Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего профессионального образования
**«ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**
Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допустить к защите»
Заведующий кафедрой
проф. Рубцов Б.Б.
_____

«__» _____ _____ года

# ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание степени магистра экономики
по направлению «Финансы и кредит»
по магистерской программе
«Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

на тему: «Инструменты финансового рынка в развитии образования»

Выполнила:
студентка Кредитно-экономического факультета
Кафанова Ангелина Викторовна

_____

Научный руководитель:
д.э.н., профессор по кафедре, профессор
Миркин Яков Моисеевич

_____

Москва – 2014

## Содержание

Введение……..3
1 Проблема внебюджетного финансирования высшего образования и основные направления ее решения…….....9
2 Зарубежная практика привлечения дополнительного финансирования в сферу высшего образования……..16
2.1 Эндаумент-фонды, фандрайзинг и инвестиционная политика …….....16
2.2 Муниципальные безналоговые облигации как инструмент внебюджетного финансирования высшего образования……...35
2.3 Облигации социального воздействия как инструмент внебюджетного финансирования высшего образования……...45
3 Отечественная практика внебюджетного финансирования высшего образования и возможности использования новых финансовых инструментов……..58
3.1 Фонды целевого капитала……...58
3.2 Облигации…….77
Заключение……94
Список использованной литературы……....97

## Введение

Современный этап развития высшего образования требует от руководства высших учебных заведений все больше внимания уделять привлечению дополнительных внебюджетных средств для финансирования учебного процесса. Без нахождения таких возможностей российские университеты не смогут эффективно конкурировать на рынке образовательных услуг, который в последнее время приобретает все больше характер глобального рынка. По мнению ряда экспертов, доходы от экспортных услуг в сфере высшего образования уже стоят на пятом месте в бюджете США и превышают более 20 млрд. долл. в год[1], а в таких странах как Австралия и Новая Зеландия эти уже сопоставимы с доходами, которые они получают от своих традиционных экспортных товаров – шерсти[2].

**Актуальность** данного исследования связана с нацеленностью современной системы высшего образования на изыскание новых источников для своего финансирования с целью улучшения качества образовательных услуг, повышения стабильности учебного процесса благодаря росту заработной платы преподавательских кадров и привлечению зарубежных преподавателей и специалистов с практическим опытом работы из разных отраслей производства. Также важным аспектом является улучшение материально-технической базы учебных заведений и реализация различных социальных программ как для преподавателей, так и для студентов. К сожалению, в настоящее время имеется очевидный дефицит исследований, связанных с изучением опыта применения в западной практике эндаумент-фондов и облигационных займов для финансирования высших учебных заведений, а также возможностей их использования в отечественной практике.

**Целью** диссертационного исследования является расширение

[1] Паршев А.А. Почему Россия не Америка. Книга для тех, кто остается в России. М: Крымский мост, 2005.
[2] Белостечник Г. Конкуренция – двигатель качества, 26.08.2004 (www.almamater.md)

возможностей привлечения дополнительных внебюджетных средств для финансирования высшего образования РФ с использованием новых финансовых инструментов и методов финансового инжиниринга.

В процессе диссертационного исследования для достижения намеченной цели были поставлены следующие **задачи**:

- изучить зарубежный опыт использования таких финансовых инструментов, как эндаумент-фонды и SIB (social impact bonds) – облигации социального воздействия;
- провести анализ имеющегося отечественного опыта применения исследуемых финансовых инструментов;
- выявить возможности данных финансовых инструментов для финансирования российского высшего образования;
- предложить новые финансовые инструменты с использованием методов финансового инжиниринга.

**Объектом исследования** является возможность применения методов финансового инжиниринга для создания новых финансовых инструментов, которые были бы эффективны в правовой и экономической плоскости для финансирования российского высшего образования.

**Предметом исследования** являются такие финансовые инструменты, как эндаумент-фонды (фонды целевого капитала) и SIB (social impact bonds) – облигации социального воздействия для привлечения дополнительных финансовых средств в систему высшего образования РФ.

**Методологическая основа исследования** опирается на обобщение уже имеющегося опыта применения рассматриваемых финансовых инструментов как в зарубежной, так и отечественной практике.

В ходе анализа информационных материалов и научной литературы, которые изучались при работе над диссертацией, применялись как общенаучные, так и частные методы исследования.

**Теоретической основой исследования** послужили работы отечественных и зарубежных авторов.

В отечественной экономической науке наиболее разработана тема использования фондов целевого капитала (эндаумент-фондов). Хотя их количество в настоящее время довольно ограничено и не соответствует тем потребностям, которые испытывает система российского высшего образования, имеющийся опыт позволяет проанализировать те проблемы и ограничения, с которыми сталкиваются фонды целевого капитала в своем развитии. Среди таких работ, которые посвящены этой тематике можно выделить следующие: «Эндаумент-фонды (фонды целевого капитала) государственных и муниципальных образовательных учреждений: организация деятельности, состояние и перспективы развития: практическое руководство» под ред. Миркина Я.М., в котором собран большой обобщающий материал о зарубежной практике деятельности эндаумент-фондов. Другой важной работой, посвященной вопросам деятельности эндаумент-фондов, является монография Субановой О.С. «Фонды целевых капиталов некоммерческих организаций: формирование, управление, использование». В этой работе подробно рассматриваются как юридические, так и практические аспекты создания и функционирования фондов целевого капитала. Также необходимо отметить статьи таких авторов как Миттра Б., Катькало В.С., Рубашкина С.А. и др. В этих статьях рассматриваются проблемы практической деятельности фондов целевого капитала, а также уделяется большое внимание такому важному аспекту деятельности фондов, как фандрайзинг.

Касательно темы облигаций, необходимо сказать, что в данном вопросе складывается несколько неоднозначная ситуация. Связана она прежде всего с тем, что непосредственно облигации самими университетами, как правило, не выпускаются. В инвестиционной практике США для финансирования университетов используются безналоговые муниципальные облигации, которые значительно выгоднее в плане налогообложения, чем если бы университеты сами выпускали корпоративные облигации. Исходя из этой особенности данного финансового инструмента, с одной стороны,

отечественные исследования по муниципальным облигациям, непосредственно связанным с университетами, отсутствуют, но, с другой стороны, имеется довольно большой корпус исследований, который посвящен практике выпуска муниципальных облигаций, как таковых. Среди авторов можно перечислить следующие имена: Костиков И.В., Никифорова В.Д., Островская В.Ю., Макаров Л.Ю, Новиков А. и др.

Относительно такого инструмента, как SIB (social impact bonds) – облигации социального воздействия, данное исследование будет являться первым, в котором вводится этот финансовый инструмент в научный оборот, и может рассматриваться как первая попытка описания этого финансового инструмента и анализа возможностей его применения в практике финансирования высшего образования РФ. Нужно также отметить, что ввиду его новизны и краткого периода практического применения за рубежом непосредственно работ западных авторов пока немного. В настоящее время по этой проблематике имеются обзорные работы таких авторов, как Джеффри Б., Лиебман, Алина Селлман и др. Кроме того, необходимо отметить, что при бизнес-школе им. Кеннеди Гарвардского университета недавно была открыта специализированная лаборатория, деятельность которой связана с изучением практики SIB (Harvard Kennedy School «Social Impact Bond Technical Assistance Lab»).

**Информационную базу исследования составили** нормативные документы, обобщение отечественной и зарубежной литературы по анализируемой проблематике, статистические материалы, данные, опубликованные в периодической печати.

**Научная новизна** работы связана с теоретическим обоснованием новых подходов к использованию уже имеющихся финансовых инструментов, а также введением в научный оборот новых финансовых инструментов.

Новыми являются следующие положения проведенного исследования:

- впервые введен в отечественный научный оборот такой инструмент

финансирования социальных проектов, как SIB (social impact bonds) – облигации социального воздействия;

- выявлены возможности срочных фондов целевого капитала для создания объединенных фондов целевого капитала с целью снижения первоначальных издержек формирования фонда;
- установлена возможность использования «совместных» облигационных займов для финансирования организаций высшего образования РФ;

**Практическая значимость исследования** заключается в возможности широкого использования предложенных финансовых инструментов для финансирования высшего образования РФ.

**Апробация и внедрение результатов исследования.**

Результаты исследования применяются в агентстве социального финансирования «Socialinvestment» и инвестиционной компании ОАО «ИК «Еврофинансы».

**Структура исследования.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы.

В первой главе изложены предпосылки и описана экономическая необходимость поиска новых форм и методов внебюджетного финансирования высшего образования. Изложена роль и значение различных дополнительных источников финансирования в экономических моделях западных университетов.

Во второй главе описан зарубежный опыт использования таких инструментов финансирования, как эндаумент-фонды, облигационные займы для развития университетов и SIB-облигации. Большое внимание уделено непосредственной практике использования этих инструментов, инвестиционной политике эндаумент-фондов. Подробно разбирается вопрос выпуска облигаций, особенности функционирования и использования как муниципальных безналоговых облигаций, выпущенных в пользу университетов, так и облигаций социального воздействия, которые в

настоящее время, как правило, выпускаются в рамках частно-государственного партнерства.

В третьей главе проводится анализ отечественной практики применения фондов целевого капитала, и проблем, связанных с вопросами фандрайзинговой политики фондов. Предлагается новая форма организации фондов целевого капитала – «объединенный срочный фонд целевого капитала», его возможности для внебюджетного финансирования высшего образования. Наряду с этим, освещается возможность практического применения такого нового финансового инструмента, как SIB-облигации. На примере возможного проекта подготовки социальных предпринимателей рассматриваются SIB-облигации как инструмент для внебюджетного финансирования долгосрочных образовательных программ.

# 1 Проблема внебюджетного финансирования высшего образования и основные направления ее решения

В современном мире обучение в течение всей жизни становится нормой, а способность к постоянному обучению, к приобретению новых знаний и умений рассматривается в качестве самого важного параметра рабочей силы. Переход к массовому характеру высшего образования наряду с усилением требований быстрого обновления знаний неизбежно вызывает необходимость изменения прежних методов финансирования, которые в новых условиях оказываются не в состоянии обеспечить масштабную подготовку специалистов на высоком уровне. Это ставит перед системой высшего образования проблему создания таких механизмов финансирования, которые бы эффективно обеспечивали расширяющееся производство кадров высшей квалификации при наиболее эффективном использовании ресурсов.

Российское высшее образование в настоящее время столкнулось с целым рядом сложных системных проблем, которые серьезно препятствуют его перспективному развитию. К этим проблемам относятся:

- недостаточное материально-техническое обеспечение учебного процесса и прогрессирующий износ основных фондов;
- снижение социального статуса преподавателя и престижа научно-педагогической работы;
- критическое состояние вузовской науки, прежде всего в области фундаментальных исследований и др.

Все это связано с тем, что высшее образование во многом по-прежнему зависит от бюджетного финансирования. В свою очередь состояние федерального бюджета не позволяет финансировать даже текущие затраты в полном объеме. Такое положение дел приводит к тому, что в вузах России все больше возрастает потребность в привлечении дополнительных внебюджетных источников финансирования. На сегодняшний день одной из главных проблем является изменение самих принципов финансирования

высшего образования – это уход от остаточного принципа финансирования в пользу инвестирования образования.

Во многом меняется и само высшее образование. В России за последние десятилетия быстрое развитие получило высшее образование, отличающееся сравнительной непродолжительностью программ (от 2 до 4 лет). В них основной упор делается на прикладной характер преподаваемых курсов, применимость знаний сразу же после окончания обучения, относительно невысокую стоимость обучения. Предлагающие их «новые» университеты и технологические институты в борьбе за привлечение абитуриентов все более успешно конкурируют с «классическими» университетами, отличающимися не только фундаментальностью и универсальностью приобретаемых академических знаний, но и более высокими затратами на обучение. Проблема здесь видится в том, что скорость внедрения новых технологий требует постоянного обновления знаний и навыков специалиста, для которого приоритетным становится не только глубокое освоение фундаментальных научных дисциплин, но также умение постоянно и оперативно усваивать новые знания и применять их на практике. Ограниченность материальных и временных ресурсов не позволяет в программах обучения эффективно сочетать принципы фундаментальности с принципами практичности. Фундаментальная подготовка учащихся стоит намного дороже и довольно часто оказывается не востребована после завершения обучения. Такая ситуация во много определяет успех «новых» вузов и программ, предлагающих практические знания за значительно меньшие деньги и в более короткие сроки. Нахождение дополнительных источников финансирования дает возможность обеспечить баланс между фундаментальным и прикладным характером высшего образования.

Рассматривая перспективные инструменты внебюджетного финансирования российских вузов, необходимо обратиться к опыту зарубежных вузов, которые всегда существовали в рыночных условиях и накопили огромный опыт сочетания бюджетного и внебюджетного

финансирования.

Так бюджеты университетов США выглядят следующим образом:

- государственное финансирование – федеральный бюджет, бюджеты штатов и местных органов власти – около 30% доходов вузов.
- оплата за обучение на коммерческой основе – около 25% от доходов вузов.
- собственные доходы (продажа товаров и услуг, прочая образовательная деятельность, вспомогательная деятельность, инвестиционная деятельность) – более 30% доходов вузов. Многие американские вузы предоставляют также услуги, относящиеся к отдыху, проживанию, питанию, занятию спортом и т. д.
- эндаумент-фонды – все крупнейшие высшие учебные заведения страны имеют такие фонды. Причем объемы даров и пожертвований растут ежегодно. Согласно последним данным, эндаумент-фонды становятся все более значимым источником финансирования бюджетов американских вузов. Чем крупнее вуз, тем большую часть в его бюджете играет фонд. При среднем показателе в 9% от операционного бюджета по отрасли университеты с фондами свыше 1 млрд. долл. финансируют из этих структур до 16% собственных потребностей.

Подробно структуру бюджета университета можно рассмотреть на примере данных одного из крупнейших американских вузов – Принстонского университета. Денежные показатели по каждому из направлений его деятельности приведены в таблице 1.

В зарубежной практике под эндаумент-фондом понимают целевой фонд, созданный для долгосрочного финансирования организаций образования, науки, медицины, культуры, а также различных социальных и благотворительных программ. В России возможность создания таких фондов появилась с принятием в конце 2006 года Федерального закона № 275-ФЗ «О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций». В нашей стране эндаумент-фонды получили название «фондов

целевого капитала». Использование подобных фондов в сфере высшего образования нацелено на реализацию таких стратегических целей, как модернизация материально-технической базы, развитие вузовской науки, повышение заработной платы сотрудников, улучшение материальной и финансовой поддержки студентов и т. п.

Таблица 1

Сводная таблица денежных показателей Принстонского Университета за 2012-2013 гг. [3]

| | **2012** | **%** | **2013** | **%** |
|---|---|---|---|---|
| **ОСНОВНОЙ ИСТОЧНИК ДОХОДОВ,** млн. долл. | | | | |
| Плата за обучение (без налогов) | 97,95 | 10 | 105,64 | 4 |
| Правительственные гранты и контракты | 248,97 | 28 | 249,13 | 11 |
| Частные гранты, пожертвования и контракты | 78,97 | 9 | 87,89 | 4 |
| Инвестиционные доходы, в том числе нереализованные прибыли или убытки | 476,98 | 53 | 1892,08 | 81 |
| **ИТОГО,** млн. долл. | **902,87** | **100** | **2334,74** | **100** |
| **ОСНОВНЫЕ ЦЕЛИ РАСХОДОВ,** млн. долл. | | | | |
| Образовательные и общие | 1101,09 | 91 | 1115,85 | 90 |
| Дополнительные расходы | 104,33 | 9 | 118,14 | 10 |
| **ИТОГО,** млн. долл. | **1205,42** | **100** | **1233,99** | **100** |
| **ФИНАНСОВОЕ ПОЛОЖЕНИЕ,** млрд. долл. | | | | |
| Активы | **21,23** | **100** | **22,75** | **100** |
| Обязательства | 3,82 | 18 | 4,01 | 18 |
| Чистые активы | 17,41 | 82 | 18,74 | 82 |
| **ЧИСТЫЕ АКТИВЫ,** млрд. долл. | | | | |

[3] Gift Planning 2013 Annual Report (http://givingtoprinceton.uberflip.com)

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Неограниченные | 6,69 | 38 | 7,28 | 39 |

Продолжение таблицы 1

| | **2012** | **%** | **2013** | **%** |
|---|---|---|---|---|
| Временно ограниченные | 8,99 | 52 | 9,72 | 52 |
| Постоянно ограниченные | 1,73 | 10 | 1,74 | 9 |
| **ИТОГО,** млрд. долл. | **17,41** | **100** | **18,74** | **100** |

Одним из первых отечественных эндаумент-фондов стал Фонд развития МГИМО (официально зарегистрирован 24 августа 2007г.). Благодаря целевому капиталу, университет может финансировать достаточно большой круг образовательных и научных программ. Например, в 2011г. из этого источника на гранты студентов был выделен 1 млн. руб.[4]

В качестве другого положительного примера можно привести Европейский университет в Санкт-Петербурге (ЕУСПб). Это негосударственный вуз и бюджетное финансирование в нем отсутствует. Благодаря имеющемуся у него фонду целевого капитала, достаточно существенная доля бюджета вуза формируется именно из этого источника. Так, за счет доходов от фонда целевого капитала (в 2012г. они составили более 18 млн. руб.) покрывается около 30% расходного бюджета этого университета.

Другим инструментом внебюджетного финансирования могут стать корпоративные облигации университетов. В соответствии с Федеральным законом от 08.05.2010 № 83-ФЗ (ред. от 07.05.2013) «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с совершенствованием правового положения государственных (муниципальных) учреждений» российские университеты могут привлекать заимствования для улучшения академической инфраструктуры через выпуск облигаций. Теоретически это должно способствовать решению проблемы

[4] Студенческие гранты (http://fund.mgimo.ru)

имеющегося в настоящее время недофинансирования инфраструктуры образовательных учреждений, строительству новых зданий и приобретению оборудования. На основе оценок потребностей вузов в инфраструктуре агентство S&P оценило объем возможных заимствований университетов на внутреннем рынке на уровне 600 млн. долл. (18 млрд. руб.) в год.[5]

С одной стороны, принятие закона открывает определенные возможности для формирования нового направления в финансировании высшего образования с использованием заемных средств, получаемых с фондового рынка, а с другой стороны, к сожалению, по целому ряду причин, о которых более подробно будет изложено в дальнейшем, сами вузы не готовы воспользоваться этой возможностью. Отсутствие финансовой прозрачности в деятельности отечественных вузов не позволит таким облигациям получить высокий инвестиционный рейтинг, а потому они не будут привлекательны для инвесторов. В данном исследовании предлагается рассмотреть возможность использования методов финансового инжиниринга для преодоления имеющихся трудностей выпуска облигаций вузами. Прежде всего, необходимо рассмотреть возможность выпуска облигаций инвесторами в пользу другого лица, в данном случае в пользу университетов, а также возможные варианты частно-государственного партнерства.

Широкая и имеющая большую историю практика выпуска муниципалитетами США облигаций с целью финансирования университетов, а это, по сути, выпуск облигаций в пользу другого лица, позволяет рассмотреть возможность выпуска облигационных займов российским университетами на основе данной методологии. Кроме того, важным источником привлечения денежных средств для университетов может стать такая форма частно-государственного партнерства, как SIB (social impact bonds), которая пока еще совершенно не знакома отечественному инвестиционному сообществу, но которая уже имеет определенную положительную историю применения за рубежом. По сути дела, SIB – это

[5] Академическая задолженность: что принесет вузам финансовая свобода (www.forbes.ru)

облигации, выпущенные в пользу другого лица, но с условием компенсации затрат государством в том случае, если проект, который финансируется таким способом, признан успешным.

В следующей главе рассмотрим три наиболее перспективные формы финансирования высшего образования, которые имеются в современной зарубежной практике, – эндаумент-фонды, облигации университетов и SIB-облигации. Из трех перечисленных выше инструментов финансирования высшего образования существуют и имеют определенный опыт практического применения в России только эндаумент-фонды или, в русском варианте фонды целевого капитала, которых в настоящее время в России насчитывается порядка 100 по различным направлениям финансирования социальных проектов. По экспертным данным, российскими фондами целевых капиталов собрано пожертвований на сумму около 23 млрд. руб., по состоянию на конец марта 2013г.[6] Исследуя опыт применения эндаумент-фондов за рубежом, будет сделан акцент на тех аспектах деятельности фондов целевого капитала, которые позволяют найти новые возможности их применения и новые формы их фондирования. Два других инструмента, которые относятся к рынку облигаций, – облигации университетов (в американской практике безналоговые муниципальные облигации) и SIB, которые также, по существу, облигации, в российской практике пока еще не применялись.

[6] Уралсиб закладывает фундамент под эндаументы ( www.uralsib.ru)

# 2 Зарубежная практика привлечения дополнительного финансирования в сферу высшего образования

## 2.1 Эндаумент-фонды, фандрайзинг и инвестиционная политика

### Эндаумент-фонды

Эндаумент-фонды (от англ. *endowment* – вклад, дар, пожертвование) – это форма долгосрочного привлечения и использования средств на определенные цели, как правило, общественно значимые. Эндаумент-фонд создается за счет добровольных пожертвований юридических и физических лиц и состоит из неприкосновенной части, которая инвестируется в финансовые активы и является гарантией наличия денежных средств в будущем, а также расходуемых доходов от инвестирования основной суммы целевого капитала.

Общая схема деятельности эндаумент-фонда такова. Жертвователи передают в собственность некоммерческой организации на формирование эндаумент-фонда денежные средства. Автономная некоммерческая организация (НКО) размещает эти средства в ценные бумаги, акции, депозиты. Прибыль от инвестирования средств не облагается налогами и идет на социальные цели. Другими словами, эндаумент-фонда –это разновидность гранта, который предоставляется на четко определенных условиях, но при этом сам грант не расходуется, а расходуется только инвестиционный доход от этого гранта. Такие фонды в настоящее время имеются практически при всех крупных западных университетах. Механизм функционирования эндаумент-фонда представлен на рисунке 1.

В историческом плане первым аналогом эндаумент-фондов стало пожертвование Леди Маргарет Бюфорт, бабушки короля Генри VIII, сделанное в 1502г. в Великобритании. Она внесла пожертвование на создание кафедр богословия в университетах Оксфорда и Кембриджа. В США первопроходцем в создании эндаумент-фондов стал Гарвардский университет, когда в 1649г. четыре выпускника завещали университету

небольшой участок земли. Наиболее известный эндаумент-фонд – Нобелевский, созданный в конце XIX века. В соответствии с завещанием Альфреда Нобеля средства, вырученные от продажи его собственности, были инвестированы в надежные ценные бумаги, а премии ученым выдавались с процентов от прибыли. На момент смерти Нобеля его состояние оценивалось в современных ценах примерно в 212 млн. долл., сегодня активы Нобелевского фонда превышают более 500 млн. долл. Этой суммы достаточно для выплаты знаменитой премии ежегодно каждому лауреату в размере не менее 1 млн. долл.

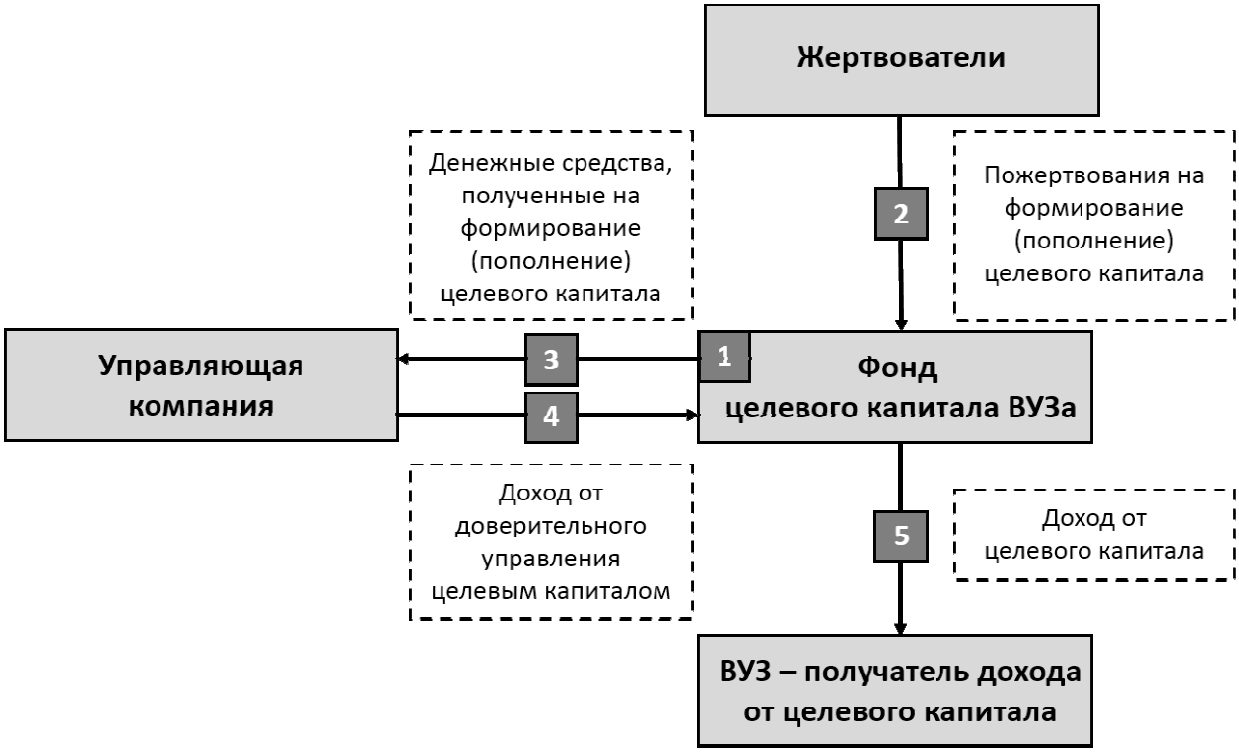


Рисунок 1 – Механизм функционирования эндаумент-фонда[7]

Важным элементом деятельности эндаумента является фандрайзинг – привлечение средств в эндаумент-фонд. В западной практике фонды применяют самую широкую палитру инструментов для фандрайзинга. При

[7] Эндаумент-фонды (фонды целевого капитала) государственных и муниципальных образовательных учреждений: организация деятельности, состояние и перспективы развития: практическое руководство/ Я.М. Миркин (руководитель проекта), К.Б. Бахтараева, А.В. Левченко М.М. Кудинова (при участии Т.В. Жуковой) – М.: Финансовый университет, 2010. – С10

этом работа по сбору средств ведется как с теми выпускниками и благотворителями, которые обладают значительными возможностями для пожертвований, так и с теми, кто такими возможностями не располагает, вплоть до студентов самих этих вузов. Современные компьютерные технологии позволяют вести работу с теми, кто может сделать пожертвования небольшого размера непосредственно через сайт фонда. Практически все эндаументы имеют такую функцию на своем сайте. Но в основном эндаументы работают по фандрайзингу с выпускниками вузов. Так как бывшие выпускники вузов уже стали руководителями копаний или специалистами с хорошими заработками, то они могут жертвовать значительные суммы на развитие вуза. Вуз в проведении фандрайзинговой деятельности использует достаточно большой набор инструментов как культурного, так и статусного плана: организация различных культурных и спортивных мероприятий, награждение дипломами и почетными званиями, распространение сувенирной продукции и пр. Большие вклады в эндаументы делают коммерческие и общественные организации, которые заинтересованы в сотрудничестве с университетом в рамках подготовки и переподготовки кадров, а также в плане научно-исследовательской деятельности.

В целом за последние 20 лет объем привлеченных средств эндаумент-фондом Йельского университета показал устойчивый рост, что наглядно видно на рисунке 2.

На приведенном рисунке наглядно видно, как бурно развивались эндаументы, особенно в последнее двадцатилетие XX века. Это вызвано, прежде всего тем, что стали активно применяться новые технологии по работе с аудиторией. Активное использование вычислительной техники позволило более эффективно работать с большими базами данных, тем самым интенсифицировав взаимоотношения эндаумента с выпускниками. Являясь по своей сути CRM-программами (Customer Relationship Management) для вуза, широко стали использоваться такие инструменты маркетинга, как директ-маркетинг, а именно рассылка почтовых сообщений с

приглашением на различные мероприятия и предложением сделать пожертвования, телефонные обзвоны выпускников и др. Кроме того, были сформированы специализированные отделы, которые целенаправленно занимаются фандрайзингом на плановой основе.

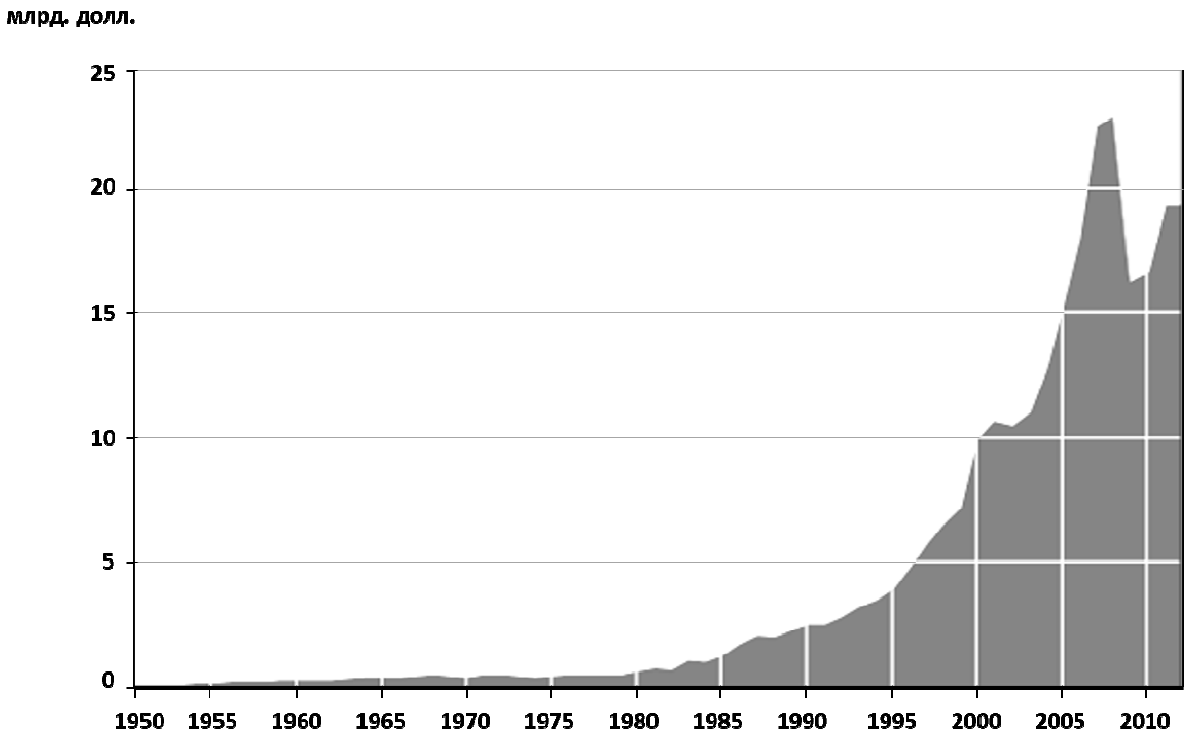


Рисунок 2 – Рост рыночной стоимости эндаумент-фонда Йельского университета за 1950-2012гг. [8]

По целевому назначению, исходя из опыта функционирования эндаументов за рубежом, фонды можно довольно условно сгруппировать следующим образом, разделив их на «классические» эндаументы и эндаумент-подобные фонды.

Особо хотелось бы выделить ту группу фондов, которую можно отнести к срочным эндаументам (Term Endowment), так как именно они представляют наибольший интерес для данного исследования. При учреждении этого варианта фонда устанавливается определенный срок либо условие, до момента наступления которых фонд функционирует как

[8] Yale Investments Office of endowment update (http://investments.yale.edu)

«классический» эндаумент. По истечении этого срока сумма фонда может быть либо израсходована, либо возвращена жертвователям.

Вариантами такого фонда может быть фонд, предусматривающий постепенное расходование основной суммы эндаумента (Capital Depletion), а также фонд, создаваемый под покрытие дефицита оборотного капитала (Working Capital Reserve).

Для данного исследования интересны те фонды, которые можно определить как обыкновенные срочные эндаументы. Таким фондом в соответствии с российским законодательством может являться фонд целевого капитала, созданный на срок 10 лет и более. Федеральный закон Российской Федерации от 30 декабря 2006 года № 275-ФЗ «О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций» дает исчерпывающий перечень случаев, в которых целевой капитал подлежит расформированию (статья 14, а также пункт 15 статьи 16 № 275-ФЗ):

- достижение целей, предусмотренных договором пожертвования или завещания;
- истечение срока формирования целевого капитала;
- реорганизация некоммерческой организации – собственника целевого капитала;
- ликвидация некоммерческой организации – собственника целевого капитала;
- снижение стоимости чистых активов в результате доверительного управления имуществом, составляющим целевой капитал;
- по решению суда в случае неоднократного или грубого нарушения законодательства о целевом капитале;
- отсутствие действующего договора доверительного управления.[9]

Кроме того, жертвователь может прописать порядок расформирования эндаумента в договоре пожертвования. Например, указать, что имущество, составляющее эндаумент, при его расформировании передается другой

[9] «Российская газета» – Федеральный выпуск № 4265, 1 января 2006г.

(прямо называемой или нет) некоммерческой организации или благополучателю специализированного эндаумент-фонда. Однако жертвователь не вправе требовать возвращения имущества, образовавшегося в результате расформирования эндаумент-фонда.

В западной практике срочные эндаументы, как правило, довольно редко существуют как самостоятельные хозяйственные единицы и в большинстве случаев являются субфондами в рамках основного, бессрочного эндаумента. Такое положение дел вызвано спецификой фандрайзинга. Зачастую жертвователи, которые и создают основу развития фонда, стремятся не просто вложить деньги в фонд, а вложить их в конкретную интересующую их программу. Естественно, что и сами фонды таким же образом формулируют свою фандрайзинговую политику.

**Фандрайзинг**

В плане практики фандрайзинга можно сослаться на университет им. Джорджа Вашингтона. В своей фандрайзинговой политике с крупными жертвователями они выделяют следующие аспекты:

1. приветствуется создание специальных именных фондов:

– минимальный взнос для формирования такого именного фонда – 100 тыс. долл., (возможна рассрочка выплаты на 5 лет),

– если взнос меньше 100 тыс. долл., то его, как правило, средства присоединяют к уже существующему фонду;

2. при создании именного фонда подписывается двусторонний договор – меморандум о взаимопонимании. Меморандум дает четкое указание, на какие именно цели использовать фонд, и обеспечивает уверенность донора в том, что его предпочтения будут выполняться;

3. донор, учредивший такой именной фонд, имеет право на получение

регулярных отчётов по динамике роста и использованию этого фонда. При этом такой фонд также может иметь ограниченный срок действия.

В последнее время основная масса активов эндаумент-фондов была ограничена требованиями доноров, что указывает на более ответственное отношение доноров к пожертвованиям, которые рассматриваются ими не просто как пожертвования, а как определення форма инвестирования, дающая им определенные преференции, как в области PR и GR, так и непосредственно в экономической плоскости (целевая подготовка кадров, проведение исследовательской деятельности и пр.) Эти ограничения имели характер как по времени использования выделенных средств, так и их специализации. Примером такой специализации могут быть целевые стипендии для подготовки специалистов, в которых заинтересована организация-донор. В настоящее время только 2% пожертвований не имеют целевого ограничения.

Такое положение дел имеет как положительную, так и отрицательную сторону. Положительной стороной данной политики является то, что такой целевой вариант фандрайзинга дает возможность увеличить объем привлекаемых для деятельности эндаумент-фонда средств, так как позволяет гарантировать интересы донора при использовании средств фонда и осуществлять контроль со стороны донора за реализацией финансируемых им программ. Отрицательная сторона этой политики заключается в том, что те средства, которые были вложены в срочные фонды со временем изымаются, что естественно влияет на стабильность и эффективность деятельности фонда в целом. Но как показывает практика, в том числе и приведенного выше университета им. Джорджа Вашингтона, со временем срочные эндаумент-фонды просто присоединяются к основному фонду, и, следовательно, негативный эффект от такой политики гораздо ниже, чем эффект положительный.

В отечественной практике примером такого комбинированного фонда, состоящего из нескольких целевых капиталов, можно назвать целевой

капитал, а точнее сумма целевых капиталов Уральского федерального университета (УрФУ).

В определенном плане диверсификация эндаумент-фонда на принципах взаимного фонда накладывает свой отпечаток и на его инвестиционную политику. Остановимся на этом вопросе подробнее.

**Инвестиционная политика**

В последнее время инвестиционная политика зарубежных эндаумент-фондов стала претерпевать значительные изменения, что серьезно влияет как на доходность, так и на стабильность финансовой деятельности эндаументов.

Западная практика инвестирования эндаумент-фондов показывает, что инвесторы готовы вкладываться в довольно рискованные активы и осуществлять агрессивную инвестиционную политику. В настоящее время активы фонда могут быть размещены как непосредственно в конкретных облигациях и акциях, так и помещены в фонды облигаций и акций. Кроме того, при использовании данных инструментов фонды в обязательном порядке проводят их хеджирование. Для этого используются различные производные финансовые инструменты, такие как фьючерсы (на акции, долговые инструменты, товары), форварды (на валюту), опционы, производные финансовые инструменты, основанные на обмене процентной ставкой.

Зарубежные эндаумент-фонды могут осуществлять прямые вложения в недвижимость, но для этого необходима компетенция в данном вопросе и значительные управленческие расходы. Поэтому доля недвижимости и инструментов сырьевого рынка в портфелях фондов составляют незначительную долю от общего объема инвестиций. На этом фоне выделяется эндаумент-фонд Гарвардского Университета, около 25% от общего портфеля которого приходиться на данный класс активов. При этом только за 2012г. общий портфель недвижимости вырос на 8%. Кроме того, необходимо отметить, что этот фонд вкладывает средства и в такие активы

как сельхоз земли, лесные угодья и др., причем расположенные по всему миру. В отличие от Гарварда многие фонды, как уже упоминалось выше, не обладают достаточной компетенцией в инвестировании в рынок недвижимости, и поэтому им удобнее инвестировать в фонды недвижимости.

Наименьший риск инвестиций имеют прямые инвестиции (Private Equity). Такие вложения в основном осуществляются в фонды прямых инвестиций, как представляющие наименьшие риски. Некоторые эндаумент-фонды осуществляют вложения напрямую. Примером такого фонда может служить эндаумент-фонд Гарвардского университета.

В соотношении различных видов финансовых инструментов в активах фондов прослеживаются связи между степенью развития финансового рынка и инструментами вложения средств эндаумент-фондов. Так, в Германии большая часть вложений осуществляется в инструменты с фиксированной доходностью и очень незначительная в альтернативные инструменты. В США, напротив, значительную часть вложений составляют вложения в инструменты долевого участия. Доля вложений в акции стабильно составляет более половины вложений эндаумент-фондов. В целом можно отметить разнонаправленное движение вложений в акции и инструменты с фиксированной доходностью, что объясняется зеркальным движением процентных ставок и фондовых индексов. Последнее время непрерывно росла доля альтернативных вложений, в первую очередь за счет роста доли хедж-фондов. Причинами этого являются, как развитие индустрии хедж-фондов, так и рост активов университетов, позволивший новым участникам выйти на данный рынок.

Примером распределения активов в эндаумент-фонде может служить портфель Йельского университета, данные по которому приведены в таблице 2.

Портфель эндаумент-фонда Йельского университета структурирован с использованием комбинации академической теории и глубокого анализа рынка. В теоретической основе его формирование опирается на анализ

средней дисперсии, – подход, который разработали Нобелевские лауреаты Джеймс Тобин и Гарри Марковиц. Они использовали статистические методы для объединения ожидаемых доходов, рисков и ковариации инвестиционных активов для разработки стратегий портфельных инвестиций эндаумент-фонда Йельского университета. Сочетание количественного анализа и практических решений позволили получить эффективный и сбалансированный портфель, дающий хороший доход.

Таблица 2 – Распределение активов в портфеле эндаумент-фонда Йельского университета[10]

| **Распределение активов** | **2008** | **2009** | **2010** | **2011** | **2012** |
|---|---|---|---|---|---|
| Абсолютная доходность, % | 14,5 | 17,5 | 21,0 | 24,3 | 25,1 |
| Отечественные активы, % | 5,8 | 6,7 | 7,0 | 7,5 | 10,1 |
| Активы с фиксированным доходом, % | 3,9 | 3,9 | 4,0 | 4,0 | 4,0 |
| Зарубежные активы, % | 7,8 | 9,0 | 9,9 | 9,8 | 15,2 |
| Сырьевые ресурсы, % | 8,3 | 8,7 | 8,8 | 11,5 | 10,4 |
| Прямые инвестиции, % | 35,3 | 35,1 | 30,3 | 24,3 | 20,2 |
| Недвижимость, % | 21,7 | 20,2 | 18,7 | 20,6 | 18,9 |
| Наличные средства, % | 2,7 | -1,1 | 0,4 | -1,9 | -3,9 |

Если говорить о принципах стратегии инвестирования, то зачастую совокупный инвестиционный портфель эндаумента разделяется на отдельные фонды (пулы) в зависимости от сроков инвестирования. Например, при управлении совокупным инвестиционным портфелем Калифорнийского университета (University of California), управляющие выделяют следующие пулы:

- краткосрочный инвестиционный пул, который включает денежные

[10] Yale Investments Office of endowment update (http://investments.yale.edu)

средства только поступивших даров, инвестиции на денежном рынке, которые производятся исходя из оценочного наличия средств, не требуемых для текущих нужд;

- основной эндаумент-пул, самый крупный пул, функционирует наподобие взаимных фондов;
- высокодоходный пул, как правило, создан для даров, требующих высокие первоначальные выплаты. Он включает фонды отсроченных даров и фонды целевого капитала, доноры которых поставили условием их высокие доходы;
- отдельно инвестируемые пулы, которые создаются обычно при поступлении даров в виде ценных бумаг. В свою очередь университет продает их и инвестирует полученный доход в иные пулы.

В таблице 3 приведены крупнейшие эндаумент-фонды университетов США по объемам своих активов. Средний размер эндаумент-фонда университета США составляет 329,9 млн. долл.

Таблица 3

Крупнейшие эндаумент-фонды университетов США[11]

| **Название университета** | **Размер эндаумент-фонда на конец 2012г., млрд. долл.** |
|---|---|
| Гарвардский университет | 30,745 |
| Йельский университет | 19,264 |
| Принстонский университет | 17,404 |
| Стенфордский университет | 17,036 |
| Массачусетсткий технологический институт | 10,149 |
| Колумбийский университет | 7,654 |
| Мичиганский университет | 7,586 |
| Техасский университет | 7,032 |

[11] Yale University rankings reviews (http://colleges.usnews.rankingsandreviews.com)

Продолжение таблицы 3

| Название университета | Размер эндаумент-фонда на конец 2012г., млрд. долл. |
|---|---|
| Университет Пенсильвании | 6,755 |
| Университет Нотер-Дам | 6,444 |

Всего с учетом инфляции пожертвования для колледжей и университетов США выросли с чуть более 100 млрд. долл. в 1989г. до более чем 400 млрд. долл. в 2008г. Таким образом, объем пожертвований с поправкой на инфляцию показал долгосрочный рост на 6,2% в год с 1989г. На рисунке 3 показан рост рыночной стоимости эндаумент-фонда Йельского университета с учетом инфляции.

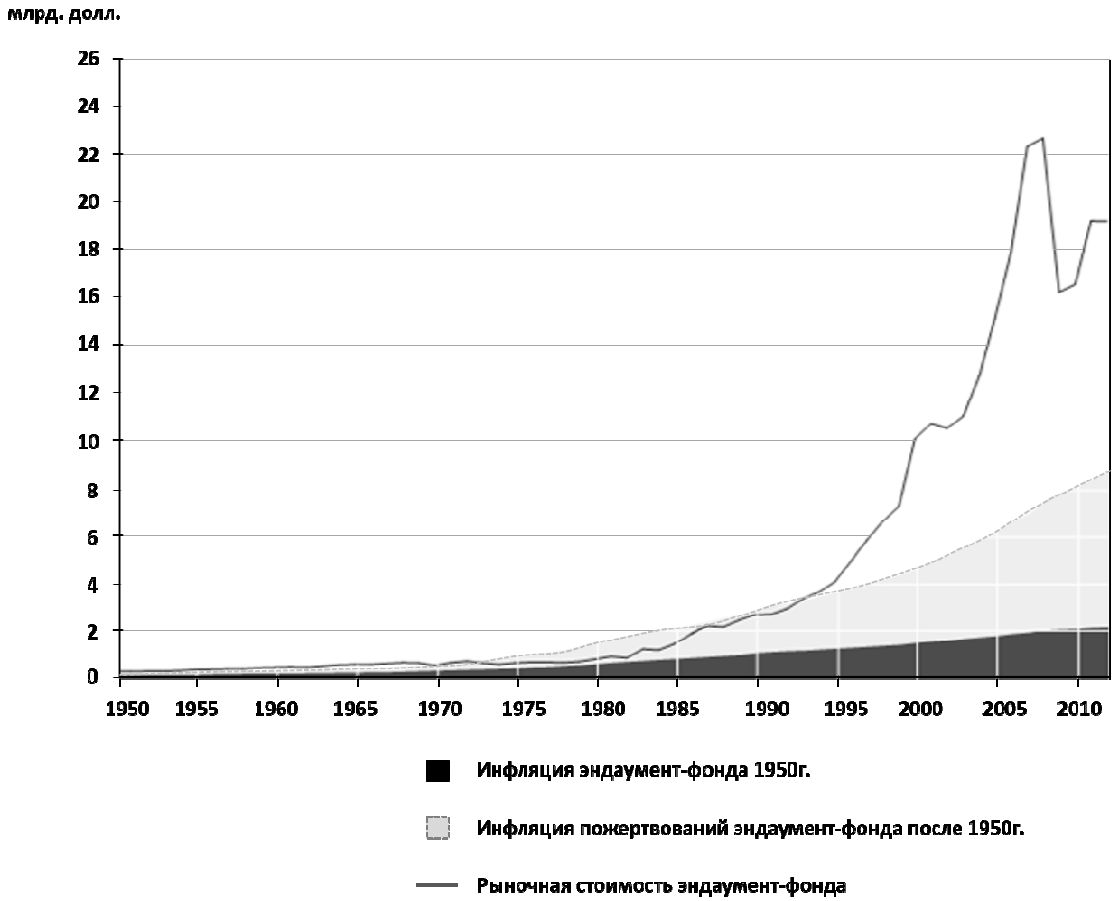


Рисунок 3 – Рост рыночной стоимости эндаумент-фонда Йельского университета с опережением инфляции за 1950-2012гг. [12]

[12] Yale Investments Office of endowment update (http://investments.yale.edu)

При этом нужно отметить, что отличаясь по валовым показателям привлечения средств, в целом фонды показывают схожую рыночную динамику.

Динамика изменения рыночной стоимости эндаумент-фондов на примере трех университетов США показана на рисунке 4.

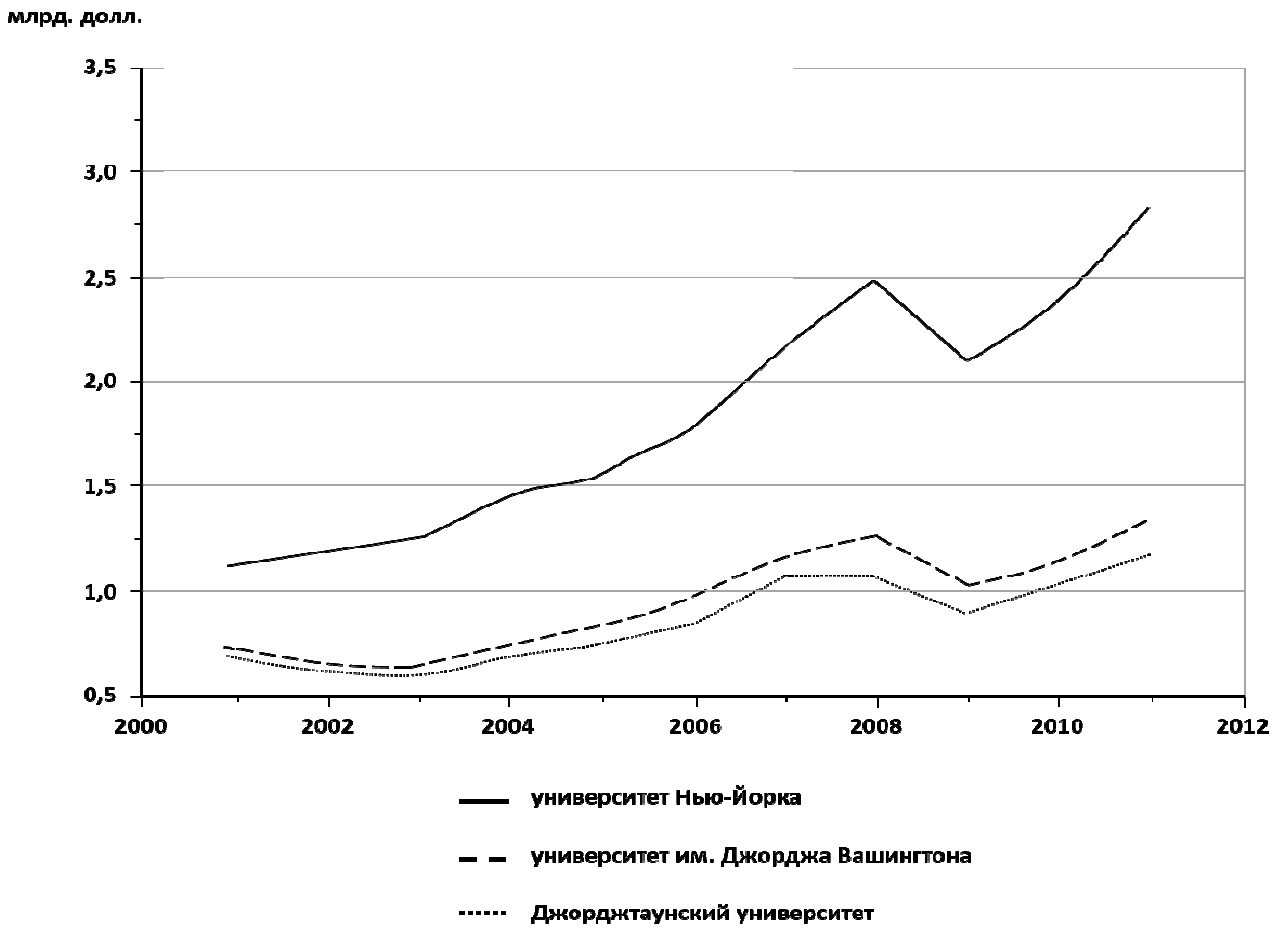


Рисунок 4 – Динамика изменения рыночной стоимости эндаумент-фондов университетов США[13]

Так как эндаумент-фонды становятся все более рискованными инвесторами, то эффективность их инвестиционной деятельности также начинает отличаться год от года. Финансовый 2012г. оказался крайне неблагоприятным для эндаумент-фондов американских колледжей и университетов. В результате неудачных вложений они потеряли в среднем 0,3% своих активов. Наилучшие инвестиционные результаты сумели показать

[13] Эндаумент-фонды университетов США (www.myshared.ru)

самые богатые фонды, в то время как их младшие братья стали беднее.

Заработав в 2011 отчетном году 19,2% на своих вложениях, фонды университетов США не сумели повторить этот успех в 2012г. Средняя доходность таких структур оказалась отрицательной и составила минус 0,3%. Эти данные приводятся в исследовании NACUBO-Commonfund, в котором принял участие 831 колледж и университет с совокупными активами 406 млрд. долл. Таким образом, за последние десять лет средняя доходность фондов оказалась на уровне 6,2%, то есть ниже планки в 7,4%, которую ставят перед собой большинство вузов[14].

Как показали результаты исследований, доходность вложений фондов в 2012г. напрямую зависела от величины их активов. Наиболее успешные инвестиции принадлежат университетам с активами более 1 млрд. долл. – им удалось приумножить собственное богатство на 0,8%. Чем скуднее оказывался размер фонда, тем менее воодушевляющими были результаты его инвестиций. К примеру, для небольших фондов величиной от 51 млн. до 100 млн. долл. этот показатель составил минус 1%. Такие незавидные результаты фондов связаны с негативной динамикой стоимости иностранных фондовых рынков, на которых вузы потеряли почти 12% вложений (долговые проблемы европейских рынков, замедление экономики Китая). При этом домашний фондовый рынок лишь частично покрыл эти убытки – инвестиции в него имели доходность всего 2%, даже ниже, чем в облигации 6,8%.

Необходимо сказать о том, что существуют различные варианты расчета деятельности эндаумент-фондов. Это так называемые правило Принстонского университета и правило Йельского и Стенфордского университетов.

В мировой практике существуют различные подходы к определению правил (spending rule) и норм расходования (spending rate) доходов от эндаумент-фондов. Так, в Принстонском университете используется правило, согласно которому каждый год сумма расходования на «единицу»

[14] NACUBO-Commonfund Study of Endowments, 2013 (www.nacubo.org)

эндаумент-фонда должна увеличиваться на определенный процент. Это означает, что независимо от экономической ситуации, размера доходов от дивидендов, процентов и т.д. сумма трат на «единицу» эндаумент-фонда каждый год будет больше, чем в предыдущий год за счет реинвестирования.

Правило Принстонского университета использует два ключевых допущения: первое – инфляция составляет 5% в год и второе – совокупный доход эндаумент-фонда составляет в среднем от 9% до 10% в год. Норма расходования в Принстонском университете определяется в результате применения вышеуказанного правила и равна отношению величины эндаумента-фонда, которую планируется потратить, к его общей сумме. Оставшаяся часть дохода каждый год реинвестируется для обеспечения будущих выплат.

Отличие правила расходования от нормы заключается в том, что правило устанавливает принцип расчета, а конкретное значение нормы расходования будет варьироваться в зависимости от сложившейся ситуации, полученного инвестиционного дохода, размера эндаумент-фонда, уровня инфляции, объема новых пожертвований, потребности в финансировании текущих программ и т. д. Разумеется, что правила расчета и нормы расходования могут регулярно пересматриваться. Так, за последние 30 лет Принстонский университет изменял правила расходования 10 раз (последний – в 2001г.). Вместе с тем фиксация правил расходования благоприятно влияет на процессы оперативного финансового планирования и создаёт своего рода защиту от непродуманных трат в «слишком хорошие» или плохие годы.

Рассмотрим пример использования этого правила. Предположим, что некоммерческая организация приняла решение сформировать эндаумент-фонд в размере 200 млн. долл. Ожидается, что доходность будет 10%. В этом случае доступные для ежегодного расходования средства составят 20 млн. долл. Если будет израсходован весь полученный доход, то размер эндаумент-фонда на следующий год будет равен 200 млн. долл. Однако с учётом инфляции его реальный размер будет меньше. Произойдет «эрозия» капитала

эндаумент-фонда. Поэтому, для того чтобы сохранить созданный эндаумент-фонд, получаемый ежегодно доход придется делить на две части: расходуемую в данный момент и реинвестируемую. Допустим, что НКО решит учитывать инфляционный фактор в 5% и будет тратить доход лишь частично. Тогда половина полученного дохода будет направлена в фонд, для того чтобы восполнить потери от инфляции, и сумма доступных к расходованию средств составит 10 млн. долл. Защита от обесценивания инфляцией денежных средств будет обеспечена «ценой» сокращения текущего финансирования НКО.

Рассмотренный пример условен, поскольку не принимается в расчёт то, что наряду с инвестиционным доходом, капитал эндаумент-фонда может увеличиваться за счёт притока новых пожертвований. Размер ожидаемых будущих поступлений играет большую роль в определении нормы расходования.

В управлении эндаумент-фондами неприменим бизнес-подход, при котором «результативность» работы и успех оцениваются максимизацией рыночной стоимости. Целью управления, наряду с приумножением, является планомерное расходование средств, составляющих эндаумен-фонд, на нужды настоящего поколения. Особое внимание уделяется тому, как и на что, а главное – в какой период будут израсходованы собранные пожертвования.

Очевидно, что размер эндаумент-фонда в разные периоды будет отличаться в зависимости от сложившейся ситуации на фондовом рынке. Поэтому, чтобы сгладить возможные отклонения, используют усреднение по норме расходования, например, за трёхлетний период, предшествующий дате начала финансового года. Популярность правила «скользящего среднего» растет год от года. Так, если в 1995г., согласно исследованиям NACUBO-Commonfund, его использовали 59% университетов США, то уже в 2005г. таких оказалось более 82%.

Рассмотрим пример использования этого правила. Предположим, что сформирован эндаумент-фонд в 200 млн. долл. Ожидаемая доходность –

10%, а новые пожертвования в размере 10 млн. долл. поступают ежегодно. Рассчитаем норму расходования эндаумент-фонда, воспользовавшись правилом «скользящего среднего». Результаты расчетов представлены в таблице 4.

Таблица 4 – Правило «скользящего среднего» (млн. долл.)

| **Показатели** | **1-й год** | **2-й год** | **3-й год** | **4-й год** |
|---|---|---|---|---|
| Эндаумент-фонда на начало года | 200 | 218,5 | 238,3 | 259,6 |
| Доходность «10% годовых» | 20 | 21,8 | 23,8 | 25,9 |
| Новые пожертвования | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Общий размер | 230 | 250,3 | 272,1 | 295,5 |
| Норма расходования (5%) | 11,5 | 12,00 | 12,54 | 13,6 |
| Эндаумент-фонд на конец года | 218,5 | 238,3 | 259,6 | 281,9 |

На начало второго года размер эндаумент-фонда составил 218,5 млн. долл. Тогда при сделанных допущениях о доходности и размерах новых пожертвований норма расходования для второго года будет равна 12 млн. долл. Для третьего года норма расходования составит 12,54 млн. долл., поскольку расчет ведется через усреднение общего размера эндаумент-фонда за три года.

В рассматриваемом примере упрощающими расчёты допущениями являются ежегодный одинаковый объем новых пожертвований, отсутствие инфляции, а также игнорирование затрат, связанных с управлением эндаумент-фонда. Наряду с правилом «скользящего среднего», получили распространение правило Принстонского университета ежегодного увеличения трат на установленную величину, а также правило Йельского и Стенфордского университетов, учитывающее инфляцию или использующее комбинированные подходы.

Начнём с правила, использующего «диапазон инфляции» (spending rules based on inflation with bands), согласно которому планируемые расходы эндаумент-фонда с поправкой на инфляцию остаются неизменными, если только нормы расходования с учетом инфляции в предыдущем году выходят за установленный диапазон. Например, если диапазон фонда от 3% (нижняя граница) до 6% (верхняя граница), то это означает, что будет израсходовано от 3% до 6% текущей стоимости эндаумент-фонда. Если планируемый размер расходуемых средств, рассчитанный с учётом инфляции в предыдущем году, превысит обозначенный предел в 6% от текущей стоимости эндаумент-фонда, то фактически будет израсходовано только 6%. Аналогичная ситуация и с нижней границей диапазона. В случае, если текущая стоимость эндаумент-фонда возрастёт, и, соответственно, норма расходования (как отношение суммы, которую планируется потратить, к его общей сумме) будет менее 3%, то фактические расходы будут увеличены до установленных 3%.

Следовательно, правило, использующее «диапазон инфляции», устанавливает минимальные и максимальные размеры расходуемых средств. Недостаток такого подхода к расчету нормы расходуемых средств заключается в установлении границ диапазона. Верхняя и нижняя границы заведомо выбираются выше и, соответственно, ниже, чем приемлемые уровни доходности. Это правило нечувствительно к реальной доходности, как бы не изменялось ее значение, фактические нормы расходования будут ограничены установленным диапазоном.

Существуют и другие варианты расчетов, которые можно определить как комбинированные подходы. Рассмотрим правило Йельского университета. Это правило было разработано в 1970-е годы четырьмя сотрудниками экономического департамента, среди которых был и управляющий эндаумент-фондом Йельского университета Нобелевский лауреат Джеймс Тобин, а также Ричард Купер, Вильям Брайнард, Вильям Нордхаус. Согласно данному правилу, норма расходования эндаумент-фонда

определяется из соотношений: 70% от суммы расходов эндаумент-фонда в предыдущем финансовом году с поправкой на инфляцию, определяемую с помощью индекса потребительских цен (CPI - Consumer Price Index) за 12 месяцев, предшествующих дате начала финансового года; 30% от долгосрочной нормы расходования в 4,5% от средней стоимости эндаумент-фонда за четыре квартала.

Правило Йельского университета имеет очевидные преимущества по сравнению с теми правилами, которые были рассмотрены ранее. Определяя первое слагаемое как 70% от нормы предыдущих расходуемых средств с учетом инфляции, это правило позволяет, с одной стороны, предусматривать увеличение расходов в связи с инфляцией, а с другой стороны, смягчать возможные «пики» расходов, так как затраты в текущем году лишь частично будут определяться рыночной стоимостью эндаумент-фонда. Слагаемое в размере 30% от средней стоимости эндаумент-фонда позволяет учитывать новые поступления в эндаумент-фонд.

Правило, используемое Стенфордским университетом, также основано на взвешенном среднем и использует комбинацию правил учета инфляции и стоимости эндаумент-фонда в текущем периоде. Надо отметить, что веса составляющих для комбинированных правил определяются между 60% и 70% для «инфляционного» слагаемого и 40–30% для части, учитывающей текущую стоимость эндаумент-фонда. Данное правило основано на целевой норме (target rate). Его суть заключается в отыскании равновесия. С одной стороны, необходимо, чтобы размер эндаумент-фонда рос теми же темпами, что и затраты университета, а с другой – необходим баланс между риском и премией в текущем году и всех последующих. В настоящее время целевая норма установлена равной 5%. Таким образом, правило Стенфордского университета схоже с правилом «скользящего среднего», но в отличие от правила Йельского университета не использует в расчетах стоимость эндаумент-фонда в прошлые периоды.

Конечно, история фондов целевого капитала в России еще очень коротка, и то разнообразие в формах и методах работы эндаумент-фондов, которое мы можем наблюдать в США, для нас еще не доступно. При этом целый ряд требований, необходимых для создания фондов целевого капитала, сдерживает их бурное развитие. Преодоление российских особенностей в создании фондов целевого капитала позволит во многом не только увеличить их количество, но и предложить донорам такие фонды, которые удовлетворяли бы их филантропические и инвестиционные потребности. Объединенный срочный фонд целевого капитала, который будет в дальнейшем описан в данном исследовании, позволяет преодолеть имеющиеся ограничения для создания и развития фондов.

## 2.2 Муниципальные безналоговые облигации как инструмент внебюджетного финансирования высшего образования

Совсем недавно в соответствии с Федеральным законом от 08.05.2010 № 83-ФЗ (ред. от 07.05.2013) «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с совершенствованием правового положения государственных (муниципальных) учреждений» российские университеты получили возможность привлекать заимствования для финансирования своей деятельности через выпуск облигаций. По замыслу авторов закона это должно способствовать решению проблемы недофинансирования инфраструктуры образовательных учреждений, строительству новых зданий и приобретению современного оборудования. Но, к сожалению, как уже отмечалось выше, выпуск облигаций российскими университетами для финансирования своей деятельности имеет большие трудности. При этом необходимо отметить, что и в практике других стран выпуск корпоративных облигаций университетами дело довольно редкое, а в некоторых случаях и уникальное.

Принятие закона создает определенные возможности для начала финансирования высшего образования с использованием заемных средств,

получаемых с фондового рынка, но, к сожалению, вузы пока не готовы воспользоваться такой возможностью по следующим причинам: отсутствие прозрачности в финансовом положении, нестабильное организационно-правовое положение, сложность получения вузами кредитного рейтинга.

Преодоление этих трудностей возможно через выпуск облигаций другим инвестором в пользу университетов, то есть выпуск облигаций в пользу другого лица. Именно такая практика, которая вызвана особенностями налогового законодательства и той ролью, которую университеты играют для жизни местных коммун, довольно широко применяется университетами США. Такими облигациями являются безналоговые муниципальные облигации. Выпуск непосредственно корпоративных облигаций университетами явление довольно редкое. Другим вариантом облигационного займа может быть выпуск облигаций, основанный на формах частно-государственного партнерства по SIB-методологии, которая также представляет собой выпуск облигационного займа в пользу другого лица, но при условии компенсации затрат со стороны государства. Выгода государства от SIB-облигаций заключается, прежде всего, в том, что процентная ставка по таким облигациям может быть ниже рыночной. При этом государство платит только за реализованный проект или проект, достигший задекларированных в соглашении с инвесторами параметров, что очень серьезно повышает ответственность как инвесторов, так и исполнителей проекта.

Исходя из этого положения, видится необходимым рассмотреть практику применения безналоговых муниципальных облигаций в США для целей финансирования вузов. При этом необходимо сразу же отметить, что облигации университетов, которые можно выпускать в соответствии с новым российским законодательством, следует отнести скорее к корпоративным облигациям. В свою очередь муниципальные облигации, которые выпускаются в России, несколько отличаются от тех, которые выпускаются в США, как в плане налогообложения, так и в плане расходования привлеченных средств. В отличие от США российские муниципальные

облигации не имеют налоговых преференций, и государство с особой «осторожностью» относится к выпуску таких займов местными властями. Однако университеты США, как правило, используют именно муниципальные облигации, или, точнее, муниципалитеты выпускают облигации, деньги от выпуска которых идут на финансирование университетов. Это разночтение в терминологии очень важно, так как без его учета возникает путаница в понятиях.

В США высшее образование уже давно рассматривается в качестве основного бенефициара государственного закона, позволяющего проводить выпуск подобных освобожденных от налогообложения облигаций. Эти облигации являются самым распространенным способом привлечения средств для финансирования, прежде всего, крупных инвестиционных проектов, таких как строительство новых объектов недвижимости, реконструкция зданий, покупка оборудования и пр. Для финансирования менее крупных проектов они используются гораздо реже ввиду сложности и ответственности их выпуска. Нужно сразу же сказать, что даже в США, где университеты активно привлекают средства, объем рынка данного вида ценных бумаг, связанных с финансированием университетов, по американским меркам небольшой и составляет 60 млрд. долл. Это вызвано сложной правовой структурой таких сделок, необходимостью получения согласия попечительских советов и органов власти штатов. Для их выпуска в обязательном порядке необходимо провести публичные слушания и получить одобрение общественности. И только если власти посчитают, что другие формы финансирования будут неэффективны, и дадут свое одобрение, только тогда можно выпускать такой облигационный заем. Поэтому совокупный объем выпущенных облигаций равен сумме эндаументов-фондов всего трех первоклассных университетов – Гарвардского (32 млрд. долл.), Йельского (19 млрд. долл.) и Массачусетсткого (8,5 млрд. долл.)[15].

Муниципальная безналоговая облигация – представляет собой ценную

[15] NACUBO-Commonfund Study of Endowments, 2013 (www.nacubo.org)

бумагу с фиксированным доходом и является договором между заемщиком (муниципалитетом) и кредитором. На этой ценной бумаге должны быть указаны источники средств, за счет которых она будет погашаться, в частности, если облигации выпущены в пользу университета, следовательно, за счет средств самого университета, ставка процента, дата погашения и размер долга (номинал). Покупая облигации, держатели не получают прав собственности на муниципальное имущество.

Покупка муниципальных безналоговых облигаций традиционно считается достаточно привлекательной формой инвестирования, так как такие бумаги обладают высокой степенью надежности, а доходы, которые по ним выплачиваются, не облагаются налогом. В связи с тем, что процентный доход от большинства муниципальных облигаций освобождается от подоходного налога, эти облигации используются для финансирования социально значимых проектов с нормой доходности ниже рыночной.

В России муниципальные бумаги не облагаются подоходным налогом для физических лиц, а для юридических – облагаются по льготной ставке. Однако из-за того, что ставки налогообложения являются одинаковыми для облигаций федерального правительства и муниципальных бумаг, последние не имеют тех налоговых преимуществ для инвесторов, которые существуют в США. Тем самым в России налоговое стимулирование развития рынка муниципальных облигаций заметно слабее, чем в США, и, следовательно, непосредственное использование муниципальных облигаций как таковых для финансирование образовательных учреждений оказывается не вполне обоснованным. Однако это не отменяет возможности использования других видов облигаций, которые могли бы выступить заменой как муниципальным, так и корпоративным облигациям. Как уже упоминалось, такими облигациями могут быть или SIB (social impact bonds) – облигации социального воздействия, или SDB (social development bonds) – облигации социального развития, ценность которых заключается в привлечении филантропических средств в образовательную сферу на принципах

социального инвестирования и частно-государственного партнерства. При этом нужно отметить, что такой инструмент как SIB в настоящее время еще не применялся в российской инвестиционной практике, поэтому можно сделать предположение, что при его институциализации будет необходимо использовать опыт инвестиционной практики безналоговых облигаций США. Именно по этой причине было решено уделить этому классу финансовых инструментов более пристальное внимание.

Почему именно муниципальные безналоговые облигации являются облигациями, при помощи которых финансируются проекты в области высшего образования? Причина этого, как уже упоминалось выше, кроется в том, что университеты для тех муниципальных образований, в которых они расположены, являются, как это принято говорить в России, градообразующими предприятиями. И поэтому все, что идет на благо развития университета, самым непосредственным образом влияет на развитие местной общины в целом. Эта внутренняя экономическая связь между интересами общины и интересами университета и позволяет местным властям активно содействовать выпуску подобных облигаций. Как правило, выпуски таких облигаций направлены на проекты, связанные со строительством таких объектов, которыми будут пользоваться не только студенты и преподаватели университета, но и все остальные члены общины. Кроме того, такие объекты создают дополнительные рабочие места, которые уже не связаны непосредственно с самим университетом, что положительно влияет на ситуацию с занятостью и увеличивает налогооблагаемую базу муниципального образования. Среди таких объектов, которые самым положительным образом влияют на экономическую и социальную жизнь как университета, так и общины в целом, является строительство спортивных сооружений и медицинских центров. Наличие стадионов, оснащенных по последнему слову техники, требует значительных финансовых затрат, и поэтому они зачастую финансируются именно при помощи облигационных займов. Стадион, отвечающий современным требованиям, позволяет иметь

университету хорошие спортивные команды, что в свою очередь позволяет привлекать на соревнования большое количество регулярно приезжающих из других городов зрителей. Обслуживание этих зрителей дает возможность активно развиваться мелкому и среднему бизнесу и улучшать ситуацию с занятостью и собираемостью налогов, да и в целом развивать территорию. Примеры облигационных займов университетов США по уровню их доходности представлены в таблице 5.

В настоящее время имеется три основных вида таких облигаций: генеральные облигации (general obligation bonds), целевые (special assessment bonds) или доходные облигации и облигации промышленного развития (industrial revenue bonds). Основное различие между ними в том, кто использует поступления от выпуска этих облигаций и чем обеспечено их погашение.

Генеральными облигациям являются облигации, которые имеют значение для всей общины в целом, поэтому при их выпуске необходимо провести тщательную оценку финансового положения муниципалитета в целом и его способность обслуживать формирующуюся задолженность.

Доходные облигации муниципалитеты выпускают для финансирования строительства водопровода и канализации, платных дорог, жилья, аэропортов, больниц, спортивных сооружений, муниципальных стоянок для автомобилей, так как такие проекты имеют изначально известную доходную базу.

Облигации промышленного развития представляют собой облигации, которые выпускает правительство штата или муниципалитета для финансирования внебюджетного сектора. Основной целью выпуска облигаций промышленного развития является стимулирование экономического роста и создание инфраструктуры для перспективного развития территории.

Таблица 5 – Облигационные займы в пользу университетов США[16]

| **Название университета** | **Наименование облигационного займа** | **Купонная процентная ставка, %** |
|---|---|---|
| Университет штата Огайо | The Ohio State University Special Purpose Gernal Receipts Bond Series 2013 A | 3,000 |
| Университет Восточной Каролины | East Carolina University General Revenue Refunding Bonds, Series 2013A | 3,000 |
| Университет Нью-Йорка | Dormitory Authority of the State of New York New York University Revenue Bonds, Series 2012A | 3,000 |
| Университет Мэриленда | University System of Maryland Auxiliary Facility and Tuition Revenue Bonds 2012 Refunding Series A | 3,000 |
| Университет штата Канзас | Kansas Development Finance Authority Revenue Bonds, Series 2012 (Kansas State University Energy Conservation Project) | 3,000 |
| Университет штата Колорадо | University Colo Enterprise System Revenue Series A | 3,000 |
| Университет Денвера | Colorado Educational and Cultural Facilities Authority Revenue Bonds (University of Denver Project) Series 2013 | 3,000 |
| Университет штата Миннесоты | Regents of The University of Minnesota General Obligation Taxable Bonds, Series 2013B | 2,750 |
| Северо-Западный Университет штата Миссури | Northwest Missouri State University Housing System Refunding Revenue Bonds, Series 2012 | 2,625 |

При выпуске облигаций для нужд университета облигации можно отнести в основном к целевым облигациям. В некоторых случаях, если

[16] Municipal Bond Terms That Investors Need To Know (http://municipalbonds.com/education)

вопрос, к примеру, стоит о значительном расширении кампуса университета, такие облигации могут быть отнесены и к облигациям промышленного развития.

Единственным обеспечением облигаций промышленного развития служит сам проект, а залогом их погашения служат фонды и гарантии той организации, для которой проект строится. Несмотря на то, что средства, привлекаемые с помощью выпуска этих облигаций, идут на финансирование проектов частного (внебюджетного) сектора, в контексте данного исследования университета, эмитентами таких облигаций являются муниципалитеты или органы местной администрации, отвечающие за промышленное развитие. При этом конкретная форма обеспечения по таким займам может быть разной – это может быть и договор об аренде между эмитентом (муниципалитетом) и частной организацией, которая будет эксплуатировать объект, договор об поэтапном выкупе объекта, ипотека и пр.

В настоящее время имеется достаточно большое количество вариантов таких займов, которые отвечают предпочтениям и нуждам инвесторов. Новации, которые получили широкое распространение в последнее время, заключаются, в первую очередь, в использовании эмиссионного дисконта, переменных сроков погашения, опционов «колл» – «пут» и переменных ставок процента.

По своим базовым характеристикам муниципальные безналоговые облигации имеют во многом схожие с обычными облигациями параметры.

Существует шесть наиболее важных для оценки этих облигаций характеристик: время до погашения, купонная ставка, оговорка об отзыве, налоговый статус, ликвидность, вероятность неплатежа, которые ничем не отличаются от обычных облигаций.

Следующий аспект, который также важен для применения этих долговых инструментов в российской практике, – алгоритм их выпуска. Вполне вероятно, что отдельные аспекты выпуска данных облигаций такие, как общественные слушания, будут использованы и для выпуска SIB-

облигаций, поэтому следует уделить определенное внимание, в том числе и процедуре выпуска муниципальных безналоговых облигаций.

Поскольку освобождение от налогов приводит к значительной экономической выгоде, государственные органы США налагают большое количество ограничений на использование доходов от этих облигаций. Это также приводит к тому, что процесс выпуска таких облигаций оказывается значительно дороже, чем затраты, связанные с другими долговыми инструментами. Сложности процесса выпуска данных долговых обязательств приводят к тому, что многие колледжи и университеты привлекают корпоративных юристов и адвокатов для обеспечения процедуры выпуска таких долговых инструментов. Это позволяет учебным заведениям трезво оценить свои финансовые возможности, а так же избежать юридических ошибок при формировании облигационного займа. Во многом это также обусловлено необходимостью утверждения этого займа попечительским советом вуза. Процесс, связанный с выпуском муниципальных безналоговых облигаций, является достаточно сложным с юридической и организационной точки зрения и несколько различается в отдельных штатах США.

В общем плане алгоритм, используемый при выпуске таких облигаций, выглядит следующим образом:

1. определение проекта (проектов), которые будут финансироваться с помощью муниципальных безналоговых облигаций;
2. получение необходимых институциональных согласований от управляющих органов университета и определение форм финансирования;
3. получение одобрений, относящихся к проекту, от государственных и местных органов власти и учреждений (например, землепользование, зонирование и т. д.);
4. согласование условий погашения облигаций и выплаты процентов между университетом и муниципалитетом (аренда, поэтапный выкуп, ипотека и пр.)

5. выбор инвестиционного банка;
6. выбор специалистов, которые будут работать по облигационному займу (создание рабочей группы);
7. разработка графика выпуска облигаций;
8. структурирование плана финансирования;
9. страхование или иное повышение кредитного качества выпускаемых облигаций;
10. при необходимости, получение кредитного рейтинга для облигаций;
11. проведение подробного анализа всех аспектов, связанных с налоговой составляющей выпуска облигаций, и привлечение к решению этого вопроса налоговых адвокатов или специализированных компаний;
12. проведение публичных слушаний о проекте;
13. получение одобрений государственных органов, касающихся непосредственно выпуска облигаций;

После всех подготовительных мероприятий проводится сам выпуск облигаций:

1. маркетинг и ценообразование облигаций;
2. выпуск облигаций;
3. заключения инвестиционных соглашений;
4. постпродажное сопровождение облигаций.

Также необходимо отметить, что государственные университеты и колледжи с их централизованной системой управления имеют большие полномочия в плане организации выпуска облигаций, в отличии от негосударственных, где большую роль играет наблюдательный совет. Руководство государственных университетов само формирует рабочие группы, в которые могут быть приглашены такие важные государственные чиновники, как генеральный прокурор штата или государственный казначей, и которые могут участвовать в одобрении и выборе внешних консультантов или инвестиционных банкиров. Среди важных вопросов, которые должны быть решены на подготовительном этапе выпуска облигаций, нужно

выделить следующие:

- установленные государством ограничения на выпуск долговых инструментов;
- определение предельных форм залога.

К сожалению, выпуск непосредственно муниципальных облигаций в России для финансирования организаций высшего образования в настоящее время сопряжен с большими сложностями. Причина заключается в том, что вузы России не готовы использовать такой инструмент для своего финансирования. Но это не означает, что сами облигации как инструмент нужно исключить. Поэтому предлагается рассмотреть новый тип облигаций, который совсем недавно получил широкое распространение – это облигации социального воздействия (SIB).

### 2.3 Облигации социального воздействия как инструмент внебюджетного финансирования высшего образования

Рассматривая облигации социального воздействия как перспективный инструмент внебюджетного финансирования высшего образования, следует принять во внимание, что российский тренд на сокращение инвестиций в высшее образование становится в последнее время все более очевидным и требует поиска новых источников финансирования и новых финансовых инструментов для такого финансирования. Во многом ситуация в России схожа с аналогичным трендом за рубежом, который можно наблюдать в США и Англии в области социальной сферы. Именно этой потребностью было вызвано появление в англо-саксонских странах такого инструмента как SIB (social impact bond). Интенсивное внедрение облигаций социального воздействия в повседневную практику инвестиционной и филантропической деятельности преследует цель повысить экономическую эффективность как филантропической, так и социальной деятельности. Кроме того, важной частью экономик англо-саксонских стран является все усиливающаяся концентрация больших частных капиталов, которые не находят применения в

социальной сфере, несмотря на то, что собственники этих капиталов готовы направить их на социальные нужды общества. Однако существующие в настоящий момент инструменты финансового рынка, которые направлены на удовлетворение филантропических потребностей собственников таких капиталов, в основной своей массе являются различными вариантами грантов и представляют собой форму безвозмездного пожертвования. Именно этот комплекс причин и привел в конечном итоге к возникновению такой формы частно-государственного партнерства как SIB-облигации.

Непосредственно проектов, направленных на финансирование высшего образования по данным Harvard Kennedy School «Social Impact Bond Technical Assistance Lab»[17] как такового с использованием SIB-облигаций, пока не имеется. При этом даже самый первый проект «SIB One*», который осуществляется в Англии и будет описан ниже, содержит в себе большую образовательную составляющую. Являясь проектом, направленным на реабилитацию преступников, он основывается на обучении этих людей новым профессиям, позитивным социальным коммуникациям и другим элементам социальной адаптации. Похожие проекты также осуществляются в Австралии и США. Правда, в США они направлены на работу с малолетними преступниками. Кроме того, необходимо отметить, что целый ряд проектов, которые осуществляются с применением SIB-облигаций и реализуются специальным подразделением банка «Goldman Sachs» – «Urban Investment Group (UIG)», представляют собой проекты, направленные на реабилитацию жилых территорий города Нью-Йорк. Эти примеры применения облигаций социального воздействия показывают их прикладную схожесть с муниципальными безналоговыми облигациями, о которых говорилось выше.

**Краткое описание SIB-облигаций**

SIB представляет собой ценную бумагу, которая содержит в себе

[17] The Harvard Kennedy School Social Impact Bond Technical Assistance Lab (www.hks-siblab.org)

договор займа, основанный на определенных взаимовыгодных условиях взаимодействия нескольких организаций разного профиля деятельности, но стремящихся достигнуть определённого социально значимого результата. В своей простой изначальной форме SIB представляет собой облигационный заем, который организован инвестиционным банком и направлен на привлечение филантропических средств. Деньги, которые будут получены в ходе этого займа, должны быть направлены на реализацию определенной социальной программы, которая осуществляется НКО. Важным участником этого договора является государство, которое берет на себя обязательства, что если финансируемая социальная программа осуществляется успешно, то государство компенсирует инвесторам их затраты, а также выплатит премию. Но если результаты достигнуты не будут, то и возврат средств не предусмотрен. Поэтому SIB-облигации имеют и другое название – «pay for success» («плата за успех»).

Таким образом, в данном инвестиционном продукте участвует одновременно несколько сторон:

1. объекты социального воздействия
2. государство
3. инвестиционный банк
4. инвесторы
5. НКО
6. независимый социальный аудитор
7. инвестиционный консультант.

От их слаженного взаимодействия во многом зависит эффективность инвестиций и реализация в рамках этих инвестиций тех задач, которые преследуют все участники инвестиционной программы. Поэтому в дальнейшем будет использоваться такой термин как SIB-программа, так как это позволяет более полно раскрыть содержательную сущность данного инвестиционного инструмента. Механизм функционирования SIB-программы представлен на рисунке 5.

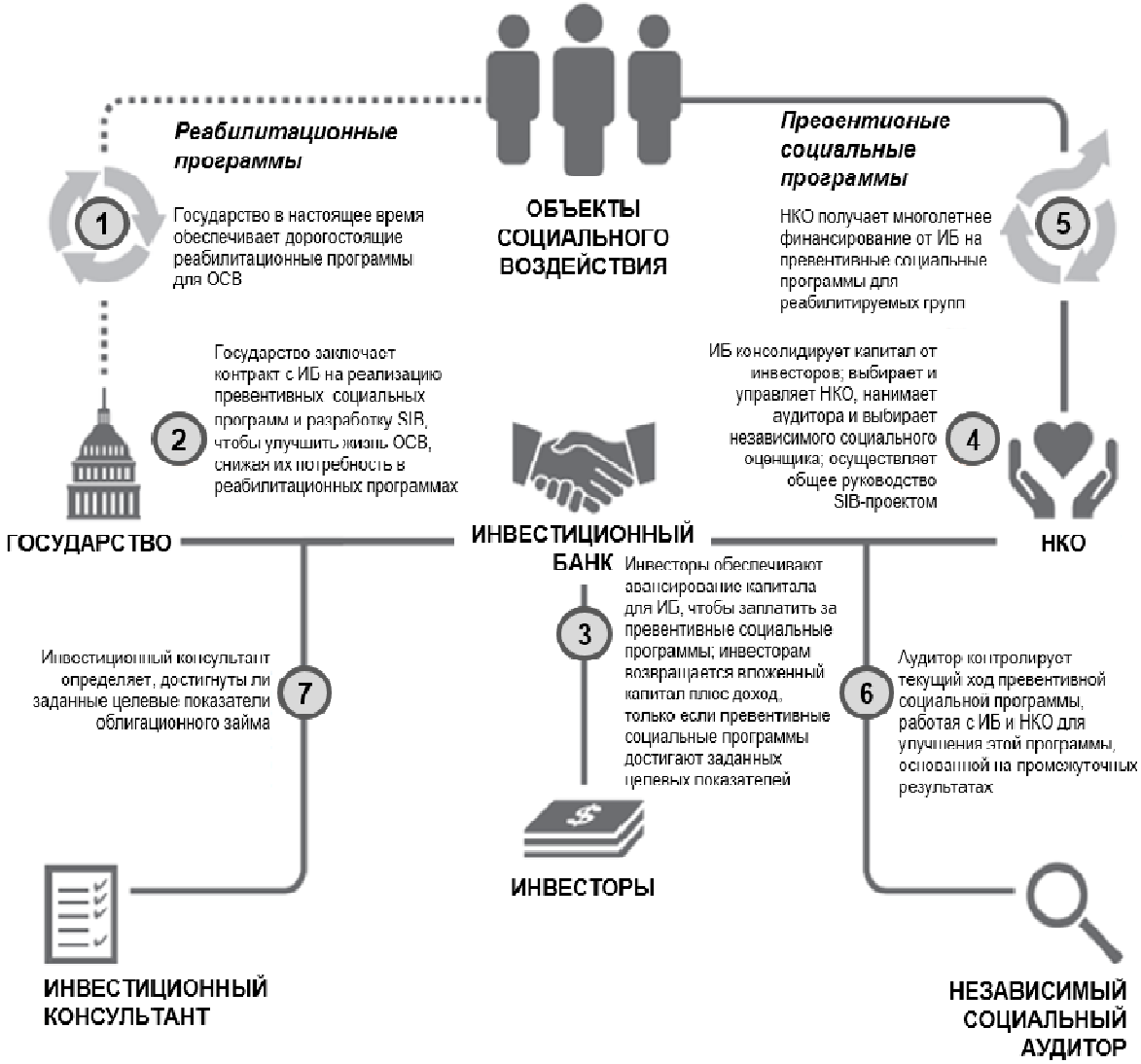


Рисунок 5 – Механизм функционирования SIB-программы

На основании изложенного, SIB можно охарактеризовать как сложную инвестиционную программу, которая состоит из комплекса взаимных обязательств между различными как по организационному, так и по правовому характеру организаций, нацеленных на достижение как общей цели (реализация социального проекта и достижения положительных социальных результатов в обществе), так и частных интересов отдельных участников данной инвестиционной программы (филантропически задачи, задачи в плане PR и GR, извлечение инвестиционной прибыли). Главным условием успешности реализации подобной инвестиционной программы является гармонизация всех этих интересов и эффективность действия

каждого из его участников. Исходя из идеологии формирования этого сложно структурированного инвестиционного продукта, видится возможным создание аналогичных продуктов с учетом специфики законодательства и традиций делового оборота и в России. При этом совсем не обязательно, что только государство должно быть непременным участником в таких программах. Данные инструменты могут быть реализованы и как частные инициативы с тем отличием, что роль государства выполняет крупная корпорация или благотворительный фонд.

Главным преимуществом данной формы финансирования социальных проектов в отличие от прямых грантов является повышение ответственности всех участников данной программы за достижение поставленных результатов. В рамках этой программы появляется заинтересованное лицо-инвестор, который самым непосредственным образом заинтересован в том, чтобы проект, который финансируется в рамках SIB-программы, достиг запланированных результатов. Иными словами, если при получении обычного гранта НКО может просто ограничиться «хорошим отчетом», то в данном случае возникает конфликт интересов, который приводит к контролю за деятельностью НКО как со стороны инвестора, который заинтересован в возврате средств, так и со стороны гаранта (государство), который должен быть уверен, что проект реализован в полном объеме.

Кроме того, необходимо отметить, что, помимо облигаций социального воздействия, инвесторам предлагаются и облигации социального развития – SDB (social development bonds), которые по своей методологии близки с SIB, но нацелены на развитие территории в целом. Эти инструменты активно предлагаются английским банком «SIB Group», являющимся крупнейшим в мире профильным финансовым учреждением.

**Финансовая модель экономики SIB-программы**

Финансовое моделирование и задачи анализа имеют решающее

значение для реализации проекта с использованием SIB-облигаций. В финансовой модели экономики SIB-программы отражается следующее:

- текущие затраты государства в результате социальной проблемы, с которой сталкивается целевая группа населения;
- предполагаемое воздействие на целевую группу населения планируемых мероприятий;
- стоимость реализации планируемых мероприятий, которая может включать затраты, связанные с оценкой социальной программы, услугами аудиторов и т. д.
- оценка финансовых доходов инвесторов;
- потенциальная экономия для государства.

Стоимость планируемых мероприятий определяет объем средств, требуемых от инвесторов каждый год, то есть основная сумма займа с каждым годом уменьшается. Этот этап включает в себя три ключевые задачи для реализации SIB-программы. Во-первых, необходимо оценить текущую стоимость для государства имеющейся социальной проблемы, с которой сталкивается целевая группа населения. Во-вторых, определить эффективность планируемых мероприятий, которые по предварительному подсчету, должны снизить стоимость затрат для государства при реализации SIB-программы. При этом необходимо вычислить разность затрат между текущим и будущим положением дел. В-третьих, установить, как экономия распределяется между государственными ведомствами. Разница между выгодами для государства и общей стоимостью SIB-программы определяет чистую экономию финансовой модели. Эти сэкономленные бюджетные средства могут быть разбиты на выгоду для налогоплательщиков, выплату для инвесторов и гонорары успеха инвестиционному банку или другим заинтересованным сторонам.

Если говорить в более упрощенном плане о функционировании SIB-программы, то после того как инвестиционный банк разместил облигации среди инвесторов и получил необходимую сумму, он направляет ее в НКО-

распорядитель, которое является центром распределения этих средств между другими НКО-исполнителями, которые непосредственно оказывают заявленные в программе услуги. При этом необходимо отметить, что средства перечисляются постепенно, отдельными траншами, на протяжении всего периода действия программы. При этом изначально требуемые инвестиции могут быть меньше общей стоимости поставки услуг НКО, так как довольно продолжительное время большая часть суммы находится на счетах НКО-распорядителя, и оно может изначальные инвестиции реинвестировать и уже потом вместе с полученным доходом направить эти средства НКО-исполнителям. При расчете следует также принять во внимание инфляцию и другие факторы, которые могут повлиять на стоимость поставки услуг в течение срока действия SIB-программы.

В обобщенном виде финансовая модель экономики SIB-программы представлена на рисунке 6.

Очевидно, что филантропическая деятельность, которая для крупных предприятий и корпораций имеет, как правило, характер PR и GR-мероприятий, могла бы получить дополнительный импульс, если эта деятельность смогла бы приобрести еще и характер деятельности инвестиционной. Тема «воздействующих инвестиций» становится последнее время достаточно популярной. Инвестиционный банк «J.P. Morgan Chase & Co» объявил «impact investments» новым классом альтернативных активов. Его аналитики предсказывают, что к 2020г. в них может быть инвестировано от 400 млрд. долл. до 1 трлн. долл., что принесет инвесторам кумулятивную прибыль от 183 млрд. долл. до 667 млрд. долл.[18] В последнее время интерес к этим инвестициям только усиливается.

[18] The Pendulum of Global Leadership (www.morganstanley.com)

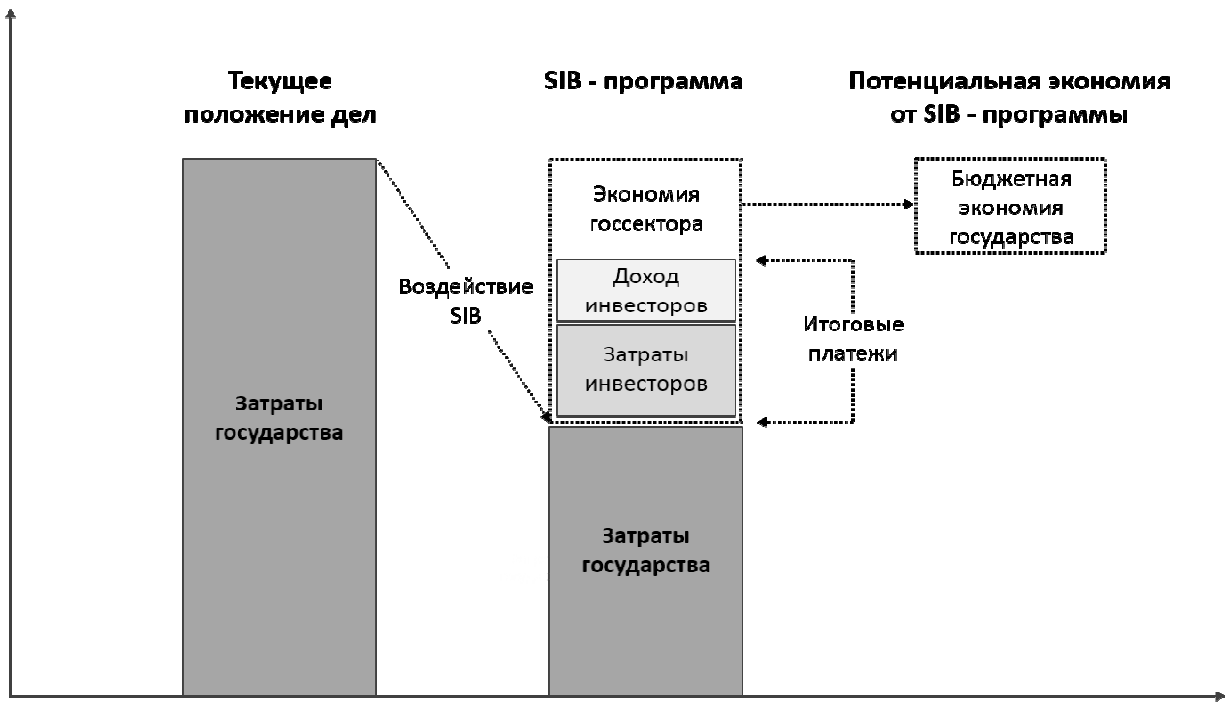


Рисунок 6 – Финансовая модель экономики SIB-программы

В апреле 2012г. брокерский дом «Morgan Stanley Smith Barney» представил новую продуктовую платформу на базе воздействующих инвестиций, на которой применен адресный инвестиционный подход в сочетании с положительным социальным воздействием. В мае 2012г. «воздействующие инвестиции» стали одной из самых обсуждаемых тем на собрании клуба «Клятва дарения»[19], состоящего из 114 миллиардеров-благотворителей, которое проводилось по инициативе основателей этого клуба Уоррена Баффета и Билла Гейтса.

По своему происхождению SIB-облигации ориентированы на работу с НКО и предлагаются в качестве источника финансирования для их деятельности. Однако уже имеющаяся практика говорит о том, что данный вид инвестиций имеет гораздо более широкие возможности и теоретически может быть использован для финансирования высшего образования в качестве альтернативы корпоративным облигациям университетов.

[19] The Giving Pledge is a commitment by the world's wealthiest individuals and families to dedicate the majority of their wealth to philanthropy (www.givingpledge.org)

**Практика применения SIB-облигаций**

Первый проект на основе выпуска SIB-облигаций начал свою работу в Великобритании в сентябре 2010г. в сфере уголовного правосудия. Он был создан некоммерческой финансовой организацией «Social Finance» и назывался «One*». Целью этого проекта было привлечение финансирования для долгосрочной программы реабилитации осужденных. Спад количества рецидивов преступлений выгоден как обществу (снижается уровень общей криминогенности), так и государству (снижаются затраты на судебные процедуры, содержание заключенных в тюрьмах, можно уменьшить количество мест заключения). Сложность привлечения инвестиций для внедрения подобных программ по предотвращению повторных преступлений заключается в том, что убедиться в их эффективности можно через определенное время. Для решения этой задачи и был создан первый проект «SIB One*». Программа направлена на уменьшение количества «возвратов» в тюрьму города Питерборо мужчин, осужденных на срок не более 1 года лишения свободы. Реализацией проекта занимаются четыре НКО, которые уже имели опыт подобной деятельности, зарекомендовали себя с положительной стороны и оказывают активную индивидуальную поддержку 3 тысячам осужденных на протяжении 6 лет (как пребывания в тюрьме, так и после освобождения). Для того чтобы бывшие осужденные смогли успешно социализироваться в обществе, у каждого участника проекта свой наставник (тьютор), который помогает найти работу, жилье и решить другие житейские проблемы. Важной составляющей этой работы является обучение новым специальностям и позитивным коммуникативным стратегиям.

Что касается условий для инвесторов, то были достигнуты договоренности: если через 6 лет число повторных преступлений среди освобожденных из тюрьмы снизится на 7% и более, то инвесторы получат от государства через Министерство юстиции возврат вложенных средств плюс проценты. Чем сильнее уменьшится число рецидивов преступлений, тем больше будет доход инвесторов. Если минимальная планка не достигается,

инвесторы не получают компенсации своих расходов. Однако руководство «Social Finance» считает, что сокращение повторных «отсидок» на 10% вполне достижимо. По сути дела, экономическая обоснованность этой сделки заключается в той экономии, которую получает государство при сокращении затрат на содержание этой категории граждан в тюрьме.

Несмотря на инновационность и долгосрочность данной филантропическо-инвестиционной программы, к инвестированию в проект выразили заинтересованность самые различные инвесторы. Это были и состоятельные люди, которые обеспокоены социальными проблемами, и организации.

«SIB One*» удалось привлечь инвестиции в размере 5 млн. фунтов, что само по себе стало определенным достижением. Если проект успешно реализуется, то инвесторы получат около 8 млн. фунтов от Министерства юстиции и «Big Lottery Fund» («Фонд большой лотереи»). Таким образом, доход от инвестиций составит примерно 7,5% годовых. Государство также останется не в проигрыше. По результатам исследования «St. Giles Trust», каждый фунт, вложенный в программу, сэкономит 10 фунтов для бюджета. По статистике на начало проекта 60% осужденных на короткий срок снова попадали в тюрьму в течение года после освобождения. В ходе реализации программы «SIB One*» уже известно, что более 70% заключенных, вышедших на свободу из тюрьмы в Питерборо, обращаются за помощью в проект «One*», и более 80% просят содействия в обучении профессии для поиска нормальной работы. По этим предварительным данным можно судить о том, что данная инвестиционная программа жизнеспособна и может быть успешно доведена до конца.

Британское правительство положительно оценило потенциал этого инновационного финансового инструмента, который помогает решить государственные и общественные задачи, не забывая и об интересах частных инвесторов. Оно решило организовать гораздо более масштабную социальную программу, основанную на принципах SIB. В августе 2011г.

Министерство гражданского общества обратилось к частным инвесторам и благотворительным организациям с призывом вложить свои средства в программу преодоления бедности населения в нескольких регионах Соединенного Королевства. Правительство хотело бы сократить расходы на социальные пособия маргинальным семьям, которые сейчас оцениваются в 100 тыс. фунтов в год на семью в среднем. Материальная помощь при этом признается недостаточной, так как бедные семьи не могут выйти из замкнутого круга, в котором они находятся из-за плохого образования, проблем с алкоголем, наркотиками и других негативных факторов. Правительство предполагает привлечь инвесторов к программам, которые бы активно занялись комплексным решением проблемы.

В Соединенных Штатах последнее время SIB-облигации также находят поддержку как среди финансистов, так и среди политиков. В 2012г. Департамент юстиции рассмотрел приоритетное финансирование закона о «Втором шансе» и выделил грант для тех учреждений, которые готовы работать по SIB-моделям. Президент США Барак Обама объявил о том, что размеры такого финансирования могут составить порядка 100 млн. долл. США.[20] Министерство труда также готово финансировать аналогичные программы через «Workforce Innovation Fund». Размер финансирования объявлен на уровне 20 млн. долл. США на программы, которые ориентированы на увеличение занятости и переобучение.[21] Помимо правительства США к таким программам, которые финансируются по методике SIB, присоединяются и отдельные муниципалитеты. Так мэр Нью-Йорка Майкл Блумберг объявил о реализации программы, аналогичной английской «SIB One*», по реабилитации молодых преступников[22].

Наибольшую активность среди крупных финансовых структур, которые реализуют социальные программы на базе SIB-инвестирования, проявляет

[20] Who succeeds gets paid (www.economist.com)
[21] Pay for Success: A New Results-Oriented Federal Commitment for Underserved Americans (www.whitehouse.gov)
[22] Mayor Bloomberg, announce nation first social impact bond program (www.goldmansachs.com)

банк «Goldman Sachs», в лице своего специализированного подразделения «Urban Investment Group (UIG)». В рамках деятельности этого подразделения реализуются проекты разного профиля. Это и образовательные проекты для детей детсадовского возраста, нацеленные на коррекцию раннего развития малышей из неблагополучных семей, и проекты, нацеленные на реабилитацию заброшенных городских территорий, проекты в области недвижимости для малоимущих и др. Таким образом, уже на практике становится понятно, что облигации социального воздействия становятся инструментом по своим социальным задачам похожим на муниципальные безналоговые облигации.

Кроме того, формируется методическая и научная инфраструктура для изучения и внедрения этих новых форм финансирования социальных проектов. Фонд Рокфеллера и школа Кеннеди при Гарвардском университете создали специальную программу по обеспечению безвозмездной технической помощи для правительств штатов, которые рассматривают возможность использования методов SIB-инвестирования.

SIB-инвестирование было взято на вооружение также и в Австралии. Австралийские НКО оценили этот инструмент, который может помочь в получении финансирования для «превентивных» долгосрочных программ по улучшению состояния общества. «Young Foundation»[23] работает над применением SIB как в уже опробованной в Великобритании области – в отношении вышедших на свободу осужденных, так и в новых направлениях. Это проект по предупреждению молодежной безработицы, который должен улучшить посещаемость подростками учебных заведений и, при достижении положительных результатов, может способствовать сокращению выплат по безработице[24]. Другая программа будет помогать австралийцам вести здоровый образ жизни и сократит расходы на лечение граждан[25].

---

[23] The Young Foundation is a leading independent centre for disruptive social innovation (www.youngfoundation.org)
[24] Foundation for Young Australians creates change with generations of young Australians (www.fya.org.au)
[25] There’s no place like home... (www.missionaustralia.com.au)

Очевидно, что те возможности, которые заключают в себе облигации социального воздействия могут быть использованы для внебюджетного финансирования высшего образования в России. Очень важно отметить, что аналогично зарубежной практике SIB-облигации позволяют привлечь к такому финансированию не только дополнительные средства филантропического сообщества, предложив ему вместо грантов инвестиционный инструмент с умеренной доходностью, но и средства инвесторов с фондового рынка, тем самым значительно расширив инвестиционную базу для финансирования образовательных программ. В третьей главе данного исследования будет рассмотрен вариант образовательной программы, которую возможно профинансировать с использованием облигаций социального воздействия.

# 3 Отечественная практика внебюджетного финансирования высшего образования и возможности использования новых финансовых инструментов

## 3.1 Фонды целевого капитала

Изменение механизмов финансирования и сокращение объема бюджетных ассигнований высшим учебным заведениям России ставит перед ними задачу поиска альтернативных источников получения дохода для осуществления своей деятельности. Одним из наиболее эффективных инструментов привлечения средств в сферу высшего образования является система финансирования за счет ежегодных доходов, получаемых от инвестирования частных средств без права использования самих средств. Такой финансовый механизм в России получил название «целевой капитал». Фонд целевого капитала позволяет накапливать пожертвования и инвестировать их в различные финансовые инструменты. Это позволяет извлекать доход от инвестирования, который потом направляется на нужды собственника целевого капитала. При этом, необходимо отметить, что сами пожертвования не тратятся. Таким образом, каждое новое пожертвование позволяет увеличивать фонд целевого капитала. Такой подход к формированию дополнительных внебюджетных источников финансирования позволяет сделать организацию, свободной от разовых пожертвований, создавая стабильную финансовую основу посредством получения регулярного дохода от фонда целевого капитала. Нужно отметить, что уже в 90-ые годы предпринимались попытки создания квази-эндаументов на базе паевых инвестиционных фондов, что само по себе говорит о необходимости этого инфраструктурного элемента для финансирования социальной сферы и, в частности, высшего образования.

Благотворительный фонд, каковым по своему юридическому статусу является фонд целевого капитала, – это одна из форм благотворительной организации наряду с общественными организациями, учреждениями. В

законе № 275-ФЗ «О некоммерческих организациях» дается следующее определение фонда: «не имеющая членства некоммерческая организация, учрежденная гражданами и (или) юридическими лицами на основе добровольных имущественных взносов и преследующая благотворительные, культурные, образовательные или иные общественно полезные цели». Данное определение благотворительного фонда как самостоятельной хозяйственной единицы является юридическим.

Благотворительный фонд в РФ может быть только частным, так как в соответствии со статьей 8 Закона «О благотворительной деятельности и благотворительных организациях» органы государственной власти и местного самоуправления не могут выступать учредителями благотворительных организаций.

Существует также экономическое определение фонда как инвестиционного фонда, имеющего своей задачей выполнение социальных целей. В настоящее время, несмотря на все сложности, процесс создания фондов целевого капитала уверенно набирает обороты, превращаясь в одну из перспективных отраслей фондового рынка.

В российской практике этот инструмент инвестирования стал использоваться после принятия Федерального закона «О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций». С начала 2007г. в России началась активная работа по созданию первых фондов целевого капитала. На сегодняшний день в стране насчитывается более 100 фондов целевого капитала в основном в сфере образования и культуры.

Для регулирования этой сферы деятельности и для возможности работы в рамках правового поля за последние годы был приняты следующие базовые законодательные акты:

- № 275-ФЗ «О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций» от 30.12.2006г.;
- № 83-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты

Российской Федерации в связи с совершенствованием правового положения государственных (муниципальных) учреждений» (в ред. от 27.07.2010г.) от 08.05.2010г.

Благодаря этому появилась возможность на прочной правовой основе начать работу по формированию целевых капиталов для вузов и других организаций, работающих в сфере культуры, науки, здравоохранении, благотворительности и пр.

Несмотря на то, что разработчики законопроекта о целевом капитале опирались на западный опыт создания и функционирования эндаумент-фондов, представляется целесообразным дать сравнительную характеристику порядка формирования и использования целевого капитала в России и США. Основные различия представлены в таблице 6.

Таблица 6

Формирование и использование целевого капитала в России и США

| **Определение** | **Россия** | **США** |
|---|---|---|
| Определение целевого капитала (эндаумента) | Целевой капитал – это сформированная за счет пожертвований часть имущества некоммерческой организации (НКО), переданная в доверительное управление управляющей компании для получения дохода, используемого для финансирования уставной деятельности НКО | Эндаумент – это переданные в дар некоммерческой организации денежные средства или имущество при условии, что эти средства или имущество будут в дальнейшем инвестированы, при этом основная сумма дара должна сохраняться в изначальном объеме |
| Формы инвестирования | денежные средства, ценные бумаги и объекты недвижимости | денежные средства, ценные бумаги, объекты недвижимости и другие активы |

Продолжение таблицы 6

| Определение | Россия | США |
|---|---|---|
| Минимальный размер фонда | 3 млн. руб. | 25 тыс. долл. |
| Минимальный срок функционирования фонда | 10 лет | не оговаривается |
| Использование собственных средств организации для формирования целевого капитала | запрещено | разрешено |
| Виды фондов целевого капитала (эндаумент-фондов) | 1. фонд целевого капитала с неограниченным сроком функционирования<br>2. фонд целевого капитала с ограниченным сроком функционирования (не менее 10 лет) | 1. «классический» эндаумент-фонд;<br>2. эндаумент-подобные фонды:<br>– срочный эндаумент-фонд (Term Endowment);<br>– квази-эндаумент (фонд, функционирующий как эндаумент-фонд);<br>– фонд «отсроченных даров» (Deferred Gifts) |
| Сроки предоставления отчетности | ежегодно с момента формирования фонда целевого капитала | в течение 3-х лет с момента формирования эндаумент-фонда (далее – необязательно) |
| Условия получения средств от фонда | не предусмотрены | 1. внешняя оценка системы менеджмента организации-получателя гранта<br>2. заявление на получение гранта с приложением маркетингового плана |
| Органы распоряжения фондом целевого капитала (эндаумент-фондом) | Совет по использованию целевого капитала | Совет директоров или попечительский совет, комиссия по инвестициям |
| Условие передачи целевого капитала управляющей компании | обязательно | возможно, но необязательно |

Внедрение нового инструмента финансирования на рынок и в практику

некоммерческих организаций происходит поступательно. В 2007г., первый год после принятия закона о фондах целевого капитала, было зарегистрировано всего 13 фондов; в 2013г. их было уже 110, при этом они аккумулировали денежные средства на сумму 24,5 млрд. рублей. Если говорить об общем уровне развития рынка, то на начало 2013г. уровень проникновения фондов целевого капитала в сферу образования составил всего порядка 10%. По сути, рынок находится на стадии роста как по количеству созданных фондов, так и по объему привлечения пожертвований в них.

Прорыв наблюдался в 2012г. – рынок целевых капиталов вырос с 4,7 млрд. до 22,5 млрд. руб. В этот период был сформирован самый крупный (12 млрд. руб.) специализированный Фонд управления целевым капиталом «Урал-Инвест Плюс» Башкирии. На данный момент около 50% фондов целевого капитала – московские, 18% базируются в Санкт-Петербурге, 42% – региональные. Большинство фондов (около 70%) создано для поддержки образования и науки. Это, в первую очередь, фонды конкретных вузов. Именно они являются крупнейшими публичными фондами[26]. Объем активов всех фондов целевого капитала России в настоящее время составляет около 23 млрд. руб. Динамика создания фондов целевого капитала представлена на рисунке 7.

Характерной особенностью российских вузов является то, что они более склонны к созданию и формированию фондов целевых капиталов по англо-саксонской модели, когда в вузе чаще создается один крупный фонд, направленный на финансирование целевых программ. Приток пожертвований в эти фонды происходит достаточно хаотично. Обычно используется модель фандрайзинга, ориентированная на разовое привлечение крупных сумм.

[26] Университетские эндаументы/целевые капиталы в США и России – материалы семинара СРВ СПб и ЕУСПб (http://pif.investfunds.ru)

Рисунок 7 – Динамика создания фондов целевого капитала и объема привлеченных средств[27]

**Налогообложение фондов целевого капитала в России**

До принятия № 275-ФЗ «О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций» получение имущества и денежных средств на формирование капитала, являющегося источником финансирования некоммерческой организации, рассматривалось как внереализационный доход и при отсутствии значительных внереализационных расходов увеличивало налогооблагаемую базу по налогу на прибыль. Доходы от операций с этим имуществам также увеличивали внереализационные доходы и, соответственно, выплачиваемый налог на прибыль. Такая ситуация не позволяла использовать возможности благотворительной деятельности в полном объеме для внебюджетного финансирования высшего образования на долгосрочной основе и ограничивало ее только возможностью использования целевых грантов.

[27] Форум Доноров программа «Целевые капиталы» (www.donorsforum.ru)

Использование целевого финансирования (гранта) позволяло избежать обложения налогом на прибыль, но исключала возможность инвестирования полученного капитала, а средства должны были быть направлены на поддержку конкретных программ и конкретных исследований. После принятия закона о целевом капитале и соответствующих изменений в налоговое законодательство некоммерческие организации были освобождены от уплаты налога на прибыль как при получении средств, так и при извлечении доходов от инвестирования. Данные средства стали рассматриваться как целевые поступления. Таким образом, рассматриваемый закон в значительной мере снял два главных препятствия на пути развития массовой благотворительности в России: двойное налогообложение НКО и бесконтрольность в использовании пожертвованных средств.

Федеральный закон от 21.11.2011г. № 328-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в части формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций» внес определенные изменения и дополнения. Однако главная проблема, которая связана с тем, что сама коммерческая организация-жертвователь не получает при этом никаких налоговых льгот, к сожалению, осталась нерешенной.

**Управление активами фонда целевого капитала**

В соответствии с российским законодательством сам фонд целевого капитала не может управлять сконцентрированными в нем средствами. Этим должны заниматься управляющие компании. В связи с тем, что сама отрасль фондов целевого капитала невелика, соответственно и количество управляющих компаний, в доверительном управлении у которых находятся средства фондов, также невелико.

Крупнейшие УК по объему активов фондов целевого капитала в управлении на конец 1 квартала 2013 года представлены в таблице 7.

Таблица 7 – Крупнейшие УК по объему активов фондов целевого капитала[28]

| Название компании | Количество целевых капиталов | Количество НКО – собственников целевых капиталов | Объем средств целевых капиталов, млрд. руб. |
|---|---|---|---|
| Группа Газпромбанка | 19 | 18 | 15,173 |
| УК «Альфа-Капитал» | 7 | 5 | 3,546 |
| Компании ВТБ Капитал Управление Инвестициями | 6 | 6 | 1,542 |
| УК «ОТКРЫТИЕ» | 6 | 6 | 0,912 |
| «Сбербанк Управление Активами» | 1 | 1 | 0,467 |
| Группа Управляющих Компаний «УРАЛСИБ» | 1 | 1 | 0,385 |
| УК «Либра Капитал» | 2 | 2 | 0,375 |
| Группа Управляющих Комапний «КапиталЪ» | 2 | 2 | 0,333 |
| УК «ЕВРОФИНАНСЫ» | 4 | 4 | 0,186 |
| «УК СМ.арт» | 1 | 1 | 0,097 |
| «УК «БФА» | 3 | 3 | 0,082 |

**Инвестиционная деятельность фондов целевого капитала**

В соответствии с законом фонды целевого капитала не могут сами инвестировать накопленные средства и обязаны передать их в доверительное управление в управляющую компанию, поэтому вопрос эффективности инвестиций находится в плоскости деятельности управляющих компаний и их умения сформировать оптимальный инвестиционный портфель. Закон накладывает достаточно большие ограничения по финансовым инструментам, в которые могут быть инвестированы средства фонда целевого капитала. Ввиду этого условия инвестиционный портфель фонда

[28] Уралсиб закладывает фундамент под эндаументы (www.uralsib.ru)

целевого капитала может выглядеть следующим образом, как показано в таблице 8. В ней учтены следующие параметры: инвестиционные цели, срок инвестиций, толерантность к риску, рыночная конъюнктура и другие факторы, которые должны определять структуру портфеля.

Таблица 8 – Структура портфеля фонда целевого капитала

| **Наименование класса активов** | **Доля в портфеле** | **Назначение** |
|---|---|---|
| Государственные ценные бумаги Российской Федерации<br><br>*Облигации Федерального займа – наивысшее кредитное качество* | до 100 % | Основа ликвидности инвестиционного портфеля |
| Акции российских эмитентов<br><br>*Ликвидные акции с наибольшим потенциалом роста* | 0-30% | Акции – это основной инструмент, позволяющий увеличить доходность портфеля и превысить уровень инфляции в долгосрочном периоде, однако в отличие от других видов активов, инвестиционная экспертиза играет критически важную роль |
| Корпоративные облигации<br><br>*Облигации, обладающие долгосрочным кредитным рейтингом от Standard & Poor's на уровне не ниже B+ или аналогичном уровне от Moody's или Fitch* | до 100% | Корпоративные облигации эмитентов с хорошим кредитным качеством являются основной долгосрочной доходности портфеля |
| Депозиты<br><br>*Банки, обладающие долгосрочным кредитным рейтингом от Standard & Poor`s на уровне не ниже B+ или аналогичном уровне от Moody's или Fitch* | до 100% | Основа стабильности портфеля в периоды нестабильности на фондовом рынке |

**Проблемы функционирования фондов целевого капитала**

Привлечение средств через систему фондов целевого капитала позволяет образовательным организациям получать дополнительные финансовые ресурсы на длительной основе и формировать перспективы долгосрочного планирования своей деятельности. Однако в России аккумулирование средств в фондах целевого капитала сталкивается с рядом серьезных трудностей.

Анализ материалов о состоянии отечественных фондов целевого капитала позволяет выделить следующие основные проблемы в их создании и функционировании:

1. Закрытый характер и низкая информационная прозрачность фондов целевого капитала. Как правило, руководство вуза рассматривает возможность пополнения фондов целевого капитала только за счет крупных доноров. При этом коллектив вуза, студенты и выпускники практически полностью исключены из процесса фандрайзинга. В зарубежной практике эндаумент-фонды в сфере образования формируются по иной модели, нацеленной, прежде всего, на активное сотрудничество и взаимодействие со всеми категориями партнеров, студентов, выпускников вуза пр.

2. Высока стоимость первоначальных затрат на создание фонда целевого капитала. Так как для начала работы фонда в соответствии № 275-ФЗ минимальный размер целевого капитала должен быть сформирован в течение года в объеме не менее 3 млн. рублей, то руководство вуза, особенно это актуально для небольших коммерческих организаций, стоит перед проблемой вывода достаточно большой суммы денег из оборота на достаточно продолжительный срок. Поэтому небольшой вуз не может самостоятельно сформировать целевой капитал и может в этом плане рассчитывать только на помощь со стороны богатого спонсора, что в современной экономической ситуации довольно затруднительно. К этому необходимо добавить затраты на содержание фонда, что при слабой фандрайзинговой деятельности делает данный механизм финансирования

вуза убыточным достаточно продолжительное время.

3. Слабое представление руководством вузов о принципах функционирования фонда целевого капитала, восприятие его как варианта банковского депозита, непонимание того, что центр экономической деятельности фонда сосредоточен в фандрайзинговой деятельности.

4. Отсутствие среди руководства вузов специалистов, которые могли бы правильно построить работу по фандрайзингу, дополнив воспитательную работу в вузе мероприятиями по фандрайзингу, используя в этой работе необходимые инструменты и технологии.

5. Отсутствие систем мотивации сотрудников вуза для участия фандрайзинге.

Фонды целевого капитала обеспечивают повышение финансовой самостоятельности некоммерческих организаций в результате увеличения доли гарантированного дохода в общем объеме доходов.

Другим сдерживающим фактором является неразвитость в современной России культуры и традиций благотворительности. Это связано как с низким уровнем доходов значительной части населения, так и отсутствием доверия к благотворительным организациям.

Для жертвователей ситуация также весьма спорна с точки зрения отдачи на капитал, являющейся целью любого бизнес-проекта, в том числе и в форме благотворительности. Как отмечалось ранее, налоговые льготы для организаций, занимающихся формированием фонда целевого капитала не предусмотрены, таким образом, пакет законов о целевом капитале и соответствующие изменения в налоговое законодательство не обеспечивают мер по дополнительному экономическому стимулированию жертвователей.

Если коротко обобщить все проблемы, которые стоят на пути бурного развития фондов целевого капитала в России, то их можно свести к двум ключевым обстоятельствам:

1. Высокая стоимость входа в проект и довольно долгий период выхода на приемлемые уровни доходности.

2. Отсутствие эффективной системы фандрайзинга, основанной на эффективной системе морального и материального стимулирования сотрудников и студентов вузов, а также доноров.

**Пути преодоления существующих проблем**

Преодоление этих сложностей возможно в рамках предлагаемого в данной работе нового формата целевого капитала, создание которого возможно полностью в соответствии с существующим законодательством. Таким финансовым механизмом может быть «объединенный срочный фонд целевого капитала». В настоящий момент достаточно большое количество целевых капиталов имеют срочный характер. Примером такого фонда целевого капитала является фонд «Образование и наука ЮФО», который учрежден коммерческим банком «Центр-инвест» и группой лиц на 10 лет[29].

Целью «объединенного срочного фонда целевого капитала» является формирование через заранее определенный период времени (в соответствии с российским законодательством минимум 10 лет) индивидуальных целевых капиталов для каждого из учредителей фонда при минимальных первоначальных затратах.

Задачей такого фонда является создание условий для формирования индивидуальных целевых капиталов и создание эффективной системы фандрайзинга для каждого вуза с учетом его специфики. По сути, «объединенный срочный фонд целевого капитала» может служить своеобразным «инкубатором» для создания целевых капиталов.

По своему экономическому содержанию «объединенный срочный фонд целевого капитала» представляет собой целевой капитал, учрежденный на срок 10 лет и более в пользу нескольких вузов. При этом каждый вуз в рамках этого целевого капитала формирует свой собственный накопительный счет, на котором он аккумулирует средства, получаемые в процессе фандрайзинга, доход от которых может быть использован так же, как и при создании

[29] Образование и наука ЮФО. Фонд целевого капитала. (www.education.southofrussia.ru)

«обычного» индивидуального фонда целевого капитала. Схематично такая организация работы фонда изображена на рисунке 8.

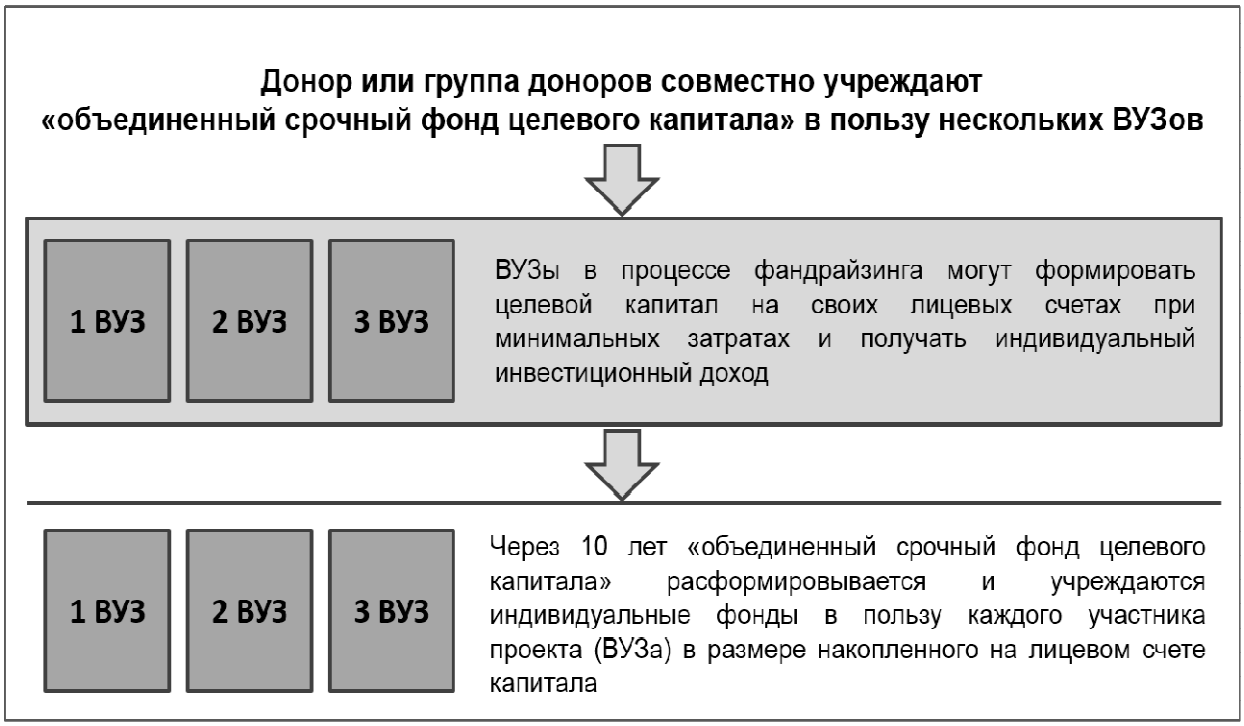


Рисунок 8 – Схема функционирования «объединенного срочного фонда целевого капитала»

Такое совместное учреждение целевого капитала позволяет решать сразу несколько проблем, с которыми сталкиваются небольшие вузы, желающие начать формировать свой целевой капитал:

1. Это высокий уровень затрат при создании индивидуального фонда целевого капитала. Как уже отмечалось выше, требования российского законодательства о необходимости минимального размера фонда целевого капитала при его учреждении в размере 3 млн. руб. становятся непреодолимой преградой для создания фонда вузом.

2. Не менее сложной проблемой является вопрос привлечения высокопрофессиональных сотрудников для работы фонда. По этой причине небольшие вузы, не имеющие значительных возможностей для привлечения сразу больших вложений в фонд, оказываются перед проблемой плановой

убыточности фонда на протяжении значительного периода времени, что может лечь значительным бременем на бюджет вуза.

В рамках «объединенного срочного фонда целевого капитала» возникает эффект экономии на масштабе, благодаря которому при небольших первоначальных затратах появляется возможность сразу же пользоваться услугами высокопрофессиональных специалистов. Это особенно важно первые 2-3 года работы фонда, когда система фандрайзинга в вузе проходит этап своего формирования.

3. Еще одним важным аспектом, сдерживающим формирование индивидуального целевого капитала, является ограниченная ресурсная база небольших вузов, которые зачастую имеют ограниченный круг спонсоров и, соответственно, большие сроки наполнения фонда целевого капитала с выводом его на самоокупаемость. В данном случае опять же возникает эффект экономии на масштабе, но только уже имеющий значение для функционирования самого «объединенного фонда» как такового. Если в процессе фандрайзинга каждый вуз привлекает до 1 млн. рублей в год, что для индивидуального фонда не имеет решающего значения для выхода на самоокупаемость, то при участии в «объединенном фонде» порядка 20 вузов позволяет иметь в течении 2-х лет порядка 40 млн. рублей, что позволяет «объединенному фонду» иметь возможности для выхода на самоокупаемость.

4. Другим аспектом деятельности фондов целевого капитала, которые в настоящее время используются недостаточно эффективно, является возможность создания в рамках одного целевого капитала совокупность нескольких целевых капиталов, доходы от которых направляются на строго определенные цели. Эти цели могут быть определены как самим вузом, и уже под них будут целевым образом собираться пожертвования, либо эти цели могут быть определены донором в рамках его декларации пожертвования. Примером такого фонда является фонд целевого капитала Уральского федерального университета (УрФУ)[30].

[30] Фонд по формированию целевого капитала УрФУ (www.urfu.ru)

**Описание фонда Уральского федерального университета (УрФУ)**

Фонд создан 10 февраля 2012г.

Размер фонда по итогам на 2012г. – 28,703 млн. рублей.

Фонд разделен на следующие целевые капиталы, которые финансируют отдельные образовательные и благотворительные программы:

1. сумма целевого капитала на развитие УрФУ – 15,411 млн. рублей и 1000 долл.;
2. сумма целевого капитала Высшей школы экономики и менеджмента УрФУ – 3,666 млн. рублей;
3. сумма целевого капитала «К 100-летию Уральского федерального университета» – 6,268 млн. рублей;
4. сумма целевого капитала «Развитие образования в области информационных технологий и компьютерных наук» – 3,000 млн. рублей.

Подобная структура фонда, разбитого на отдельные целевые капиталы более привлекательна для благотворителей, чем единый фонд, в котором нет такого тематического разделения.

5. Важным условием работы любого фонда целевого капитала является эффективный и недорогой фандрайзинг, особенно если это касается работы с выпускниками вузов и студентами. Как уже отмечалось выше, по своей экономической сути фонд целевого капитала можно отнести к CRM-программам (Customer Relationship Management) или точнее клубам потребителей, в качестве которых выступают «ассоциации выпускников вузов». Поэтому для эффективного фандрайзинга можно применять маркетинговые инструменты, которые используются при реализации таких программ. На этой основе применимы такие виды меркетинга как: актуализация баз данных выпускников, почтовая рассылка, e-mail рассылка, проведение совместных культурно-массовых мероприятий, в рамках которых возможны фандрайзинговые мероприятия, создание межвузовских

социальных волонтерских проектов, единые краудфандинговые платформы и пр. Эта деятельность может получить свое развитие в рамках межвузовского фандрайзингового клуба, в состав которого могут входить представители вузов, ответственные за фандрайзинг. В рамках такого клуба возможно проводить как обмен опытом, который будет формироваться в процессе становления фандрайзинговой деятельности, так и организовывать совместные межвузовские фандрайзинговые мероприятия.

6. Отдельно необходимо отметить такой важный момент эффективной работы вуза по фандрайзингу, как создание системы мотивации преподавательского состава вуза для участия в фандрайзинге.

Остановимся на этом вопросе более подробно. К сожалению, в настоящее время доминирует такое положение дел, при котором наполнением фонда целевого капитала занимается, как правило, ректорат вуза. Очевидно, что такой фандрайзинг является эпизодическим. Поэтому эффективный фандрайзинг не может существовать без системы мотивации преподавателей вузов. По имеющейся статистике только 30% сборов в фонд целевого капитала может дать работа со студентами и выпускниками. Остальные 70% – это крупные вкладчики. И таких вкладчиков могут и должны привлекать наряду с руководством вузов и преподаватели.

Основным инструментом для такого фандрайзинга является формирование целевых программ для доноров. Как правило, и это широко подтверждает практика западных эндаумент-фондов, современные доноры гораздо охотнее рассматривают программы, которые могут иметь для них конкретный экономический интерес. Простые безвозмездные пожертвования без заранее определенных условий встречаются довольно редко. В данном случае стремление создать такие программы может идти с двух сторон, как со стороны донора, так и со стороны вуза.

В настоящее время достаточно часто встречаются варианты целевого финансирования различных исследований, которые организуют руководители лабораторий или факультетов. Они, как правило, сами находят заказчиков для

таких исследований. Подобные варианты целевого финансирования можно реализовывать и через фонд целевого капитала. Предположим, компания заинтересована в проведении определенного ряда исследований на долгосрочной основе. При этом она также заинтересована в подготовке на протяжении ряда лет специалистов определенного профиля, которые будут компетентны в тех областях знаний, в которых проводятся эти исследования. В рамках такой программы компании-донору может быть экономически выгодно сделать пожертвование в фонд целевого капитала и на протяжении ряда лет на стабильной основе осуществлять финансирование как по подготовке специалистов, так и по проведению необходимых ей исследований. Результатом такого фандрайзинга может быть создание отдельного целевого капитала в рамках основного целевого капитала. Подобное пожертвование, по сути, становится основой для заключения долгосрочного договора между вузом и кампанией. При этом компания получает помимо экономической выгоды, преференции в области своих PR и GR-программ.

В свою очередь преподаватель, который сумел создать такую программу и реализовать ее в рамках работы целевого капитала, приобретает возможность получать дополнительный доход на протяжении как действия самой программы, так и после ее завершения. Так как доход от вклада в эндаумент имеет «вечную» природу ввиду того, что средства «навечно» остаются в составе фонда, даже после того как программа была завершена, то сотрудник, организовавший ее, имеет возможность получать такой же «вечный» бонус в качестве вознаграждения за свою инициативу. Такое положение дел открывает возможность по-новому организовать работу по социальной поддержке преподавательского состава и при выходе на пенсию. Эти доходы от целевого капитала можно будет рассчитывать от размера средств, привлеченных во время активной работы преподавателя в вузе, и они могут быть дополнительным материальным воспомоществованием от вуза до дожития преподавателю в рамках статуса почетного профессора вуза.

К сожалению, в настоящее время хорошо разработанной системы фандрайзинга с привлечением преподавательских кадров в отечественной практике почти не встречается, что можно определить как еще одну из упущенных возможностей для активного развития фондов целевого капитала. При этом нужно отметить, что многие фонды декларируют в программах деятельности реализацию таких направлений своей работы, которые могли бы быть основой для подобного фандрайзинга. Примером таких программ может быть фонд целевого капитала «Финансового университета при Правительстве Российской Федерации»[31], где полученные доходы от целевого капитала должны направляться на следующие цели:

- профессорские позиции на факультетах;
- приглашение известных преподавателей из зарубежных вузов и научных центров;
- материальная поддержка преподавателей и ученых университета «старшего возраста».

Для демонстрации расчета объема целевого капитала для таких адресных программ можно привести пример фонда целевого капитала Национального исследовательского технологического университета «МИСиС». Университет, несмотря на то, что, с одной стороны, имеет достаточно большую историю самых различных благотворительных и спонсорских программ, с другой стороны, редко пользуется целевой формой фандрайзинга в настоящее время. Среди программ, которые финансируются кампаниями как грантовые проекты, можно выделить: стипендии для успешных студентов, именные аудитории, исследовательские программы и др. В таблице 9 перечислены такие благотворительные программы, которые осуществлялись и осуществляются в настоящее время университетом и которые по своей продолжительности могут иметь срок своей реализации 10 лет и более, а, следовательно, могут реализовываться и с использованием такого финансового института как фонд целевого капитала.

[31] Фонд целевого капитала (эндаумент-фонд) (http://fa.ru/dep/endowment)

Таблица 9 – Сводная таблица стипендиальных программ НИТУ «МИСиС»[32]

| Название программы | Количество стипендий, шт. | Размер стипендии, тыс. руб. | Размер годовых затрат, тыс. руб. |
|---|---|---|---|
| Именные стипендии Компании «Металлоинвест» | 6 | 5 | 360 |
| Стипендиальная программа ОМК и «МИСиС» | 6 | 5 | 360 |
| Стипендиальная программа для аспирантов от датской компании «Haldor Topsoe» | 5 | 12 | 720 |
| Стипендиальная программа американской компании «Alcoa Foundation» | 5 | 3 | 180 |

На основании приведенной таблицы 9 можно рассчитать размеры целевого капитала, необходимого для реализации каждой из программ.

**1. Именные стипендии компании «Металлоинвест»**

Описание программы

Лучшие студенты НИТУ «МИСиС» получают именные стипендии от компании «Металлоинвест». Стипендиальная программа призвана не только финансово поддерживать успевающих студентов, обучающихся по востребованным специальностям, но также мотивировать их творческое отношение к будущей профессии.

**2. Стипендиальная программа компании «Alcoa Foundation»**

Описание программы

Участниками программы являются студенты с 3 курса НИТУ «МИСиС», имеющие высокий средний балл академической успеваемости, занимающиеся научно-исследовательской деятельностью и общественной

[32] Конкурс стипендиальных программ (www.misis.ru)

работой.

В таблицах 10 и 11 приведены расчеты этих двух стипендиальных программ, начиная со второго года формирования целевого капитала, так как в первый год целевой капитал инвестируется, и из полученного за год дохода идет реализация этих программ. В них принят ряд допущений, в частности, отсутствуют расходы на управление фондом целевого капитала.

В результате расчетов становится понятным, что оптимальный период для осуществления таких программ с использованием фонда целевого капитала является срок 10 лет и более. На меньший срок компании выгоднее использовать финансирование через гранты. Так для финансирования стипендиальной программы компании «Металлоинвест» с помощью грантов на период 10 лет понадобилось бы 6,5 млн. руб. с четом инфляции 6% в год. При этом каждый последующий год потребует дополнительного финансирования. Тогда как использование фонда целевого капитала такого дополнительного финансирования не требует, и 6 млн. руб. будет достаточно для «вечного» финансирования этой стипендиальной программы. Аналогичные выводы можно сделать относительно второй программы.

### 3.2 Облигации

В России, несмотря на то, что государство на основании Федерального закона Российской Федерации от 8 мая 2010г. № 83-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с совершенствованием правового положения государственных (муниципальных) учреждений» разрешило вузам проводить выпуск облигаций для своего финансирования, таких облигационных займов еще не проводилось.

Таблица 10 – Стипендиальная программа компании «Металлоинвест»

| | 2 год | | | | 3 год | | | | 4 год | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Номер квартала | **1** | **2** | **3** | **4** | **5** | **6** | **7** | **8** | **9** | **10** | **11** | **12** |
| **Целевой капитал, млн. руб.** | **6,0** | | | | **6,2** | | | | **6,5** | | | |
| Доходы от целевого капитала «10% годовых», тыс. руб. | 600,0 | 510,0 | 420,0 | 330,0 | 624,0 | 528,6 | 433,2 | 337,8 | 648,2 | 547,1 | 446,0 | 344,9 |
| **Расходы на целевую деятельность, тыс. руб.** | **90,0** | **90,0** | **90,0** | **90,0** | **95,4** | **95,4** | **95,4** | **95,4** | **101,1** | **101,1** | **101,1** | **101,1** |
| Количество стипендий, шт. | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| Сумма 1-ной стипендии (с 3-го года с учетом инфляции 6% в год), руб. | 5000 | 5000 | 5000 | 5000 | 5300 | 5300 | 5300 | 5300 | 5618 | 5618 | 5618 | 5618 |
| **Остаток расходуемых средств фонда целевого капитала, тыс. руб.** | **510,0** | **420,0** | **330,0** | **240,0** | **528,6** | **433,2** | **337,8** | **242,4** | **547,1** | **446,0** | **344,9** | **243,8** |



Таблица 11 – Стипендиальная программа компании «Alcoa Foundation»

| | 2 год | | | | 3 год | | | | 4 год | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Номер квартала | **1** | **2** | **3** | **4** | **5** | **6** | **7** | **8** | **9** | **10** | **11** | **12** |
| **Целевой капитал, млн. руб.** | **3,0** | | | | **3,1** | | | | **3,2** | | | |
| Доходы от целевого капитала «10% годовых», тыс. руб. | 300,0 | 255,0 | 210,0 | 165,0 | 312,0 | 264,3 | 216,6 | 168,9 | 324,1 | 273,6 | 223,0 | 172,4 |
| **Расходы на целевую деятельность, тыс. руб.** | **45,0** | **45,0** | **45,0** | **45,0** | **47,7** | **47,7** | **47,7** | **47,7** | **50,5** | **50,5** | **50,5** | **50,5** |
| Количество стипендий, шт. | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Сумма 1-ной стипендии (с 3-го года с учетом инфляции 6% в год), руб. | 3000 | 3000 | 3000 | 3000 | 3180 | 3180 | 3180 | 3180 | 3371 | 3371 | 3371 | 3371 |
| **Остаток расходуемых средств фонда целевого капитала, тыс. руб.** | **255,0** | **210.0** | **165,0** | **120,0** | **264,3** | **216,6** | **168,9** | **121,2** | **273,6** | **223,1** | **172,6** | **122,1** |

Связано это, прежде всего, с такими сложностями университетов, как:

- отсутствие прозрачности в финансовом положении,
- запутанность имущественных отношений,
- нестабильное организационно-правовое положение,
- сложность получения кредитного рейтинга.

Поэтому можно сказать, что пока выпуск облигаций (корпоративных облигаций) непосредственно университетами для финансирования своей деятельности имеет не самые обнадеживающие перспективы. При таких сложностях этим бумагам будет крайне трудно иметь большую привлекательность в глазах, прежде всего, институциональных инвесторов. Но возможен иной путь привлечения дополнительного финансирования вузов с использованием облигаций. Это использование облигационных займов, выпущенных в пользу университета другой организацией. Именно таким образом происходит финансирование американских вузов через муниципальные безналоговые облигации. При выпуске таких облигаций одна сторона обеспечивает выплату купона, а другая дает гарантии и обеспечивает погашение в случае невозможности вузом выполнить обязательства. Организация, дающая гарантию по этим бумагам, имеет инвестиционный рейтинг, и это снимает большинство рисков, с которыми сталкивается инвестор при покупке подобных бумаг. Данный вариант облигаций часто применяется при выпуске облигаций дочерними компаниями, гарантом по которым выступает материнская компания. Кроме того, в качестве гаранта могут выступать банки, государство, местные органы власти. Такая гарантия возможна в соответствии с бюджетным кодексом РФ, положения абзаца 41 статьи 6 (в редакции Федерального закона от 07.05.2013 № 104-ФЗ), которая применяется к правоотношениям, возникающим при составлении и исполнении бюджетов бюджетной системы Российской Федерации, начиная с бюджетов на 2014г. (на 2014г. и на плановый период 2015 и 2016гг.). «Государственная или муниципальная гарантия (государственная гарантия Российской Федерации, государственная гарантия субъекта Российской

Федерации, муниципальная гарантия) – вид долгового обязательства, в силу которого соответственно Российская Федерация, субъект Российской Федерации, муниципальное образование (гарант) обязаны при наступлении предусмотренного в гарантии события (гарантийного случая) уплатить лицу, в пользу которого предоставлена гарантия (бенефициару), по его письменному требованию определенную в обязательстве денежную сумму за счет средств соответствующего бюджета в соответствии с условиями даваемого гарантом обязательства отвечать за исполнение третьим лицом (принципалом) его обязательств перед бенефициаром»[33]. В отдельных случаях выпуск облигаций может быть гарантирован несколькими гарантами. Вариантом гарантированных облигаций можно считать так называемые застрахованные облигации, выполнение обязательств по которым гарантируется страховой компанией.

Очевидно, что такие облигационные займы не могут быть широко распространенными. Как показывает зарубежная практика выпуск безналоговых облигаций в пользу университетов и в США является довольно редким явлением. Решение о таком выпуске принимается только по согласованию с властями штата и при условии, когда нет возможности профинансировать проект ни через кредит, ни через доходы от эндаумент-фонда.

Таким образом, возможны два варианта организации заимствования вузами через облигации на открытом рынке.

Первый вариант, который в определенном смысле является аналогом выпуска безналоговых облигаций в США, – это выпуск облигаций, при котором облигационный заем выпускается другой организацией, к примеру банком в пользу вуза. При этом банк выдает гарантии для инвесторов, что в случае, если вуз по тем или иным причинам окажется не состоянии

[33] «Бюджетный кодекс Российской Федерации» от 31.07.1998 N 145-ФЗ (ред. от 28.12.2013, с изм. от 03.02.2014) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2014) (http://www.consultant.ru/document/cons_doc_ LAW_ 148998/)

выплачивать купонный доход и не сможет погасить облигационный заем, то он исполнит эти обязательства.

Таким образом, заем, который проводит банк в пользу вуза сразу же снимает целый ряд проблем, который на сегодняшний момент имеется при выпуске облигаций самими вузами. Прежде всего, снимаются вопросы по наличию инвестиционного рейтинга данных облигаций. Так как облигации выпускаются (гарантируются) эмитентом (банком), который уже имеет инвестиционной рейтинг, то, следовательно, и облигации, которые будут выпущены в пользу вуза будут иметь рейтинг не ниже рейтинга банка. При этом все остальные проблемы из приведенного выше списка, связанные с непрозрачностью и запутанностью активов, нестабильностью организационно-правового положения, берет на себя банк. Иными словами, инвестор покупает облигационный заем банка. Такой заем имеет под собой достаточно большие основания, особенно в том случает, если вуз является клиентом банка и имеет с ним позитивную и продолжительную историю сотрудничества. В этом случае банк может с достаточной степенью уверенности определить, насколько такой заем может быть эффективен, и для реализации какой из долгосрочных программ вуза его следует проводить. Так как отдельные федеральные вузы имеют отраслевой характер, например, МИСиС, то круг покупателей этих облигаций может быть определен заранее. Ими могут выступать предприятия – представители отрасли в том случае, если программа, для которой вуз получает деньги, важна для развития всей отрасли в целом. К примеру, строительство и оснащение исследовательского центра, в котором будут вестись исследования для предприятий отрасли на хозрасчетной основе. Этот центр сможет быть самоокупаемым и, следовательно, позволит обеспечить возврат облигационного займа. Такое гарантированное размещение облигационного займа среди представителей отрасли значительно снимает рыночные риски для подобного облигационного займа. Другим вариантом использования такого займа может быть строительство нового кампуса для проживания иностранных студентов,

что может стать серьезной основой для расширения университетом программ обучения для иностранцев и принести вузу серьезный долгосрочный доход в валюте, что опять же в свою очередь позволит обеспечить возврат облигационного займа и купонного дохода. В западной практике достаточно популярны подобные займы для строительства медицинских центров, доходы от которых, как уже отмечалось, составляют серьезную долю в доходах университетов США, а также стадионов и других доходных объектов.

Второй вариант выпуска облигаций вузами может опираться на методологию SIB-облигаций. Для рассмотрения практического применения SIB-облигаций с целью финансирования социальных программ необходимо разделить такие программы на два направления:

1. использование SIB-облигаций для финансирования крупных проектов вуза с участием государства;
2. использование SIB-облигаций для реализации образовательных программ без участия государства.

Прежде всего, имеет смысл рассмотреть вариант «классического» применения SIB-облигаций для финансирования вуза с участием государства. В изначальном своем понимании SIB – это договор между инвесторами и государством о реализации социальных программ. Суть этой сделки заключается в том, что государство предлагает для финансирования филантропическому сообществу такие социальные программы, которые считает для себя достаточно рискованными и требующими высокого уровня контроля. Такой контроль может осуществить инвестор, заинтересованный в успехе программы, и тем самым обеспечить возврат инвестированных в данную социальную программу средств. Этот подход позволяет преодолеть сложившуюся в России практику крайне осторожного отношения государства к выдаче гарантий по облигационным займам, полностью ставя погашение займа в зависимость от эффективности реализованной инвестиционной программы.

Как уже отмечалось выше за рубежом такие рискованные программы,

требующие высокого уровня контроля, в настоящее время реализуются для реабилитации осужденных. В нашей стране также есть программы по реабилитации осужденных через образование. Примером такой программы является проект образовательной компании «Университет 2.0», которая совместно с Главным управлением Федеральной службы исполнения наказаний по Свердловской области в 2012г. приступила к ее реализации. Участники проекта ставят перед собой следующие задачи: разработать и внедрить программы обучения для осужденных, создать условия для социальной адаптации осужденных после завершения срока отбывания наказания и сделать так, чтобы осужденным было легче найти новую работу после освобождения[34]. Очевидно, что по аналогии с западными проектами, такая программа могла бы финансироваться через SIB-финансирование и в России.

Если же говорить о чисто образовательных проектах без элементов социальной реабилитации, то в существующих российских экономических реалиях подобная форма инвестирования могла бы быть интересна инвесторам в том плане, что у крупных спонсоров появилась бы возможность самым непосредственным образом влиять на перспективные направления развития вуза, его научный и исследовательский потенциал. Поэтому наиболее перспективным направлением видится финансирование через «классические» SIB-программы таких проектов, как создание лабораторий и исследовательских центров при университетах. Это позволило бы гораздо эффективнее использовать денежные средства государства, так как контроль за реализацией проекта осуществлял бы инвестор, преследующий долгосрочные коммерческие цели от таких исследований.

Потенциальными инвесторами в такие ценные бумаги могут быть:

- отраслевые предприятия, заинтересованные в исследованиях,
- предприятия, заинтересованные в долгосрочных программах подготовки и переподготовки кадров,

[34] Образование осужденных (http://u2-0.ru/about_project/projects/obrazovanie_osujdennyh)

- инвесторы, заинтересованные в развитии вуза и активно проводящие социальные и филантропические программы.

Примером такой организации может служить банк «УРАЛСИБ», который тратит до 26% своего дохода на благотворительные программы.

Другой вариант использования SIB-облигаций – это создание SIB для финансирования долгосрочных образовательных программ, которые могут иметь большой социальный и экономический эффект без участия государства, где в роли государства выступает крупная компания, реализующая масштабные благотворительные проекты. Примером такой образовательной и в то же время социальной программы может быть программа по обучению социальных предпринимателей, которая в дальнейшем будет подробно рассмотрена.

**Проект «Межрегиональная программа подготовки социальных предпринимателей «Стратегии и лидерство социального предпринимателя» на основе выпуска SIB-облигаций**

Рассмотрим возможный проект «Межрегиональной программы подготовки социальных предпринимателей «Стратегии и лидерство социального предпринимателя» с использованием методологии, предлагаемой специалистами компании «McKinsey & Company»[35]. В предлагаемом проекте имеется возможность использования SIB-финансирования для развития программ бизнес-образования по аналогии с программой Московской международной высшей школы бизнеса | Института (МИРБИС) Advanced Management and Leadership Program «Стратегии и лидерство». Такой проект потенциально возможен для реализации школой бизнеса МИРБИС и ее генеральным спонсором – банком «УРАЛСИБ». В отличие от «классического» варианта SIB-облигаций, при реализации которого государство компенсирует затраты инвесторам и выплату премий, предлагается рассмотреть в этой роли крупную корпорацию (в данном случае

[35] Laura Callanan, Jonathan Law, Lenny Mendonca From potential to action: Bringing social impact bonds to the US. 2012

нефтяную компанию «ЛУКОЙЛ»), которая ставит перед собой задачу развития социального предпринимательства и тратит на эти цели значительные средства.

ОАО «ЛУКОЙЛ» ежегодно совместно с Благотворительным фондом «ЛУКОЙЛ» и дочерними обществами компании проводят конкурс, который основан на проектном подходе, аналогичный распределению грантов в научной среде. Такая форма конкурса была специально выбрана для того чтобы повысить экономическую эффективность организаций, которые работают в социальном секторе, и сделать их из просто получателей средств эффективными организаторами благотворительных проектов. Благодаря конкурсу в регионах компании развивается социальная инфраструктура, создаются новые рабочие места[36].

В случае использования методов SIB-финансирования те деньги, которые в виде грантов направлялись непосредственно социальным предпринимателям на их деятельность, будут направлены инвесторам для погашения облигационного займа. Для компании «ЛУКОЙЛ» такой подход позволяет перейти от предварительного финансирования проектов социального предпринимательства к финансированию по результату, что полностью соответствует идеологии SIB-финансирования. Практика работы компании «ЛУКОЙЛ» позволяет предположить, что использование принципов SIB-финансирования для реализации благотворительных программ может стать дальнейшим этапом в развитии той деятельности, которую она уже осуществляет в области стимулирования развития социального предпринимательства в регионах, придав ей качественно новый уровень.

Инициатором выпуска SIB-облигаций может выступить компания «ЛУКОЙЛ», эмитентом – БДК «УРАЛСИБ Кэпитал», который также ведет большую и разностороннюю благотворительную деятельность. Кроме того, обе компании имеют особый, исторически сложившийся доверительный

[36] Конкурс социальных проектов (http://www.lukoil.ru/static_6_5id_2259_.html)

характер отношений на уровне высшего руководства компаний и придерживаются общей позиции стимулирования активного саморазвития социальной сферы на принципах самофинансирования. Банк «УРАЛСИБ» является учредителем и активным спонсором старейшей школы бизнеса России МИРБИС, в рамках которой планируется активно развивать образование по социальному предпринимательству, вплоть до создания специального «Социального Университета».

Целью предлагаемого для рассмотрения в данной диссертации возможного проекта является создание ее участниками не менее 15% компаний социальной направленности и выход этих компаний на уровень безубыточности. Кредитную основу для реализации программы будет обеспечивать банк «УРАЛСИБ». Подобный подход позволяет получить эффективные критерии качества и экономической результативности проекта, что дает возможность компании «ЛУКОЙЛ» оценить реализована ли данная SIB-программа в полном объеме или нет, и, соответственно, проводить погашение облигационного займа и выплачивать купон. Кроме того, такой подход позволяет вести промежуточный мониторинг программы, и еще до ее завершения начать выплату дохода по купону. В основу анализа положена модель, которую предлагает компания «McKinsey & Company».

Алгоритм функционирования такого облигационного займа представлен на рисунке 9.

Началом программы является инициирование компанией «ЛУКОЙЛ» выпуска SIB-облигаций для развития социального предпринимательства в регионах через обучение будущих предпринимателей. После этого:

1. БДК «УРАЛСИБ капитал», производит выпуск облигационного займа в пользу школы бизнеса МИРБИС.

2. Компания «ЛУКОЙЛ» дает гарантии погашения данного выпуска облигаций при условии выполнения объявленных параметров SIB-программы.

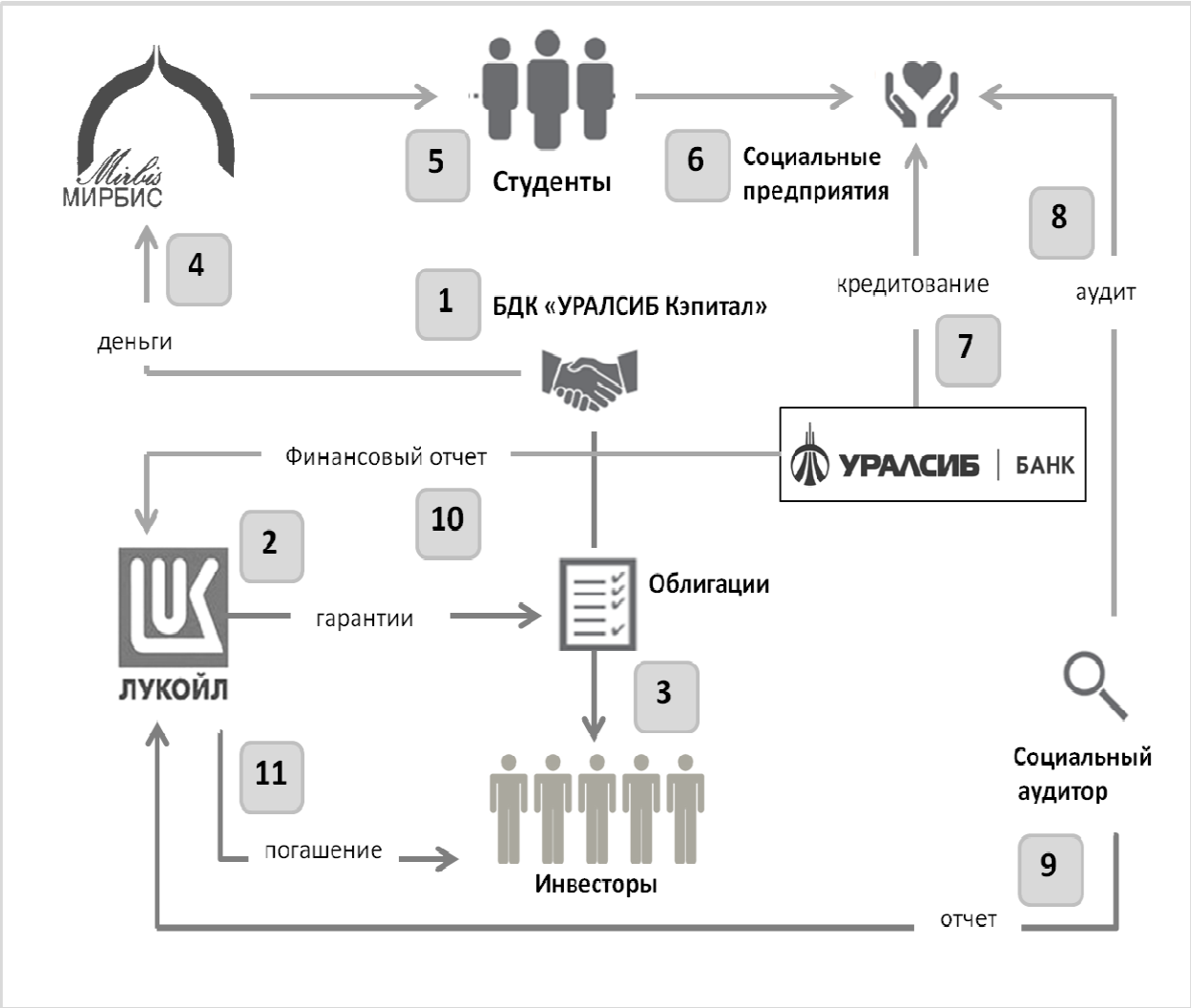


Рисунок 9 – Алгоритм функционирования облигационного займа программы «Стратегии и лидерство социального предпринимателя» на основе выпуска SIB-облигаций

3. Инвесторы покупают SIB-облигации.

4. Средства, полученные от размещения SIB-облигаций, направляются в школу бизнеса МИРБИС.

5. МИРБИС реализует «Межрегиональную программу подготовки социальных предпринимателей «Стратегии и лидерство социального предпринимателя».

6. Студенты по итогам обучения создают социальные предприятия.

7. «УРАЛСИБ Банк» кредитует эти предприятия.

8. Социальный аудитор проводит образовательный и социальный аудит SIB-программы.

9. Социальный аудитор направляет отчет об итогах SIB-программы компании «ЛУКОЙЛ».

10. «УРАЛСИБ Банк» направляет финансовый отчет об итогах SIB-программы компании «ЛУКОЙЛ».

11. Компания «ЛУКОЙЛ» анализирует итоги SIB-программы, публикует отчет об ее итогах, погашает облигации и выплачивает купон.

Важно отметить, что банк «УРАЛСИБ» в предлагаемом проекте осуществляет кредитование будущих социальных предпринимателей по рыночным ставкам, поэтому предполагается, что он будет иметь прибыль, благодаря чему возникает основа для возврата средств компании «ЛУКОЙЛ» после погашения облигационного займа уже банком «УРАЛСИБ» из полученной от проекта прибыли. Это погашение возможно осуществить за календарными рамками проекта, поэтому в данном конкретном случае для упрощения расчетов размер этой компенсации опускается, таким образом, принимается допущение, что компания «ЛУКОЙЛ» осуществляет погашение облигаций на филантропических основаниях.

Сами параметры этой программы следующие. Срок реализации проекта – 6 лет. Каждый год в программе принимает участие новая группа учащихся в количестве 675 человек. Обучение проводится в 15 крупнейших городах России, численностью более 1 млн. человек. Таким образом, в каждом городе обучается примерно 45 студентов. Общее число участников проекта должно составить 4050 человек. Сумма затрат на подготовку одного учащегося (будущего предпринимателя) составляет 90 тыс. руб. или 161,539 тыс. руб. с учетом инфляции 6% в год и реальной процентной ставки 4%. Если проект достигает свой социальной цели, то инвестиционный доход будет 11% годовых. Размер облигационного займа – 726,2 млн. руб.

Для правильного расчета проекта следует также учитывать дополнительные затраты, которые необходимо сделать при реализации SIB-

структуры. К ним относятся: гонорары, выплачиваемые БДК (выполняющего роль инвестиционного банка), независимому социальному аудитору и инвестиционному консультанту. В таблице 12 представлены основные термины и параметры проекта.

Таблица 12

Терминология и параметры проекта

| Термин | Определение | Параметры и стоимость |
|---|---|---|
| **1. Участники проекта** | количество участников проекта | 675 чел. в год на протяжении 6 лет |
| 2. Стоимость предоставления образовательных услуг | например, преподаватели, бизнес-тренеры, специалисты-практики, управленческие расходы | 161,539 тыс. руб. на каждого участника проекта |
| 3. Стоимость услуг инвестиционного консультанта | анализ результатов выпуска облигационного займа и отчетность о его выполнении | 5% от стоимости предоставления услуг в период выпуска облигаций (32,712 млн. руб. всего) |
| 4. Стоимость услуг независимого образовательного и социального аудиторов | мониторинг процесса и предложения корректировки курса | 5% от стоимости предоставления услуг, распределенных равномерно в течение 6 лет (5,452 млн. руб. в год, 32,712 млн. руб. всего) |
| 5. Гонорар БДК за управление | авансовый платеж БДК за координацию и курирование SIB-программы | 1% от стоимости предоставления услуг, распределенных равномерно в период выпуска облигаций (6,542 млн. руб. всего) |
| **6. Общая стоимость SIB-программы** | сумма стоимостей по предоставлению образовательных услуг, услуг инвестиционного консультанта, независимого образовательного аудитора и гонорара БДК за управление | 726,199 млн. руб. всего |

Продолжение таблицы 12

| Термин | Определение | Параметры и стоимость |
|---|---|---|
| 7. Уменьшение основной суммы займа | финансовые средства, требуемые от инвесторов | 726,199 млн. руб. всего |
| **8. Доход коммерческого банка** | доход от программы, получаемый банком (процент от предоставления кредитов учащимся-предпринимателям на создание своих социально направленных компаний) | 1,199 млрд. руб. всего |
| **9. Чистый доход коммерческого банка** | доход банка, оставшийся после оплаты SIB-облигаций | – |
| **10. Кумулятивный чистый доход коммерческого банка** | совокупный чистый доход банка, полученный на дату с начала исполнения SIB-программы | – |
| 11. Гонорар успеха НКО-оператора и БДК | вознаграждение НКО-оператору/БДК, обоснованное успехом SIB-программы | 10% от любых доходов инвесторов после погашения основной суммы займа (47,294 млн. руб. всего) |
| **12. Чистый денежный поток инвесторов** | поток средств от и для инвесторов каждый год, основанный на доходе банка | выплаты каждый год, начиная с 2-го года, обусловленные доходами банка на текущий день |
| **13. Кумулятивный чистый денежный поток инвесторов** | совокупный чистый денежный поток инвесторов, полученный на дату с начала исполнения SIB-программы | – |

Движение денежных средств проекта представлено в таблице 13.

Благодаря реализации данной образовательной программы совокупный доход коммерческого банка «УРАЛСИБ» сложно определить достаточно точно. Он формируется из процентов от предоставления кредитов учащимся, которые создадут свои социально направленные компании, так как банк в рамках этого проекта расширяет свою клиентскую базу. Также нужно отметить, что этот доход будет иметь пролонгированный характер, значительно выходя за период в 6 лет. Следовательно, он позволит сформировать базу для компенсации компании «ЛУКОЙЛ» тех затрат, которая она понесет погашая облигационный заем и купонный доход. Однако, как уже говорилось выше, эти расчеты выходят за календарные рамки проекта, и поэтому они в данном случае не представлены. Рентабельность проекта для банка «УРАЛСИБ» должна составить 1199 млн. руб.

В приведенном проекте рассматривается вариант программы дополнительного бизнес-образования, так как это позволяет достаточно наглядно, с определенным уровнем допущения, показать возможный экономический эффект от такой образовательной программы, используя в качестве результата только количество созданных компаний. При этом тот социальный эффект, который могут принести такие компании, требует отдельных расчетов по специальным методикам, так как в данном случае происходит дополнение услуг, которые оказывает населению государство, услугами, которые предоставляются вновь созданными коммерческими организациями. В данном случае имеет значение не только объем оказываемых услуг, но и их качество. Подобный анализ очень важен для активного вовлечения органов государственной власти, а также это необходимо для того, чтобы увеличить привлекательность таких программ в глазах потенциальных инвесторов.

Таблица 13 – Движение денежных средств проекта (с учетом инфляции 6% в год, недисконтирумые, млн. руб.)

| | 1 год | 2 год | 3 год | 4 год | 5 год | 6 год | Итого |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **1. Участники проекта** | **675** | **675** | **675** | **675** | **675** | **675** | **4050** |
| 2. Стоимость предоставления образовательных услуг | 109,039 | 109,039 | 109,039 | 109,039 | 109,039 | 109,039 | **654,233** |
| 3. Стоимость услуг инвестиционного консультанта | 32,712 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | **32,712** |
| 4. Стоимость услуг независимого образовательного и социального аудиторов | 5,452 | 5,452 | 5,452 | 5,452 | 5,452 | 5,452 | **32,712** |
| 5. Гонорар БДК за управление | 6,542 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | **6,542** |
| **6. Общая стоимость SIB-программы** | 153,745 | 114,491 | 114,491 | 114,491 | 114,491 | 114,491 | **726,199** |
| 7. Уменьшение основной суммы займа | 726,199 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | **726,199** |
| **8. Доход коммерческого банка** | **0** | **91,437** | **149,370** | **238,328** | **331,411** | **388,588** | **1199,135** |
| **9. Чистый доход коммерческого банка** | **-153,745** | **-23,054** | **34,879** | **123,837** | **216,920** | **274,097** | **472,935** |
| **10. Кумулятивный чистый доход коммерческого банка** | **-153,745** | **-176,799** | **-141,920** | **-18,082** | **198,838** | **472,935** | **—** |
| 11. Гонорар успеха НКО-оператора и БДК | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 47,294 | **47,294** |
| **12. Чистый денежный поток инвесторов** | **-726,199** | **110,837** | **160,055** | **209,195** | **288,128** | **383,626** | **425,642** |
| **13. Кумулятивный чистый денежный поток инвесторов** | **-726,199** | **-615,362** | **-455,307** | **-246,112** | **42,016** | **425,642** | **—** |

На рисунке 10 показаны прогнозируемые доходы от реализации рассматриваемого проекта на основе SIB-облигаций.

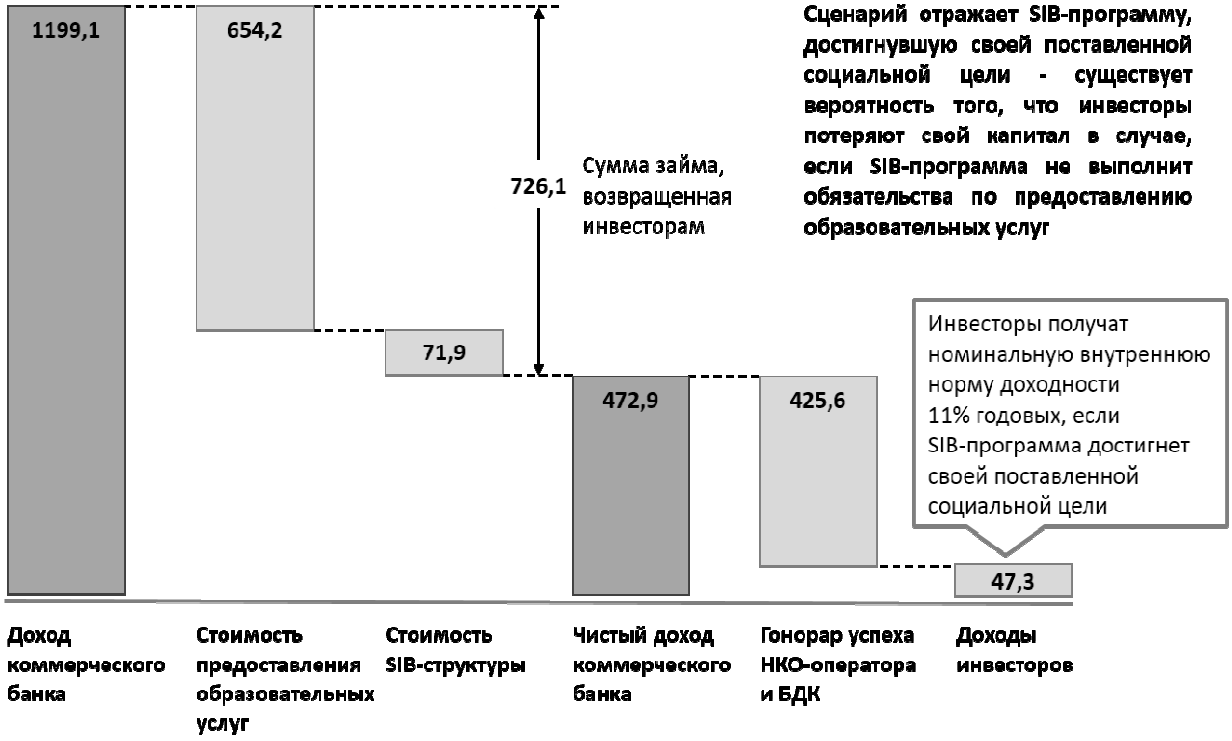


Рисунок 10 – Прогнозируемые доходы проекта

При этом необходимо особо отметить, что чистая экономическая выгода, которую получают инвесторы и коммерческий банк от SIB-программы не учитывает всей ее ценности для общества. Несмотря на важность чисто экономических показателей, инвесторы и коммерческий банк должны осознавать, что их деятельность является формой филантропии, и именно эта социальная ценность должна мотивировать их на участие в этой SIB-программе.

## Заключение

Современный этап развития российского высшего образования со всей остротой поставил вопрос о поиске новых, нетрадиционных для российского образования источников внебюджетного финансирования. В современных условиях, когда российские университеты все больше становятся участниками глобального рынка образовательных услуг, необходимо создавать такие механизмы финансирования вузов, чтобы они могли максимально оперативно распоряжаться финансовыми средствами для отклика на те потребности, которые предъявляет рынок труда. Такая ситуация настоятельно требует от вузов гораздо более интенсивной финансовой политики в области финансирования перспективных направлений развития образовательного процесса и создания самых благоприятных условий для вузовской науки. Мировая практика накопила достаточный опыт в плане создания и использования широкого круга финансовых инструментов, которые уже довольно долгий период времени успешно применяются, и опыт использования которых необходимо адаптировать к российской действительности. Особый интерес в этом плане представляют собой такие финансовые инструменты, как эндаумент-фонды, которые имеют более чем 300-летнюю практику применения и позволяют решать проблему долгосрочного стабильного финансирования вуза. Изменения в российском законодательстве создали юридические основания для широкого внедрения эндаумент-фондов, которые получили в рамках российского законодательства название «фондов целевого капитала». Западная и особенно американская практика выработала большую палитру таких фондов, которые помогают решать очень широкой круг вопросов жизнедеятельности вузов от материальной поддержки преподавателей и студентов до поддержания

общего финансового баланса вуза в случае сложной экономической ситуации. Этот опыт необходимо внимательно изучать и внедрять.

Не менее перспективным направлением является изучение опыта использования в США такого финансового инструмента, как муниципальные безналоговые облигации, которые наряду с эндаумент-фондами достаточно широко и на протяжении довольно продолжительного периода времени используются вузами для реализации больших, капиталоемких проектов, нацеленных на стратегическое развитие вуза. Новации в российском законодательстве в настоящее время создают юридические основания использования облигационных займов для финансирования высшей школы. При этом если фонды целевого капитала – это инструмент поддержания, прежде всего, долгосрочной стабильной работы вуза, то облигационный заем – это инструмент стратегического развития. Правильное и эффективное сочетание этих двух инструментов может позволить вузу эффективно решать как текущие, так и стратегические задачи.

Наряду с этими традиционными инструментами финансирования высшего образования, современная зарубежная и, прежде всего, англо-саксонская практика предлагает и новые финансовые инструменты такие, как SIB-облигации (облигации социального воздействия). Этот новый класс финансовых инструментов стал результатом поиска смены глобальной парадигмы развития филантропической деятельности. Во всем мире прежнее понимание благотворительной деятельности как исключительно сферы безвозвратного дарения претерпевает существенные изменения. Все больше в мировом филантропическом сообществе начинает доминировать точка зрения на сферу социальной благотворительности как форму инвестиционной деятельности с умеренным уровнем доходности. В определенном смысле этот сдвиг можно проследить и на примере деятельности эндаумент-фондов. Большинство пожертвований, которые за последнее время сделали доноры в

эндаумент-фонды американских университетов, являются целевыми пожертвованиями, в которых изначально определяются цели этого пожертвования. Особенно это заметно в рамках благотворительных программ крупных компаний и корпораций, которые строят свое сотрудничество с университетами на долгосрочной основе как в плане подготовки специалистов, так и в плане научно-исследовательской деятельности. Целевое пожертвование в эндаумент-фонд в рамках такого сотрудничества становится эффективным инструментом финансирования.

Облигации социального воздействия исходят из той же логики развития современных идей благотворительности: не гранты, эффективность которых зачастую оказывается сомнительной, а инвестиционные программы развития социальных институтов и компенсация инвестированных средств, если эти социальные программы достигли поставленных результатов – не благотворительность, а инвестиционная деятельность. Такой подход позволяет решать сразу две главные задачи современной благотворительности: первая – это привлечение новых участников к активной социальной деятельности за счет широкого круга инвесторов, вторая – это повышение качества и эффективности реализуемых социальных программ, так как появляется новый источник контроля за качеством социальных программ – инвестор. Кроме того, SIB-финансирование открывает новые возможности для развития частно-государственного партнерства в социальной сфере, позволяя государству оплачивать только реально работающие социальные проекты и экономить средства для решения других не менее важных и сложных социальных задач. В полной мере идеология SIB-облигаций применима и к финансированию высшей школы.

Можно предположить, что рассмотренные в данной диссертации инструменты финансирования высшего образования будут иметь самое широкое применение как в сфере высшего образования, так и в других

сферах социальной деятельности.

## Список использованной литературы

1. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 N 145-ФЗ (ред. от 28.12.2013, с изм. от 03.02.2014) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2014). [Электронный ресурс]: Режим доступа: http://www.consultant.ru /document/cons_doc_LAW_148998/, свободный.

2. Федеральный закон РФ «О финансовых основаниях местного самоуправления» // Экономика и жизнь. – 1997. – № 41.

3. Федеральный закон от 08.05.2010 № 83-ФЗ (ред. от 07.05.2013) «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с совершенствованием правового положения государственных (муниципальных) учреждений. в «Российская Газета» – Федеральный выпуск №5179 12 мая 2010 г.

4. Федеральный закон «О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций» от 30.12.2006 № 275-ФЗ: «Российская газета» – Федеральный выпуск № 4265, 1 января 2006г.

5. Концепция создания и государственной поддержки развития федеральных университетов / приложение к протоколу заседания межведомственной рабочей группы по приоритетному национальному проекту «Образование» при Совете при Президенте Российской Федерации по реализации приоритетных национальных проектов и демографической политики от 29.09.2009 № АФ-33/03пр.

6. Сборник методических указаний для общественных объединений по применению Федерального закона «О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций» № 275-ФЗ

от 30.12.2006 и Федерального закона «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона «О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций» № 276-ФЗ. – М.: 2007. – 136 с.

7. Абакумов С.А. Милое сердцу блага творенье, или благотворительность – эффективный социальный инструмент гражданского общества (исторические ретроспективы и современное состояние благотворительности в государстве и обществе). – М., Галерия, 2008. – 528 с.

8. Андреев С.Н. Маркетинг некоммерческих субъектов. – М.: Финпресс, 2002. – 320 с. 6. Блок С., Якимец В.Н. Неприбыльный сектор США: правовая основа, масштабы, конкурентоспособность, эффективность. – М.: Изд-во ЛКИ, 2008. – 304 с.

9. Грант Х., Кратчфилд Л. Создание высокоэффективных некоммерческих организаций // Stanford social innovation review, 2007.

10. Грачев С.В., Городнова Е.А. Исследовательские университеты: мировой опыт и приоритеты развития. – М.: ООО «Медицинское информационное агентство», 2009. – 160 с.

11. Дрейтон Б., Будинич В. Новые партнерства изменят мир // Harvard business review, ноябрь 2010.

12. Катькало В.С. Разработка и реализация стратегии по формированию целевого капитала. Роль совета по использованию целевого капитала // Материалы всероссийского форума «Благотворительность в российских регионах: проблемы и перспективы развития», Санкт-Петербург, 2007. -138 с.

13. Костиков И.В. Дефолты на рынке муниципальных облигаций США: экономические аспекты. – М.: Наука.2001.

14. Костиков И.В. Сравнительный анализ государственного заимствования в развитых странах и России: региональный и местный уровень: диссертация кандидата экономических наук: 08.00.14. – М., 1998 – 176 с.

15. Миркин Я.М., Миркин В.Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. Свыше 10000 терминов. – М.: Альпина бизнес букс, 2006. – 424 с.
16. Никифорова В.Д., Островская В.Ю. Государственные и муниципальные ценные бумаги. – СПб.: Питер, 2004.
17. Паршев А.А. Почему Россия не Америка. Книга для тех, кто остается в России. – М: Крымский мост, 2005.
18. Практические рекомендации для общественных объединений по внедрению модели целевого капитала некоммерческих организаций. – М., 2007. – 104 с.
19. Рубашкина С.А. Внедрение целевого капитала некоммерческих организаций в благотворительную практику в России // Материалы всероссийского форума «Благотворительность в российских регионах: проблемы и перспективы развития». – Санкт-Петербург, 2007. – 138 с.
20. Социальная функция государства в условиях инновационного развития экономики России / Под ред. Г.А. Ахинова, И.Н. Мысляевой. – М.: Макс Пресс, 2008. – 220 с.
21. Субанова О.С. Фонды целевых капиталов некоммерческих организаций: формирование, управление, использование: монография. – М.: КУРС, 2011. – 120 с.
22. Субанова О.С. Фонды целевых капиталов образовательных учреждений: институциональные особенности / «Институциональная экономика: развитие, преподавание, приложение» том 2 материалы международной конференции 17–18 ноября 2009 г., ГУУ, Москва.
23. Фельдмин А.А. Государственные ценные бумаги: Учебное и справочное пособие // 2-е издание. М.: ИНФРА – М, 1995. – 240 с.
24. Фондовые рынки США. Основные понятия и механизмы, терминология / ООН. – М.: Церих – Пэл, 1992. – 184 с.

25. Эндаумент-фонды (фонды целевого капитала) государственных и муниципальных образовательных учреждений: организация деятельности, состояние и перспективы развития: практическое руководство/ Я,М. Миркин (руководитель проекта), К.Б. Бахтараева, А.В. Левченко М.М. Кудинова ( при участии Т.В. Жуковой) – М.: Финансовый университет, 2010. – 144 с.
26. Юрьева Т.В. Некоммерческие организации: экономика и управление. – М.: Русская деловая литература, 1998. – 224 с.
27. Кудяков О. Анализ состояния и структуры государственного долга развитых стран // Рынок ценных бумаг, 2005, № 23-24.
28. Макаров Л.Ю. Реализация функций государственных финансов в рамках рынка муниципальных облигаций на примере США // Российское предпринимательство. – 2011. – № 6 Вып. 2 (186). – с. 27-32.
29. Миттра Б. Управление эндаументами и фондами // Деньги и благотворительность, 2008, № 2(67).118
30. Новиков А. Инструменты рынка муниципальных ценных бумаг за рубежом. // РЦБ. – 1997 – № 4. – с. 25.
31. Рыбников А., Жемчугов А. Еврооблигации – катализатор экономического роста? // РЦБ. – 1997. – № 23.
32. Субанова О.С. Архитектура бизнес-процессов эндаумент-фонда университета // Известия ЮФУ. Технические науки. 2011. № 11(124). С. 78.
33. Сухова О. Организация рынка ценных бумаг США. // Рынок ценных бумаг. – 1998. – № 2. – с. 104.
34. Хиви Д. Финансы местных органов власти в США. // Финансы. – 1995. – № 10. – с. 43.
35. Шадрин А. Перспективы развития рынка муниципальных облигаций. // Вопросы экономики. – 1996. – № 9. – с. 15.
36. Шириков А. Инструмент системной филантропии // Эксперт Северо-запад. № 41 (295). 2006.

37. Академическая задолженность: что принесет вузам финансовая свобода [Электронный ресурс]: статья Табах А. Режим доступа: http://forbes.ru/sobytiya-column/rynki/81766-akademicheskaya-zadolzhennost, свободный.
38. Конкуренция – двигатель качества [Электронный ресурс]: статья Белостечник Г. Режим доступа: http://almamater.md/articles/76/ru.html, свободный.
39. Конкурс социальных проектов. [Электронный ресурс]: Режим доступа: http://www.lukoil.ru/static_6_5id_2259_.html, свободный.
40. Конкурс стипендиальных программ. [Электронный ресурс]: Режим доступа: http://www.misis.ru/tabid/176/ArticleID/287/, свободный.
41. Образование и наука ЮФО. Фонд целевого капитала. [Электронный ресурс]: Режим доступа: http://education.southofrussia.ru, свободный.
42. Студенческие гранты [Электронный ресурс]: Режим доступа: http://fund. mgimo.ru/document125648.phtml, свободный.
43. Университетские эндаументы/целевые капиталы в США и России – материалы семинара СРВ СПб и ЕУСПб [Электронный ресурс]: Режим доступа: http://pif.investfunds.ru/news/36941, свободный.
44. Образование осужденных [Электронный ресурс]: Режим доступа: http://u2-0.ru/about_project/projects/obrazovanie_osujdennyh, свободный
45. Уралсиб закладывает фундамент под эндаументы [Электронный ресурс]: Режим доступа: http://uralsib.ru/press_center/news/upravlyayushchaya _kompaniya/uralsib_zakladyvaet_fundament_pod_endaumenty/, свободный.
46. Фонд по формированию целевого капитала УрФУ [Электронный ресурс]: Режим доступа: http://urfu.ru, свободный.
47. Фонд целевого капитала (эндаумент-фонд) [Электронный ресурс]: Режим доступа: http://fa.ru/dep/endowment/Pages/default.aspx, свободный.
48. Эндаумент-фонды университетов США [Электронный ресурс]: Режим доступа: http://myshared.ru/slide/208609/, свободный.

49. Building Homes for Generation Rent Can institutional investment meet the challenge? Vidhya Alakeson, Katie Blacklock, Sandra Halilovic, Tim Rothery and Nick Salisbury. // Resolution Foundation 2013.
50. Conti-Brown P. Scarcity amidst wealth: what law, finance and culture can and cannot explain about university endowments in financial crisis. Stanford Law school, 2010.
51. Core J., Guay W., Verdi R. Agency problems of excess endowment holdings in not-for-profit firms // Journal of accounting and economics 2006. 41.
52. Economics. / P.A.Samuelson, W.D.Nordhaus. – 17th ed.: McGraw-Hill Irwin, 2004. – 792 c.
53. Endowment spending policy fact sheet // News from Princeton University. 2009. January.
54. Eshleman D. Senate hearing looks at university spending // Princetonian. 2007. October.
55. Frey D. University endowment returns are underspent // Challenge. 2002. Vol. Nr. 4. P. 109-121.
56. Hacker J. Creating and using endowment funds, Partnership for excellence in Jewish education, 2004.
57. Investing in Social Outcomes: Development Impact Bonds. // Center for Global Development October 2013.
58. Investing in Social Outcomes: Development Impact Bonds The Report of the Development Impact Bond Working Group// The Center for Global Development and Social Finance 2013.
59. Laura Callanan, Jonathan Law, Lenny Mendonca From potential to action: Bringing social impact bonds to the US. 2012.
60. Lerner J., Schoar A., Wang J. Secrets of the Academy: the drivers of university endowment success // Journal of economic perspectives. 2008. Vol. 22. Nr. 3.
61. Maureen E. Devlin Exploring the Future of Higher Education, 2005.

62. Public Finance in Theory and Practice. / Musgrave P., Mus grave R. – 5th ed.: McGraw-Hill Boook Company. 1959. – 627 c.
63. Social Impact Bonds. A Guide for State and Local Governments Jeffrey Liebman and Alina Sellman. // Harvard Kennedy School. Social Impact Bond Technical Assistance Lab. June 2013.
64. Social Impact Bonds. A promising new financing model to accelerate social innovation and improve government performance. // Jeffrey B. Liebman February 2011.
65. Ramachandra S. Higher education and non-profit governance: the role of endowment. 2008. May.
66. Ramsden D. Insights into the Yale formula for endowment spending// Yale magazine. 2008. Vol. 4.
67. The First Billion A forecast of social investment demand. The Boston Consulting Group · BIG SOCIETY CAPITAL.// September 2012.
68. American Recovery and Reinvestment Act of 2009. United States Government Printing Office. http://www.gpo.gov
69. Foundation for Young Australians creates change with generations of young Australians. http://fya.org.au
70. Gift Planning 2013 Annual Report. http://givingtoprinceton.uberflip.com/i/300948
71. Mayor Bloomberg, announce nation first social impact bond program. http://goldmansachs.com/what-we-do/investing-and-lending/urbaninvestments/case-studies/social-impact-bond-pdf.pdf
72. Municipal Bond Terms That Investors Need To Know. http://municipalbonds.com/education
73. NACUBO-Commonfund Study of Endowments, 2013. http://nacubo.org/Products/Online_Research_Products.html

74. New Study Examines University Endowments Environmental, Social and Corporate Governance Investments. http://businesswire.com/news/home/20120718005369/en/Study-Examines-University-Endowments%E2%80%99-Environmental-Social-Corporate
75. Pay for Success: A New Results-Oriented Federal Commitment for Underserved Americans. http://www.whitehouse.gov/blog/2012/01/24/pay-success-new-results-oriented-federal-commitment-underserved-americans
76. The Giving Pledge is a commitment by the world's wealthiest individuals and families to dedicate the majority of their wealth to philanthropy. http://givingpledge.org/
77. The Harvard Kennedy School Social Impact Bond Technical Assistance Lab. http://hks-siblab.org
78. The Pendulum of Global Leadership. http://morganstanley.com/about/press/articles/8d25155d-790c-4926-be23-dd559696b3b7
79. There’s no place like home... https://www.missionaustralia.com.au/
80. The Young Foundation is a leading independent centre for disruptive social innovation. http://youngfoundation.org/projects/realising-ambition/
81. Who succeeds gets paid. http://economist.com/node/ 18180436?story_id= 18180436.
82. Yale Investments Office of endowment update. http://investments.yale.edu/index.php/reports/endowment-update
83. Yale University rankings reviews. http://colleges.usnews.rankingsandreviews.com/best-colleges/yale-university-1426

«Данная магистерская диссертация выполнена мною самостоятельно»

«___» _____ 2014 г. _____