерческих институтов, продолжавшийся до 2013 г., мог оттягивать на себя часть потенциальных пожертвований в эндаументы.

более вероятно на горизонте 15–20 лет с ожидаемым проседанием доходностей и объемов активов в периоды глобальных финансовых кризисов;

- рост количества и активов эндаументов государственных учебных заведений в условиях усиления их роли на рынке высшего образования и сокращения государственного финансирования;

- повышение значимости фондов для образовательных учреждений (в том числе, по отношению к размеру их годовых бюджетов) в условиях усиления конкуренции и снижения государственного финансирования, а также по мере накопления активов эндаументами; на этом фоне возможно постепенное увеличение нормы расходования средств из эндаумент-фондов;

- сохранение достаточно высокой волатильности доходности фондов, в том числе из-за наличия значительной доли альтернативных активов, роста доли новых финансовых инструментов;

- продолжение процессов оптимизации организационной структуры и административно-управленческих издержек фондов в условиях снижения доходностей, усиления конкуренции на рынке образования (как за студентов, так и за доноров), снижения государственного финансирования образовательных учреждений;

- повышение регуляторной нагрузки на эндаумент-фонды по мере роста их значимости как институциональных инвесторов.

REFERENCES

1. Johnson P.D. Global Philanthropy Report. Perspectives on the Global Foundation Sector. Harvard University's John F. Kennedy School of Government. April 2018. 41 p.
2. The Worth of Endowments in Higher Education. AGB. The Guardians Initiative. 2019. 14 p.
3. Dahiya S., Yermack D. Investment Returns and Distribution Policies of Non-Profit Endowment Funds. NBER Working Paper Series. Working Paper 2532. December 2018, Revised May 2019. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w25323/w25323.pdf.
4. Lerner J., Schoar A., Wang J. Secrets of the Academy: The Drivers of University Endowment Success. *Journal of Economic Perspectives*. 2008;22(3):207–222. DOI: 10.1257/jep.22.3.207
5. Brown J., Dimmock S.J., Kang J-K., Weisbenner S. How University Endowments Respond to Financial Market Shocks: Evidence and Implications. NBER Working Paper Series. Working Paper 15861. April 2010. URL: <http://www.nber.org/papers/w15861>.
6. Conti-Brown P. Scarcity amidst Wealth: The Law, Finance, and Culture of Elite University Endowments in Financial Crisis. *Stanford Law Review*. 2011;63(3):699–749.
7. Brown K., Tiu C. The Interaction of Spending Policies, Asset Allocation Strategies, and Investment Performance at University Endowment Funds. NBER Working Paper Series. Working Paper 19517. October 2013. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w19517/w19517.pdf.
8. Smith D.M., Shawky H.A. Endowment and Foundation Funds. *Institutional Money Management: An Inside Look at Strategies, Players, and Practices*. New-Jersey: Wiley; 2011:295–308.

9. Chambers K. What the Big Names are Doing: Influences of Endowments & Foundations in the Investment Philosophy. Understanding Investments. Headwater Investment Consulting. April 2015. 10 p.
10. Watkins J. The Institutional Crypto Backers: How Endowments are Allocating to Cryptocurrency Investments. Global Custodian, the TradeCrypto, BitGo. 2019. 8 p.
11. Viewpoint: Counting the Cost. Commonfund Institute. 2017. 6 p.
12. Brown J.R. et al. The Governance of University Endowments: Insights from a TIAA-CREF Institute Survey. TIAA-CREF Institute Research Dialogue 102. July 2011. 15 p.
13. McCarthy S., Yee J. BNY Mellon Endowments and Foundations Performance and Asset Allocation Study. BNY Mellon. April 2018. 8 p.
14. Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends. Educational Institutions Highlights. US SIF. 2018. 22 p.
15. Summary of Survey Findings on Sustainable Investing Practices Among Higher Education Institutions. Intentional Endowments Network. 2018. 3 p.
16. Baum S., Lee V. Understanding Endowments. Urban Institute. April 2018. 10 p.

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Карина Борисовна Бахтараева — кандидат экономических наук, старший научный сотрудник отдела международных рынков капитала, ИМЭМО РАН, Москва, Россия
Karina B. Bakhtaraeva — Cand. Sci. (Econ.), Senior Researcher, Department of International Capital Markets, IMEMO RAS, Moscow, Russia
bakhtaraeva@gmail.com

*Статья поступила 12.03.2021; после рецензирования 17.03.2021; принята к публикации 30.03.2021.
Автор прочтала и одобрила окончательный вариант рукописи.
The article was received on 12.03.2021; revised on 17.03.2021 and accepted for publication on 30.03.2021.
The author read and approved the final version of the manuscript.*