Андрей ЗОКИН,
вице-президент, начальник департамента инвестиционного менеджмента ГПБ (ОАО), главный директор по инвестициям УК «Газпромбанк — Управление активами», к.э.н.

В настоящее время в России существует около 45 эндаумент-фондов. В основном это вузовские фонды, а также фонды целевого капитала, финансирующие музеи, спортивные общества, помогающие больным детям. Размер целевых капиталов российских эндаумент-фондов пока очень небольшой по сравнению с зарубежными аналогами и с точки зрения возможности финансирования крупных проектов. Но это и неудивительно, учитывая историю развития эндаумент-индустрии в нашей стране.

Эндаумент-фонды: НОВОЕ СЛОВО

Целевой капитал (endowment) — это долгосрочное крупное денежное (в российском варианте) вложение для обеспечения финансовой устойчивости некоммерческой организации (НКО).

Эндаумент-фонды были созданы за рубежом, поэтому именно иностранцам принадлежит пальма первенства в развитии данной индустрии в целом и по объему активов в их управлении в частности. Мировая практика фондов целевого капитала насчитывает более чем пятисотлетнюю историю. Первый аналог современных эндаументов появился в 1502 году в Великобритании, когда Леди Маргарет Бюфорт, бабушка короля Генри VIII, внесла пожертвования на создание кафедр богословия в университетах Оксфорда и Кембриджа. В США первопроходцем в создании эндаумента стал Гарвардский университет, когда в 1649 году четыре выпускника завещали альма-матер небольшой участок земли. Сегодня на этой территории находится университетская библиотека Уайднер.

В США эндаумент-фонды существуют более 350 лет. Крупнейшими подобными фондами в мире являются эндаументы Гарварда ($25.7 млрд), Йеля ($16.3 млрд), Стэнфорда ($12.6 млрд), Принстона ($12.6 млрд). Механизм эндаумент-фондов на практике доказал свою эффективность, поскольку обеспечивает долгосрочный стабильный источник финансирования значимых образовательных, научных и других программ. В ведущих американских вузах на поступления из эндаумент-фондов приходится 25–45% доходов бюджета учебного заведения. Размер эндаументов 80 вузов мира превышает $1 млрд. Большинство данных вузов — американские, но в число эндаументов-миллиардеров входят также несколько университетских фондов Великобритании, Японии и Австралии.

> «РОССИЙСКИЕ ЭНДАУМЕНТЫ, ИМЕЮЩИЕ АКТИВЫ ПОД УПРАВЛЕНИЕМ, В ДЕСЯТКИ ТЫСЯЧ РАЗ МЕНЬШИЕ ЗАРУБЕЖНЫХ АНАЛОГОВ, НЕ МОГУТ СЕБЕ ПОЗВОЛИТЬ ШИРОКУЮ ДИВЕРСИФИКАЦИЮ, КОТОРАЯ БАЗИРУЕТСЯ НА ГРУППЕ ПОРТФЕЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ»

ЭНДАУМЕНТ-ФОНДЫ В РОССИИ

В современной России эндаумент-фонды стали создаваться после принятия в конце 2006 года закона № 275-ФЗ «О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций». Совместно с этим законом были приняты поправки в Налоговый кодекс, разрешающие не платить налог на прибыль с дохода от целевого капитала эндаумент-фондов.

В то же время, нельзя не отметить, что похожая схема широко использовалась в дореволюционной России как минимум с XVIII века, когда меценаты вносили так называемый «вечный» вклад в банк, проценты по которому направлялись на благотворительность. Этот же принцип применил живший долгое время в России и не понаслышке знакомый с русскими традициями меценатства шведский промышленник А. Нобель при учреждении своей всемирно известной премии.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ СТРАТЕГИИ ФЦК

Становление и развитие эндаумент-фондов российских университетов в течение последних двух лет происходит в условиях резко меняющихся реалий. Основной период размещения активов пришелся на 2008 год — пик экономического кризиса. В 2009 году мы стали свидетелями периода динамичного восстановления рынка, с одной стороны, и по-прежнему сохраняющихся симптомов кризиса, с другой. Эта ситуация не могла не отразиться на фондах ЦК, которые, в соответствии с требованиями закона, инвестируют свои активы на российском фондовом рынке. Операторами процесса инвестирования и управления активами ФЦК в России являются УК, поэтому от их профессиональных действий в этом направлении зависит, насколько эффективной окажется инвестиционная деятельность эндаумент-фонда, какая прибыль будет получена, будут ли достигнуты те цели и задачи, которые эндаумент планирует реализовать за счет дохода, полученного от деятельности своего доверительного управляющего.

Под управлением УК «Газпромбанк — Управление активами» находятся активы четырех крупнейших вузовских эндаументов России: МГИМО, СПбГУ, «Сколково» и ТюмГУ. Наш опыт позволяет говорить о том, что для управляющих фонды целевого капитала — особый клиент, в том числе и потому, что законодательство строго ограничивает набор финансовых инструментов и риски при инвестировании средств такого фонда. ФЦК требуют индивидуального внимания. Мы осознаем всю ответственность и те жесткие рамки, в которые мы поставлены. С одной стороны, мы не должны рисковать и допускать уменьшения «тела» эндаумента, с другой — нам нужно обеспечивать прирост активов, который, как минимум, должен покрыть инфляцию. Таким образом, в идеале наша задача как доверительного управляющего — способствовать реальному приращению активов.

Те УК, которые уже сегодня управляют активами ФЦК, активно участвуют в накоплении важного для всей российской индустрии эндаументов практического опыта. Происходит проверка на прочность инвестиционных стратегий, предложенных управляющими компаниями своим клиентам — эндаумент-фондам.

Обсуждение взаимодействия УК и эндаументов неизменно связано с вопросом выбора эффективного управляющего. От его профессиональных действий на рынке напрямую зависит эффективность функционирования фонда.

Рекомендации по выбору эффективного управляющего включают ряд моментов:

– Важно выбирать тех управляющих, которые в силу своего опыта могут быть эффективны в реализации и достижении ваших инвестиционных целей. Изучайте опыт работы на рынке вашего потенциального управляющего, оцените успешность (кто в кризис смог сберечь средства клиентов), обратите внимание на размер активов под управлением.

– Учитывайте тот факт, что у управляющего есть экономический стимул участвовать в управлении активами. Вознаграждение управляющего ограничено законом — не более 10% от дохода. Вознаграждение и возмещение необходимых расходов происходит только за счет дохода, благодаря чему доверительный управляющий напрямую заинтересован в получении прибыли клиентом. Очень важно то, что закон дает вам возможность нанять любого управляющего независимо от размера активов фонда и избежать повышенных комиссий.

Мы как управляющие твердо убеждены в том, что появление нового вида клиентов для УК не должно превратиться в идею «клиента ради клиента», любой ценой, любыми обещаниями. Ведь, управляя эндаументами, мы несем определенную социальную ответственность.

Два года, в течение которых УК управляют активами эндаументов на российском рынке, показали, что институт доверительного управления целевыми средствами сло-

Таблица 1

Действующие в России эндаумент-фонды

№	Эндаументы	Размер целевого капитала
1	МГИМО	около 600 млн руб.
2	РЭШ	более 170 млн руб.
3	Финансовая академия	203 млн руб.
4	Европейский университет в Санкт-Петербурге	240 млн руб.
5	Высшая школа менеджмента СПбГУ	более 80 млн руб.
6	ИНСОР	160 млн руб.
7	«Сколково»	около 100 млн руб.
8	CM.Charity	100 млн руб.
9	Новосибирский государственный университет университет	16 млн руб.
10	Сибирский федеральный университет	13.5 млн руб.

ЭНДАУМЕНТ МГИМО

- Основные доноры: В. Потанин, А. Усманов, Ф. Шодиев, И. Потапенко, А. Козицын, К. Косачев, А. Лебедев, В. Мединский, А. Орджоникидзе, А. Островский, В. Ершов и другие.
- Дата создания ЦК — февраль 2008 г.
- Размер ЦК на август 2010 г. — более 560 млн руб.
- Доход от управления в 2009 году — 78.08 млн руб.
- Доходность, % годовых — 29%.
- Пополнение целевого капитала за счет пожертвований в 2009 году — 58.6 млн руб.
- Количество целевых капиталов — 1

Таблица 2

Аллокация по классам активов в зависимости от объема фонда в 2008 г. (в % от итоговых активов фонда)

Объем фонда	Акции	Облигации	Недвижимость	Денежные средства	Хедж-фонды	Private Equity	Венчурные компании	Природные ресурсы	Другое
Более $1 млрд	39.4	10.8	6.4	1.4	22.6	10	3.6	5.3	0.5
От $500 млн до $1 млрд	42.5	14.6	6.1	1.9	19.2	7.7	2.8	3.5	1.7
От $100 млн до $500 млн	50.4	16.5	4.1	2.5	16.4	4.3	1.2	3	1.7
От $50 млн до $100 млн	54.1	20.3	4.2	4.4	11.5	1.8	0.5	1.9	1.4
От $25 млн до $50 млн	57.6	20.8	4.1	3.4	10.4	1	0.3	1.2	1.1
Менее $25 млн	55.9	27.1	2.2	8.1	3.3	0.6	0.3	0.4	2.1

Владимир ИСМАИЛОВ,
финансовый директор, Московская школа управления «СКОЛКОВО»

КОММЕНТАРИЙ

– Как бы вы охарактеризовали состояние российской эндаумент-индустрии? Каковы ее основные особенности?
– Сектор целевого капитала некоммерческих организаций (эндаумент-фондов) в России в настоящий момент находится в начальной стадии своего развития, и ему присущи все болезни роста: непонимание специфики и целей на уровне регулятора и законодателей, как следствие — несовершенство законодательной базы, демотивационная налоговая политика фискальных органов, недостаток профессионализма в процессе как создания, так и управления средствами фондов. Все участники рынка учатся, преимущественно на своих ошибках, набивают шишки и обречены на то, чтобы изобретать велосипед. Одна из характерных особенностей отрасли — это симбиоз благотворительности и инвестиций на рыночных условиях, то есть поиск максимальных доходов, соразмерных принимаемому уровню риска. Такое соседство двух противоположных идей ведет к однобокости рассмотрения процессов внутри сектора со стороны фискальных органов. Зачастую этот сектор воспринимается как инструмент ухода от налогов со всеми вытекающими последствиями. Однако сам факт выхода федерального закона № 275-ФЗ «О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций» говорит о положительной тенденции и принципиальной позиции государства, которое считает развитие этого сектора важным процессом.

– Чем объясняется достаточно медленное развитие эндаумент-индустрии?
– Если рассматривать развитие сектора эндаумент-фондов как бизнес-проект, то в первую очередь проблема заключается в том, что отсутствует «спонсор» проекта. На уровне государства нет человека или организации, которая бы продвигала и лоббировала весь «проект» развития эндаумент-фондов, помогая согласовывать предлагаемые изменения, менять процедуры и законодательные акты, выделять ресурсы на изучение опыта. Кроме того, необходимо менять менталитет людей: эндаумент-фонды должны восприниматься как обычный инструмент работы с капиталом филантропов, а не способ сокрытия чего бы то ни было. Третье: нужна армия профессионалов, которые смогут работать с этим капиталом самым эффективным способом. Ну и в-четвертых, необходимо создать совершенную инфраструктура рынка эндаумент-фондов.

– Нужны ли технические поправки в законодательство о ФКЦ? Например, определение ФКЦ в статусе квалифицированных инвесторов могло бы дать управляющей компании больше возможностей в выборе инвестиционной стратегии.
– Безусловно, поправки нужны, я могу их перечислять очень долго. Придание эндаумент-фондам статуса квалифицированного инвестора существенно бы облегчило им жизнь и позволило расширить спектр инструментов для инвестирования, например в венчурные проекты и так далее.

– С какими сложностями сталкиваются эндаументы при управлении капиталом?
– Неразвитый рынок услуг управляющих компаний, несовершенная законодательная база, недостаток инструментов для инвестирования, недружелюбный налоговый режим в целом.

– Каковы основные критерии выбора управляющей компании?
– Опыт работы с эндаумент-фондами, реальность предлагаемой инвестиционной стратегии, прозрачность предоставляемой информации, история успеха.

– Участвуете ли вы в выборе инвестиционной стратегии? Если да, то каким образом?
– В общих чертах — да, но не на уровне выбора конкретных инструментов. Это прерогатива управляющей компании.

– Ставятся ли перед УК задачи добиться определенной средней доходности фонда?
– У нас консервативная инвестиционная политика, так как мы рассматриваем наш фонд в качестве долгосрочного источника финансирования. Нам бы хотелось, чтобы доходность была как минимум выше инфляции. Мы активно сотрудничаем в этом направлении с управляющим компаниями, и нам удается добиваться достаточно неплохих результатов.

ЭНДАУМЕНТ «СКОЛКОВО»
- Дата создания ЦК — 2007 г.
- Основные доноры — юридические лица
- Доходность, % годовых — 29.3% (финансовый год, закончившийся 30 июня 2010 года)
- Количество целевых капиталов — 2 в РФ
- УК — Газпромбанк (с апреля 2010 года) и ВТБ

жился; определились вопросы и пожелания эндаументов к своим управляющим, и предстоит путь поиска решений. Мы понимаем, что участвуем в процессе накопления опыта, который, несомненно, будет важен для всего рынка целевых капиталов.

Перед нами как управляющими стоят две задачи: сохранение целевого капитала и его преумножение. Поэтому важны не столько текущие показатели, сколько выбор стратегии управления. С учетом сегодняшней коньюнктуры рынка, степени рисков и нашего понимания задач управления мы считаем целесообразным придерживаться консервативной стратегии, а приемлемая доходность портфеля находится в пределах 15–20% годовых.

В принципе, мировая практика показывает, что наиболее эффективная стратегия управления портфелем предполагает диверсификацию по различным классам активов. Классически они подразделяются на портфельные и альтернативные инвестиции. Первые подразумевают наиболее ликвидные инвестиции в ценные бумаги фондового рынка: акции, облигации, векселя, производные инструменты и так далее. Под альтернативными инструментами понимают недвижимость, венчурные и прямые инвестиции. Последняя категория предполагает низкую ликвидность, но более высокую доходность в долгосрочной перспективе по сравнению с портфельными инвестициями. Существует высокая корреляция между размером фонда и соотношением классов активов в инвестиционных портфелях: чем больше фонд, тем больше у него доля альтернативных инвестиций в портфеле (см. Таблицу 2). И это понятно: ведь при достижении определенного объема активов продажа и покупка даже наиболее ликвидной ценной бумаги может занять месяцы. Отражением инвестиционного портфеля являются и результаты управления по годам: в кризисный период лучше всего себя показывают относительно небольшие фонды с ликвидными инвестициями.

Конечно, российские эндаументы, имеющие активы под управлением, в десятки тысяч раз меньшие зарубежных аналогов, не могут себе позволить широкую диверсификацию, которая базируется на группе портфельных инвестиций. Классическое соотношение акций и инструментов с фиксированной доходностью в портфелях — 1 к 9. В настоящее время мы отдаем предпочтение акциям телекоммуникационного сектора. Рассматривая долговые инструменты, мы концентрируемся на высоком кредитном качестве эмитента. Также значительная доля средств — до 20–30% — в условиях нестабильности инвестируется в депозиты.

Российское законодательство разрешает инвестировать средства эндаументов в недвижимость, но в данный момент размеры целевого капитала не позволяют использовать крупные инвестиционные инструменты. В зарубежной практике, где существует более далекий горизонт инвестирования и возможно вложение средств в низколиквидные активы, эндаументы вкладывают часть средств в недвижимость. В частности, около 14% бизнес-центров Нью-Йорка построено за счет соинвестирования средств эндаумент-фондов.

Любой инструмент имеет свои характеристики риска, доходности и стоимости. Волатильность за последний год сильно изменилась, поэтому стоимость инструментов играет определяющую роль. Первоначальная плата за приобретение новых инструментов на данном этапе может быть связана со слишком большими тратами для фонда. Поэтому пока мы стараемся обеспечивать сохранность средств и доходность без использования срочных контрактов.

Для диверсификации возможно использование валютной составляющей, но поскольку оценка портфеля осуществляется в рублях, то покупка валюты и затем обратный перевод ее в рубли может снизить рублевую доходность фонда.

МНЕНИЕ

Дмитрий БЛАГОВ,
генеральный директор, УК «ТРИНФИКО»

Очень приятно наблюдать зарождение в России нового класса долгосрочных инвесторов, коими являются некоммерческие организации, формирующие целевые капиталы, поскольку именно долгосрочные инвестиции способны финансировать создание новых предприятий и рабочих мест. Но в силу множества обстоятельств эндаумент замер на старте и за три года своего существования прошел очень небольшой путь развития. Помешал этому, главным образом, мировой финансово-экономический кризис, подкосивший инвестиционные результаты существующих целевых капиталов в 2008 году, существенно сокративший приток новых пожертвований, оставивший на потом исправление недостатков принятого 30.12.2006 ФЗ «О порядке формирования и использования целевого капитала» № 275-ФЗ. Достаточно обратить внимание, что за три с половиной года в данный закон была внесена только одна поправка, касающаяся инвестирования средств целевого капитала в производные финансовые инструменты. Для примера, ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии» № 111-ФЗ от 31.12.2002 за 9.5 лет менял свою редакцию 11 раз, а масштабы вносимых изменений всегда были значительными. Хотя и некорректно сравнивать два совершенно разных по социальной значимости закона, тем не менее этот пример иллюстрирует, что в России еще не сформировалось отношение к целевому капиталу как одной из важных, значимых движущих инвестиционных сил. И изменение отношения, я надеюсь, должно произойти в ближайшем будущем, по мере осознания потенциала эндаумента для решения прикладных задач образовательных, медицинских и иных некоммерческих организаций, развития благотворительности в нашем обществе. Ведь эндаумент, на мой взгляд, является одной из наиболее эффективных форм аккумулирования и использования благотворительных взносов, что на протяжении веков подтверждает мировая практика. Разумеется, необходимо совершенствование базового закона, ограничивающего инвестиционный потенциал целевых капиталов. Прежде всего, это касается «синдрома рынка ценных бумаг»: основные объекты инвестирования сконцентрированы именно в портфельных инвестициях. Это неразумно для долгосрочного капитала, хоть и не играет значительной роли на ранней стадии развития эндаумента у нас в стране, но в будущем может стать сдерживающим фактором, так как в этом случае исключаются инвестиции проектного характера, например в строительство коммерческой недвижимости. Средства целевого капитала могут быть направлены на приобретение построенных и введенных в эксплуатацию объектов, закон это допускает, однако реализовать долгосрочный девелоперский проект можно только через двойное доверительное управление: целевой капитал передается в управляющую компанию, которая покупает инвестиционные паи закрытого паевого фонда под управлением другой управляющей компании, реализующей проект. А это двойные и экономически необоснованные расходы. Строго говоря, закон изначально ограничивает инвестиционную свободу некоммерческой организации, предписывая размещать средства даже на банковские вклады только через управляющую компанию. Подобные анахронизмы были преодолены в сфере инвестирования резервов негосударственных пенсионных фондов, и теперь это необходимо сделать в сфере размещения средств целевых капиталов, прежде чем масштабы целевых капиталов дорастут до возможностей финансирования серьезные проектов.

Но это далеко не единственный недостаток действующей редакции закона. Приведу еще несколько простых примеров. Два существенных условия договора доверительного управления, которым придают значение большинство инвесторов: вознаграждение управляющей компании и максимальный размер расходов, связанных с управлением активами. Закон 275-ФЗ в части этих условий непреклонен: вознаграждение управляющей компании не может превышать 10%, а необходимые расходы должны составлять не более 1% от инвестиционного дохода. Конечно, очень хочется иметь возможность эффективно размещать активы клиентов таким образом, чтобы высокие доходы всегда позволяли покрывать все неизбежно возникающие в процессе управления активами расходы за счет 1% дохода. Однако доходности доступных инвестиционных инструментов от года к году сокращаются, а история знает не только годы экономического подъема и роста, тогда как услуги бирж, банков, депозитариев не зависят от того, растут инвестиции в цене или падают. Поставив такое ограничение, равно как и ограничение на предельный размер вознаграждения управляющей компании, в угоду сиюминутной экономии, мы отодвигаем на второй план такое важнейшее понятие, как эффективность. Это как раз тот случай, когда «за деревьями леса не видно». «ТРИНФИКО» придерживается мнения, что платить управляющей компании надо не просто за услуги как таковые, а за эффективность, выражающуюся в итоговых показателях доходности, которые сравниваются с альтернативными ставками, рыночными индексами и различными бенчмарками. Например, если клиентом поставлена задача сберечь капитал от инфляции, то мерилом эффективности может являться рассчитываемый Росстатом индекс потребительских цен (ИПЦ). Удалось заработать больше значения ИПЦ — цель достигнута, и управляющая компания имеет право на справедливое вознаграждение в виде части дохода, превышающего значение ИПЦ. Нет дохода выше ставки — задача не решена. Тогда за что платить? Величина ставки вознаграждения за эффективность может быть значительной — это позволяет мотивировать управляющего. В конечном счете, для инвестора значимым является именно конечный результат, сколько он заработал, а не то, сколько было потрачено средств на оплату услуг бирж, брокеров, банков. Без этих расходов не будет доходов, и низкие расходы никогда не оправдают плохих инвестиционных результатов.

Процесс инвестирования средств целевых капиталов не имеет принципиальных отличий от инвестирования иных форм долгосрочных капиталов. Главное не источник средств, а правильно поставленная управляющему инвестиционная задача, разработанная управляющим, адекватная этой задаче инвестиционная стратегия, четкая и безусловная ее реализация. Это те составные части сотрудничества, без которых сложно всерьез рассчитывать на качественный и стабильный результат.