

# Применение модели WISE (Revenue-Based Financing с dual-track стратегией) в международной инвестиционной практике

## 1. Инфраструктура фондового менеджмента

**Front-, Middle- и Back-Office в фонде.** В международных фондах прямых и венчурных инвестиций организационная структура обычно делится на три подразделения. **Front-office** отвечает за основную деятельность, формирует доходы – это инвестиционная команда, которая ищет и заключает сделки, взаимодействует с компаниями и инвесторами <sup>1</sup> <sup>2</sup>. **Middle-office** служит связующим звеном, поддерживая фронт-офис и контролируя риски: в него входят подразделения риск-менеджмента, комплаенса и казначейства <sup>3</sup>. Middle-office управляет финансовыми потоками (казначейство), следит за ликвидностью, осуществляет внутренний контроль сделок и рассчитывает прибыль и убытки <sup>3</sup> <sup>4</sup>. **Back-office** занимается административной поддержкой – учетом сделок, бухгалтерией, расчетами с инвесторами. Он проверяет данные по сделкам и осуществляет переводы средств, убедившись в корректности расчетов <sup>5</sup>. Таким образом, фронт-офис генерирует сделки и доход, мидл-офис контролирует риски и процессы, а бэк-офис обеспечивает бесперебойное выполнение операций фонда <sup>6</sup>.

**Инвестиционный комитет и комплаенс.** Важную роль в фонде играет **инвестиционный комитет (ИК)** – коллегиальный орган, который утверждает сделки и стратегические решения. Обычно совет директоров или управляющая компания назначает ИК, который рассматривает предложения инвестиционного менеджера и контролирует его деятельность <sup>7</sup>. В состав ИК входят опытные партнеры фонда и эксперты (финансовые аналитики, юристы и др.), они оценивают потенциал проектов, риски и соответствие стратегии фонда <sup>8</sup> <sup>9</sup>. ИК обеспечивает прозрачность и ответственность принятия решений, следит за тем, чтобы инвестиции соответствовали целям LP-инвесторов и стратегии, регулярно отслеживает состояние портфеля и отчитывается перед инвесторами <sup>9</sup>. Наряду с этим, **комплаенс-функция** фонда отвечает за соблюдение регуляторных требований и внутренних политик. После кризиса 2008 г. роль комплаенса усилилась: теперь он не только консультирует, но и активно мониторит риски и выполнение нормативов <sup>10</sup>. Комплаенс обеспечивает, чтобы фонд соблюдал законодательство (например, законы о ценных бумагах, противодействии отмыванию денег) и ограничения мандата LP, а также поддерживает внутренние стандарты и контрольные процедуры <sup>11</sup>. Таким образом, комплаенс защищает инвесторов и репутацию фонда, гарантируя прозрачность и законность операций.

**Мониторинг портфеля и казначейство.** После совершения инвестиций фонд осуществляет **мониторинг портфельных компаний**. Это включает сбор и анализ финансовых показателей стартапов, отслеживание выручки, прибыли, роста клиентской базы и соблюдения кovenантов <sup>12</sup>. Регулярный мониторинг позволяет выявлять проблемы на ранней стадии и разрабатывать стратегии выхода или поддержки компании <sup>13</sup>. Например, согласно руководству Carta, портфельный мониторинг – базовый аспект управления фондом, он включает анализ финансовых данных (оценки, выручка, метрики клиентов) и проверку соответствия деятельности компаний законам и инвестиционному соглашению <sup>12</sup>. Тщательный мониторинг дает фонду возможность принимать обоснованные решения по дальнейшим шагам и информировать

пайщиков о прогрессе портфеля <sup>14</sup>. Параллельно **казначейство фонда** управляет денежными потоками. Казначай обеспечивает проведение **капитальных вызовов и распределений** средств LP, хранение свободных денежных средств, платежи операционных расходов, а также управляет валютными рисками и кредитными линиями фонда при необходимости. В крупных фондах middle-office казначейство ведет учет поступлений и выплат, контролирует ликвидность и финансирование сделок <sup>15</sup>. Современные решения позволяют централизовать казначейские операции: например, платформы собирают все денежные потоки и взаимодействия с инвесторами в единой системе, обеспечивая целостный контроль над счетами, платежами и обязательствами фонда <sup>16</sup> <sup>17</sup>. Эффективное управление кеш-фло фонда повышает прозрачность и снижает риски ликвидности, позволяя фонду своевременно проводить сделки и выполнять обязательства перед инвесторами <sup>18</sup>.

**Автоматизация управления фондом.** Для повышения эффективности многие фонды внедряют ИТ-решения для управления инвестициями и отношениями с инвесторами. Специализированные **CRM-системы** помогают отслеживать пайплайн сделок, все контакты с потенциальными проектами и партнерами <sup>19</sup>. С их помощью инвестиционная команда ведет единую базу компаний, фиксирует встречи, проверяет статус рассмотрения проектов. Для **Investor Relations (IRM)** используются платформы учета обязательств LP, капитальных вызовов, распределений и отчетности перед инвесторами <sup>20</sup> <sup>21</sup>. Комплексные программные продукты (например, eFront, Allvue, Dynamo и др.) позволяют фондам вести учет сделок и портфеля, автоматизировать расчеты долей, waterfall-модели распределения прибыли и проводить аналитику доходности фонда <sup>21</sup> <sup>22</sup>. Также важны средства **аналитики денежных потоков**: они рассчитывают метрики фонда (IRR, TVPI, DPI) и моделируют различные сценарии исходов инвестиций. Автоматизация особенно критична для моделей, как WISE, где множество небольших платежей поступает регулярно. Например, фонд Sage Growth Capital (работающий по RBF-модели) ожидает ~4200 транзакций за 8 лет для фонда \$7,7 млн, поэтому без надёжной системы учёта и распределения справиться сложно <sup>23</sup>. Наконец, фонды уделяют внимание **документообороту, контролю и аудиту**. Все инвестиционные решения и сделки документируются (соглашения с инвестпортфелем, решения ИК, отчеты). Внутренние контролеры проверяют соблюдение процедур, а ежегодно нанимается независимый аудитор для проверки финансовой отчетности фонда и оценки инвестиций по справедливой стоимости. Эти меры контроля и аудита обеспечивают доверие LP и соответствие лучшим практикам индустрии.

## 2. Финансовый инжиниринг портфеля WISE

**Структурирование cash-flow по модели WISE.** Модель WISE представляет собой подход Revenue-Based Financing с “двойным треком” (dual-track), сочетающий возврат инвестиций за счет доли выручки и альтернативный сценарий конверсии в капитал. При формировании портфеля фонд WISE структурирует каждый инструмент так, чтобы совокупность денежных потоков от множества RBF-сделок образовала сбалансированный пул. Каждый инвестиционный контракт предусматривает, что стартап будет перечислять инвестору фиксированный процент от выручки (роатти) до тех пор, пока инвестор не получит оговоренную сумму – обычно **кратный возврат капитала (cap)** <sup>24</sup>. Например, соглашение может требовать выплатить 1,5–2× от вложенной суммы в течение 3–5 лет из поступающей выручки <sup>25</sup>. Благодаря тому, что выплаты привязаны к доходам, график возврата автоматически замедляется при спаде выручки и ускоряется при росте, что помогает компаниям переживать сложные периоды. Инвестор же получает **нефиксированный аннуитет**, а доля выручки служит “амortизатором” – в успешные периоды фонд быстрее возвращает капитал, при слабых результатах дальше ждет платежей <sup>26</sup> <sup>27</sup>. Чтобы снизить волатильность доходов, фонд WISE диверсифицирует портфель по отраслям и моделям бизнеса, комбинируя сделки с разным профилем выручки. **Сбалансированный пул RBF-инструментов** может включать, к примеру, SaaS-компании с ежемесячными поступлениями, е-

commerce с сезонными пиками, бизнесы с разной географией – это сглаживает агрегированный денежный поток фонда. Кроме того, применяются **ограничения на сумму выплат**: как только инвестор получил оговоренный сар, дальнейшие платежи прекращаются и компания сохраняет всю выручку<sup>28</sup>. Таким образом, структурирование RBF-сделок по модели WISE обеспечивает фонду прогнозируемость (ожидаемый мультиплексор на каждую инвестицию), а компаниям – гибкость платежей.

**Ротация капитала и управление дюрацией.** В отличие от классического венчурного капитала, где вложения возвращаются лишь при выходе (exit) через несколько лет, RBF-инвестиции генерируют cash-flow уже в течение срока сделки. Это открывает возможность **многоразового оборота капитала** внутри срока жизни фонда. Например, если фонд получает выплаты от ряда стартапов в первые 2–3 года, он может реинвестировать высвободившиеся деньги в новые сделки (в рамках мандата) – тем самым повышая общий TVPI за счет большего числа оборотов капитала. Такой подход требует внимательного **duration-менеджмента** – планирования сроков погашения RBF-контрактов. Фонд стремится сформировать портфель так, чтобы сроки возврата распределялись во времени и соответствовали длительности фонда. Например, часть сделок может иметь короткий горизонт (2–3 года с небольшим сар), генерируя быстрые возвраты, а часть – более долгий (5+ лет с большим сар или долей роста) для участия в успехе компаний. Управление средней дюрацией позволяет фонду **обеспечить ликвидность** для новых инвестиций и для промежуточных распределений LP, а также снизить риск, что значительная часть портфеля одновременно потребует продления срока. Ротация капитала повышает эффективность: как отмечает фонд Sage, регулярный cash-flow от RBF улучшает *time-weighted return*, ведь “мы получаем наш «exit» частями ежемесячно, начиная вскоре после инвестирования”<sup>29</sup>. В примерной модели: вложив \$100k и получив 2× (\$200k) за 4 года с ежегодными платежами 10%, 20%, 30%, 40% от начального капитала, фонд реализует IRR порядка 27%<sup>30</sup>. Быстрый возврат части капитала существенно повышает IRR по сравнению с ожиданием единовременного возврата через 10 лет<sup>31</sup><sup>32</sup>. Таким образом, за счет реинвестирования ранних поступлений фонд WISE может несколько раз “провернуть” капитал, увеличивая итоговый мультиплексор и поддерживая высокую внутреннюю норму доходности.

**Оптимизация IRR и TVPI с учетом риска и ликвидности.** Управляя портфелем WISE, менеджеры балансируют между максимизацией *multiple* (TVPI) и внутренней доходности (IRR), учитывая риски и потребность в ликвидности. IRR чувствительна к срокам возврата: чем быстрее фонд получает денежные потоки, тем выше IRR при прочих равных<sup>31</sup>. RBF-модель дает фонду преимущество – регулярные поступления улучшают *time-value* денег. Для оптимизации IRR фонд может, например, устанавливать умеренные капы (1.5–2×), чтобы компании погашали инвестицию быстрее, либо прописывать *step-up* механизмы (увеличение доли платежа при росте выручки). Однако слишком малый сар ограничит *multiple*. Поэтому фонд ищет баланс: **оптимальный сар** обычно 2–3× за 4–5 лет, что дает и привлекательный TVPI, и достаточную скорость возврата. Такой поток (2–3× за ~5 лет) соответствует годовой доходности порядка 25–40% для инвестора<sup>33</sup> – сравнимо с целями венчурных фондов, но достигается за счет cash-flow, а не разовых экзитов. При этом нужно учитывать **риски**: RBF ограничивает максимум дохода (не будет “хомерун” на 10×), поэтому недополучение даже части платежей (из-за стагнации компании или дефолта) сильнее влияет на итоговый TVPI. Чтобы компенсировать этот риск, фонд диверсифицирует портфель (по статистике, из 10 инвестиций 1–2 могут дать убыток, 1–2 – значительно перевыполнят план, остальные – ближе к среднему возврату)<sup>34</sup><sup>35</sup>. Кроме того, некоторые сделки WISE предусматривают **dual-track опцию**: если компания стремительно растет и привлекает крупный раунд, инвестор может конвертировать остающийся долг в долю в капитал – это дает шанс на неограниченный апрайд. Например, в одном типовом термшите: \$25k инвестиция с правом инвестора конвертировать невыплаченный остаток в капитал со скидкой 10% при раунде >\$500k<sup>36</sup><sup>37</sup>. Такая двойная стратегия (royalty или equity) позволяет фонду

участвовать в успехе **звездных компаний**, не теряя потенциал крупного экзита, что повышает общий TVPI портфеля. Таким образом, оптимизация доходности фонда WISE – это сложное уравнение: надо обеспечить достаточный *multiple* за счет кэпов и опционов на конверсию, высокий IRR за счет быстрого оборота капитала, и все это – при контроле риска путем диверсификации и структурирования условий платежей. В успешных RBF-фондах целевая чистая доходность для LP заявляется на уровне ~20–30% IRR при мультиплексоре ~2x, что сопоставимо с венчурными ожиданиями <sup>35</sup>, но достигается более предсказуемым путем – через потоковые выплаты, а не только несколько удачных экзитов.

**Модели оценки и прогнозирования (DCF, Monte Carlo и deterministic cashflow).** Для принятия решений и управления портфелем фонд WISE активно использует финансовое моделирование. **Дисконтированный денежный поток (DCF)** применяется для оценки отдельных RBF-сделок: проектируются будущие выплаты по доле выручки с учетом роста компании, затем приводятся к текущей стоимости с требуемой ставкой доходности. DCF-анализ позволяет понять, оправдана ли инвестиция при ожидаемых сценариях выручки. Однако исходы в венчурном портфеле очень неопределенны, поэтому односторонний детерминированный прогноз недостаточен. Фонд дополняет его **сценарным анализом**: строятся несколько детерминированных сценариев – базовый (плановый рост выручки), оптимистичный (быстрый рост) и пессимистичный (стагнация или падение). Для каждого сценария рассчитывается, за сколько лет вернется вложение и какой получится IRR и мультиплексор. Например, в пессимистичном может оказаться, что платежи сильно затянутся или не достигнут сар к концу срока – тогда оценивается, как это повлияет на весь портфель (нужно ли продлевать договор или активировать конвертацию в долю). Далее, для оценки распределения рисков на уровне всего портфеля применяется **имитация Монте-Карло**. Этот метод моделирует неопределенность путем многократных случайных симуляций. Фонд задает вероятности различных исходов для каждой инвестиции – например, вероятность дефолта, низкого, среднего или высокого роста (нечто подобное “default/bear/base/bull” сценариям для каждой компании) <sup>38</sup> <sup>39</sup>. Затем компьютер случайным образом генерирует тысячи возможных комбинаций исходов по всем компаниям портфеля и рассчитывает результирующую доходность фонда в каждом случае <sup>39</sup> <sup>40</sup>. Набор этих результатов образует распределение – можно построить, например, график распределения TVPI или IRR фонда и посмотреть, каковы шансы превысить целевой уровень. Монте-Карло позволяет выявить **вариативность**: “раскрывает истинный разброс потенциала” и помогает оценить риск портфеля, выходящий за рамки среднего сценария <sup>41</sup> <sup>42</sup>. Например, если у 20 инвестиций задать статистику (сколько, вероятно, окажется дефолтов, “обычных”, успешных), то путем 1 млн. симуляций можно получить вероятностное распределение мультиплексора фонда <sup>39</sup> <sup>40</sup>. Такой анализ показывает, какова Value-at-Risk – например, **VaR 95%** может обозначить, что с доверием 95% потери не превысят определенный уровень за период <sup>43</sup>. В управлении портфелем WISE VaR используется ограниченно (как индикатор крайнего неблагоприятного сценария), а упор делается на **сценарный анализ чувствительности**: проверяется влияние изменений ключевых параметров (темперы роста выручки, доля платежа, сроки) на итоговые показатели фонда. Стресстесты и Монте-Карло-модели помогают фонду понимать, насколько портфель устойчив к шокам и достаточно ли резервов прочности.

### 3. Сценарное стресс-тестирование и рисковое моделирование

**Моделирование дефолтов и падений выручки.** Поскольку возврат в модели RBF зависит от финансовых результатов стартапов, фонд тщательно анализирует риски ухудшения этих результатов. Один из ключевых сценариев – **дефолт портфельной компании**, то есть полное прекращение выплат (компания закрылась или неплатежеспособна). Фонд моделирует такой

исход для каждой инвестиции, задавая вероятность дефолта на основе отрасли, стадии и финансовых показателей. Например, по историческим данным венчурных портфелей можно предположить, что ~20–30% стартапов могут не вернуть капитал. В моделях Монте-Карло эти вероятности учитываются при генерации исходов <sup>39</sup>. Помимо полного дефолта, рассматриваются **частичные сбои в выплатах**: резкое падение выручки (например, из-за рыночного шока или потери клиента) приведет к снижению размера платежей по RBF, удлинения срок окупаемости. Фонд стресс-тестирует сценарии, вроде: “Выручка каждого стартапа падает на 50% на год” или “N компаний испытывают падение продаж на 30% постоянно”. В таких сценариях рассчитывается, какой процент инвестиций не достигнет сар в срок, сколько продлений потребуется и как это снизит IRR фонда. **Ликвидный шок** – ситуация, когда у фонда самого могут возникнуть затруднения с ликвидностью. Например, если одновременно несколько крупных получателей RBF временно приостановят платежи, входящие потоки фонда сократятся. Фонд моделирует, хватит ли имеющихся резервов покрыть расходы (выплаты управкомпании, обязательства перед LP по предпочтительной доходности и пр.). В стресс-тестах обязательно учитываются **корреляции рисков**: падение выручки у разных стартапов может быть не независимым. Например, макроэкономический кризис или пандемия может одновременно ударить по многим компаниям. Поэтому сценарии включают *системные шоки* – как портфель поведет себя при рецессии, сжатии потребительского спроса и т.д. (например, снижение на 20% выручки во всем портфеле на два года). Это позволяет понять **общий риск концентрации**, когда несколько дефолтов могут произойти одновременно. По итогам таких упражнений фонд определяет *scenario-based exposure* – насколько подвержен портфель определенному стрессу. Например, стресс-тесты частных долговых портфелей показывают, как вырос бы средний уровень долговой нагрузки и сколько заемщиков нарушили бы ковенанты в кризисном сценарии <sup>44</sup>.

**Оценка риска методом VaR и сценарный анализ.** Для количественной оценки риска часто используют показатель **Value at Risk (VaR)**. Хотя он более привычен для ликвидных портфелей, в модифицированном виде применяется и в private equity/debt. VaR на заданном уровне доверия (например, 95% или 99%) показывает максимальный ожидаемый ущерб портфеля за определенный период. В контексте фонда WISE можно рассчитать, допустим, годовой VaR 95% по IRR: “с вероятностью 95% годовая доходность фонда не упадет ниже X%”. Однако из-за специфики (нелинейные выплаты, некратные распределения) прямое использование VaR затруднено. Чаще менеджеры применяют **сценарный VaR** – то есть берут несколько стресс-сценариев и рассматривают потери фонда в них, без попытки присвоить точную вероятность. Как отмечают эксперты, для частных активов традиционные методы риска часто не работают, поэтому требуется **анализ экстремальных сценариев** <sup>45</sup> <sup>46</sup>. Scenario analysis позволяет, даже при скучности статистики, оценивать влияние предположений – например, “что если повторится кризис 2008 года” или “что если ставка ФРС вырастет до 10% и деньги станут недоступны”. Цель стресс-тестирования – не предсказать апокалипсис, а выявить *язвимости и концентрации* портфеля <sup>45</sup> <sup>47</sup>. При прогоне исторических кризисов иногда обнаруживается, что последствия не столь катастрофичны: исследования показывают, что для фондов PE, даже начинавших инвестиции перед кризисом, средние результаты не всегда сильно падали – у них был горизонт переждать и восстановиться <sup>47</sup> <sup>48</sup>. Тем не менее, фонд WISE должен понимать: например, если значительная часть портфеля сосредоточена в единой отрасли (скажем, travel-tech) – то пандемия может привести к синхронному падению выплат. Или если у всех стартапов модели с низкой маржинальностью – шок роста затрат может вызвать неплатежи. Сценарный анализ с учетом таких корреляций (между выручками компаний, между их успехом и макрофакторами) дает более реалистичную оценку риска <sup>49</sup> <sup>50</sup>. Таким образом, методы VaR и сценарного моделирования дополняют друг друга: VaR суммирует риск “в одном числе”, а сценарии показывают картину возможных исходов. Вместе они помогают команде фонда коммуникабельно донести риск-

профиль LP-инвесторам (например: “в случае кризиса, по стресс-модели, наш DPI может снизиться до 0,7x, но у нас будет время восстановиться до окончания срока фонда” <sup>48</sup> <sup>51</sup> ).

**Системы раннего предупреждения (EWS).** Одной из лучших практик риск-менеджмента является внедрение **систем раннего оповещения** для портфеля. Early Warning System – это набор метрик и индикаторов, сигнализирующих о зарождении проблем у портфельных компаний, чтобы фонд мог принять меры задолго до дефолта. В традиционном кредитовании EWS строятся на финансовых ковенантах и поведенческих факторах заемщика <sup>52</sup>. Для стартапов подбираются свои **KRI (ключевые индикаторы риска)**: показатели ликвидности (текущая ликвидность, месячный burn rate), коэффициенты задолженности, задержки платежей клиентов, динамика выручки и т.д. <sup>53</sup>. Например, если у SaaS-стартапа начал расти churn пользователей или падать MRR, это ранний признак будущих проблем с выручкой – систему настроят так, чтобы выделять такие тренды. **Мониторинг финансовых коэффициентов:** фонд требует от компаний квартальную или ежемесячную отчетность и рассчитывает показатели – допустим, коэффициент покрытия долга денежным потоком. Если он опускается ниже определенного порога, загорается “желтый флаг”. Кроме количественных, есть **качественные индикаторы**: уход ключевого фаундера, отрицательные отзывы крупных клиентов, юридические риски. Современные решения позволяют агрегировать разнообразные данные – бухгалтерские отчеты, данные банковского счета, новости – и с помощью ИИ выявлять шаблоны, предвосхищающие финансовые трудности <sup>54</sup> <sup>55</sup>. Например, финтех-стартап может анализировать транзакционную активность заемщиков: “нерегулярность или резкое падение поступлений по счету могут сигнализировать о финансовом стрессе” <sup>56</sup>. При срабатывании таких сигналов фонд предпринимает **proactive меры**: связывается с командой, выясняет причины, возможно – помогает советом или временно пересматривает график платежей (до формального нарушения). По сути, EWS – это “финансовый радар”, позволяющий опередить проблему <sup>57</sup>. Особенно актуальны такие системы для RBF, где у фонда сотни небольших ежемесячных платежей: нужно автоматизировать отслеживание, кто начал платить меньше. Инструменты EWS могут быть интегрированы с CRM и бухгалтерией: например, настроить автоматическое уведомление, если платеж от компании пришел <X% от ожидаемого или задержался на Y дней. Также EWS включает **стресс-сценарии на уровне компании**: фонд может попросить стартап раз в год моделировать свой *runway* при падении выручки на 30% или потере крупнейшего клиента <sup>58</sup> – чтобы оценить, когда ему грозит необходимость реструктуризации. Наличие таких ранних предупреждений позволяет фонду **управлять рисками портфеля в реальном времени**: доформировать резервы, если видит ухудшение сбора платежей, или активнее участвовать в управлении проблемной компанией (вплоть до назначения советника, если позволяют права). В итоге EWS снижает вероятность внезапных потерь и повышает шансы благополучного исхода – ведь проблему проще решить, пока она мала.

**Stress-testing в private debt, VC и revenue finance.** Стресс-тестирование – ставший стандартом инструмент в банковском секторе – набирает популярность и в сфере частных капиталов и кредитов. Для **private debt** фондов (включая RBF) важно тестировать как **кредитный риск** (невозврат инвестиций), так и **ликвидностный риск** (негибкость выхода). Часто private debt фонды, подобно банкам, моделируют *Loan Portfolio Stress Test*: берут портфель займов (или RBF-контрактов) и накладывают макро-сценарий (рецессия, рост дефолтов). Например, S&P для анализа устойчивости портфеля оценивает, как изменятся показатели заемщиков – медианный коэффициент долга – в “тяжелом” сценарии, и сколько позиций перейдет в зону высокого риска <sup>44</sup>. Private equity/VC фонды тоже начали использовать стресс-сценарии, хотя оценка там сложнее из-за неликвидности. Но на уровне фонда могут рассматриваться, например: задержка экзитов на N лет (нет IPO/M&A из-за кризиса) – как это влияет на возврат капитала LP. Для модели WISE задержка экзитов менее критична (ведь выплаты идут независимо от выхода), однако кризис может снизить итоговые сборы. Поэтому **комбинированные стресс-тесты** (как советует

CAIA) включают проверку: “что если фонд не сможет сделать реинвестиций потому что LP прекратят новые коммитменты из-за кризиса?” или “что если конкуренция за сделки снизится, и фонд не сможет полностью разложить капитал?”<sup>47</sup> <sup>48</sup>. Также рассматривается **риск курса валют** для международных инвестиций: стресс-сценарий резкой девальвации валюты, в которой генерируется выручка, относительно валюты фонда – это может уменьшить реальную отдачу. В последние годы внедряются и **проектные стресс-тесты**: например, фонды impact-инвестиций проверяют, выдержат ли портфельные компании более строгие регуляции (например, углеродный налог) – хотя это уже ближе к анализу эскроу-рисков конкретных бизнесов. Общий вывод – стресс-тестирование стало неотъемлемой частью управления фондом. Оно не только предсказывает будущее, сколько помогает “понять неопределенность и не переоценивать оптимизм”, как писал Н. Талеб о черных лебедях. Регулярно проигрывая реалистичные тяжелые сценарии, менеджеры фонда WISE готовят стратегии действий (план В): заранее оговаривают с LP возможность продления срока фонда, создают кредитную линию на случай временного кассового разрыва, или включают в договоры RBF особые кovenанты на случай двух кварталов подряд падения выручки (например, повышенный процент или право запросить консультации с бордом). Такие подготовленные меры снижают панику в реальном кризисе и позволяют фонду пройти через шок, сохранив ценность портфеля.

## 4. Юридические механизмы защиты и взыскания

**Взыскание при дефолте по revenue-based договорам.** Инструменты RBF юридически могут быть оформлены по-разному – как заем, как факторинг (финансирование под уступку денежного требования), либо как конвертируемое соглашение. От этого зависят возможности взыскания. Классический RBF, особенно в зарубежной практике, часто структурируется не как фиксированный долг, а как **продажа доли будущей выручки** (royalty agreement). В таком случае инвестор несет риск неполучения платежей – если бизнес не генерирует выручку, денег не будет, и формально это не считается невыполнением обязательства (ведь выплаты привязаны к выручке, а не гарантированы). Например, в правоприменении США отличием RBF от кредита считается именно отсутствие **обязательства полного возврата** – инвестор принимает на себя риск неплатежа при провале бизнеса<sup>59</sup>. Однако на практике многие RBF-соглашения включают условия, при которых, если компания **намеренно уклоняется** или нарушает условия (например, не предоставляет отчеты, прячет выручку), это трактуется как дефолт с соответствующими последствиями. Юристы рекомендуют четко прописывать **события дефолта**, которые “криSTALLизуют” обязательство – например, фальсификация отчетности или банкротство компании может автоматически превращать оставшуюся сумму в срочный долг к выплате<sup>60</sup>. В российской юрисдикции право требования доли выручки можно оформлять через договор **факторинга** (ст.824 ГК РФ): фонд (финансовый агент) предоставляет клиенту деньги (в т.ч. в форме займа или аванса) под уступку денежного требования к третьим лицам<sup>61</sup>. Проще говоря, компания уступает фонду право на часть денежных требований к своим покупателям (будущей выручки), а фонд за это платит сразу. Такой договор защищает инвестора как цессионария – он может напрямую предъявлять требования должникам (контрагентам компании) и даже иметь право на обеспечение по этим требованиям<sup>62</sup>. Однако при RBF стартап обычно не хочет уведомлять своих клиентов и уступать им права, поэтому чаще оформляют заем с переменным платежом. Тогда инвестор при дефолте действует как кредитор: он вправе требовать **принудительного взыскания долга** в судебном порядке (в России – через арбитражный суд). Если договор квалифицирован как заем, неплатежи – основание предъявить иск о взыскании остатка долга и начисленных процентов (либо **неустойки** за просрочку, если она предусмотрена). Важно отметить: чтобы RBF не посчитали скрытым ростовщикским кредитом, обычно включают положение об отсутствии фиксированного срока погашения (возврат “в течение X лет или до выплаты сар – что наступит раньше”) и о том, что при низкой выручке выплаты могут продлеваться. В США судебные споры были, где заемщики пытались объявить

RBF договоры незаконными заемными с ростовщическими процентами, если, например, там был твердый срок и безусловное обязательство уплаты – суды смотрят на **природу риска**: если инвестор взял на себя риск неполучения при плохой выручке, то это не кредит<sup>59</sup>. Следовательно, **для инвестора баланс**: с одной стороны, иметь механизмы принудительного взыскания, с другой – не лишиться статуса инвестиции в выручку. Часто компромисс – **dual-track оговорки**: при определенных событиях (дефолт, нарушение условий, ликвидация фирмы) вся оставшаяся сумма капа становится немедленно требуемой как долг<sup>60</sup>. Например, если стартап объявляет банкротство, инвестор может потребовать весь остаток к уплате, даже если выручка этого не покрывает – это ставит его в ряд кредиторов при банкротстве (чаще всего – субординированных, если не было залогов). В зарубежной практике RBF-инвесторы стараются **не иметь полного регресса** на учредителей – иначе сделка точно трактуется как кредит. Но в России инвесторы для защиты могут брать **поручительство учредителей или третьих лиц**: договор поручительства (ст.361 ГК РФ) обеспечивает, что при невозврате долга компанией отвечают лично поручители всем своим имуществом. Это повышает шансы взыскания – фонд может взыскать с собственников, если бизнес провалился. Однако поручительство противоречит духу “недилитивного финансирования”, поэтому его применимость зависит от договоренностей. Также используют механизм **условных прав (warrants)**: например, в договоре прописано, что при дефолте инвестор получает право выкупа дополнительной доли в капитале компании за символическую цену, либо конвертации долга в увеличенную долю. Это служит рычагом давления – угроза размыть доли фундеров стимулирует их искать пути урегулировать долг. В международной практике dual-track часто означает: либо компания успешно платит роялти и закрывает долг, либо если она не может платить в разумный срок – инвестиция трансформируется в долю участия (*redeemable equity*). Пример – модель *redeemable equity* фонда Capacity Capital: у них сочетание доходности от роялти и возможность конвертировать в капитал; это дает “предсказуемую ликвидность за счет revenue share и сохранение апсайда через equity”<sup>63</sup>. Они отмечают, что даже если выручка стагнирует, фонд уже получил часть платежей, которые может реинвестировать или вернуть LP<sup>64</sup>, а остальное может конвертировать в долю и ждать улучшения. В российском праве конвертируемые займы возможны, но их реализация требует либо соглашения о последующей подписке на долю, либо опциона. Кроме того, инвестор может пытаться прописать **обеспечительные меры**: залог доли компании (или ее активов) в пользу инвестора, который он вправе обратить в случае дефолта. В английском праве RBF-долг может быть обеспечен залогом выручки (оборотных активов, счетов) – берутся фиксированные и плавающие обеспечительные интересы, вплоть до блокирования счетов для контроля cashflow<sup>65</sup><sup>66</sup>. В российском праве можно заложить права требования по контрактам компании или ее товарные запасы, но для стартапов с нематериальными активами это мало дает. Залог долей/акций – более реальный инструмент: в случае дефолта инвестор вне суда обращает взыскание на долю учредителя, становится владельцем компании (что позволяет самому организовать продажу активов и вернуть деньги). Однако такой сценарий обычно крайний и невыгодный обеим сторонам – чаще он служит стимулом к переговорам.

**Реструктуризации, медиация и отступное.** В случае проблем у компании фонд WISE предпочтительно пойдет на **реструктуризацию**, нежели суд и ликвидацию, поскольку ценность стартапа обычно больше как действующего предприятия. Практика показывает, что инвесторы RBF готовы пересматривать условия: снижать временно процент от выручки, давать грейс-периоды, продлевать общий срок выплаты сар. Цель – позволить бизнесу восстановиться и все же исполнить обязательства, пусть и позже. Часто применяют **медиацию** – переговоры с фундерами и другими инвесторами, чтобы достигнуть нового соглашения. Например, если стартап привлек новых инвесторов, RBF-инвестор может согласиться снизить свой процент от выручки, а взамен получить небольшую долю в equity (то есть частичная конверсия долга) – такой компромисс позволяет новым инвесторам войти без чрезмерного долгового бремени на компанию, а старому инвестору – сохранить шанс возврата. Другой инструмент – **соглашение об**

**отступном** (ст.409 ГК РФ), когда обязательство прекращается предоставлением чего-то взамен исполнения<sup>67</sup>. В контексте WISE это может выглядеть так: компания не в состоянии платить дальше роялти, и стороны договариваются, что вместо этого компания передает инвестору, скажем, какое-то имущество или права. Например, отступным может быть передача инвестору интеллектуальной собственности (патентов, ПО) или доли в аффилированном бизнесе, либо единовременная выплата меньшей суммы. Согласно закону, отступное может быть выражено в денежной сумме или ином имуществе, по соглашению сторон<sup>67</sup>. Для инвестора это способ получить хотя бы частичный возврат или актив, который можно монетизировать, а для должника – избавиться от долгового бремени. Важно правильно оформить соглашение об отступном – в нем фиксируется, что предоставлением указанных ценностей обязательство по RBF считается полностью исполненным. По российской практике, отступное не требует, в отличие от новации, соответствия первоначальному предмету, так что можно прекратить денежное обязательство передачей имущества<sup>68</sup>. Например, было дело, когда инвестор финансировал предприятие, а потом вместо долга получил оборудование на баланс – это было признано законным. Фонд WISE, вероятно, в случае серьезных проблем стартапа, пойдет на  **списание части долга** (haircut) в рамках договоренности: например, “уплатите нам разово 50% от остатка сар, и мы закрываем вопрос” – это тоже форма отступного (с предоставлением денежной суммы меньше изначальной). Медиация помогает найти взаимоприемлемое решение, сохранив репутацию сторон: для инвестора судебное банкротство стартапа обычно означает почти полный ноль, поэтому лучше получить хоть что-то через переговоры. В развитых юрисдикциях есть профессиональные медиаторы, специализирующиеся на спорах инвесторов и стартапов – они помогают сформировать *workout agreement*. В него могут входить условия: изменение графика выплат, привлечение ментора для бизнес-поворота, дополнительные гарантии (например, подключение стороннего поручителя) и т.п. Такой **мирный план** фиксируется дополнительным соглашением. Если же договориться не удалось, инвестор вынужден прибегнуть к **судебному взысканию**.

**Судебная и внесудебная практика взыскания (ГК РФ, арбитраж).** При оформлении сделок WISE на территории РФ или с российскими резидентами, обычно все споры подлежат рассмотрению либо в государственном арбитражном суде (если инвестиционный договор попадает под их подсудность), либо в третейском суде (арбитраже) по соглашению сторон. **Арбитражный суд РФ** – это государственный суд, который рассматривает коммерческие споры; **арбитраж (третейский суд)** – частный механизм (например, МКАС при ТПП или зарубежный арбитраж по соглашению). Инвесторы нередко предпочитают международный арбитраж для транзакций, чтобы избежать рисков местной системы. Однако исполнение решений арбитража требует потом признания их в суде, поэтому важно, чтобы у компании были активы, на которые можно обратить взыскание. Если RBF-договор оформлен как заем, инвестор подает иск о взыскании суммы долга и процентов. Арбитражный суд при наличии подписанного договора займа и доказательств неплатежа, скорее всего, вынесет решение в пользу инвестора. Важно удостовериться, что договор правильно оформлен (например, если сумма большая – заключен в письменной форме). Также, если было поручительство, подаются иски к поручителям – суды, как правило, солидарно взыскивают сумму с должника и поручителя. Далее – **исполнительное производство**: инвестор предъявляет исполнительный лист приставам, они арестовывают счета должника, могут обратить взыскание на имущество, корпоративные права и т.д. Надо отметить, что если стартап – ООО, а активов у него почти нет, то судебное решение может оказаться бумажным, и должник может уйти в банкротство. В банкротстве шансы получить выплаты невысоки, но инвестор все же участвует как кредитор (чаще всего беззалоговый, стоящий после приоритетных кредиторов, если таковые). **Внесудебное взыскание** возможно, если предусмотрено залогом или оговорено в договоре. Например, если заложена доля в уставном капитале ООО, то при просрочке и уведомлении кредитора он имеет право через нотариуса переоформить долю на себя (при наличии соответствующего пункта в договоре залога и оценке доли). Или если была выдана нотариальная исполнительная надпись – по некоторым видам

договоров (например, нотариально удостоверенным договорам займа) можно обойтись без суда: нотариус совершает надпись, и приставы начинают исполнение, как по судебному решению. Но это не распространено для венчурных инвестиций. В мировой практике RBF-компании, стараясь избежать судебных тяжб, могут предусмотреть **досудебные процедуры**: например, *standstill agreement* – временное соглашение о приостановке санкций, пока стороны пытаются реструктурировать. Также может включаться **арбитражная оговорка** – тогда спор идет не в суде общей юрисдикции, а в выбранном арбитраже. В англо-американских юрисдикциях уже наработана некоторая судебная практика по RBF: компании пытались оспаривать такие договора как **нарушающие закон о ростовщичестве** (если эффективная ставка платежей слишком высока). Но суды отмечают: “если финансирующая сторона несет риск неплатежа (нет абсолютной обязанности вернуть, если дохода нет) – это не заем, и законы о % не применимы”<sup>59</sup><sup>69</sup>. Однако если контракт содержит скрытый фиксированный срок и требование уплатить даже при банкротстве, его могут переквалифицировать в кредит с незаконной процентной ставкой<sup>69</sup>. Потому формулировки должны быть аккуратны – например, в одном деле MCA-компании (merchant cash advance) суд отказал в раннем прекращении иска против нее, ссылаясь, что истец-должник привел достаточные признаки того, что по факту там был заем (фиксированные платежи, ограниченное право на reconciliation выручки, обязанность платить даже при банкротстве)<sup>69</sup>. Таким образом, для инвестора важно **структурировать договоры WISE четко**: либо это контракт факторинга (с передачей права требования выручки – тогда инвестор именно покупает выручку и не может требовать больше), либо это заем с гибким графиком (тогда признается кредит, но нужно уложиться в законные проценты). В России прямых норм о предельных процентах между юрлицами нет (это не потребкредит), но существует общая доктрина недопустимости злоупотребления правом – слишком грабительские проценты суд может снизить. Однако RBF-ставки трудно перевести в проценты – они зависят от успеха. Если дело дойдет до суда, инвестор, вероятно, будет акцентировать на инвестиционной природе (так что суд не применял норм о заемных процентах), а должник – наоборот, на заемной (чтобы, например, сослаться на несоразмерность неустойки). В итоге, **лучший юридический механизм защиты инвестора WISE – комбинация превентивных мер**: тщательные договорные оговорки (default events, обеспечение, опцион на долю), мониторинг и переговоры. Судебное взыскание – крайний инструмент, используемый для создания давления или когда все иные возможности исчерпаны.

## 5. Формирование экосистемы распределения и капитализации

**Партнерства с акселераторами, вузами и ИТ-кластерами.** Успех фонда WISE во многом зависит от постоянного притока качественных стартапов для инвестирования. Поэтому фонд стремится выстроить экосистему партнерств с организациями, которые работают с предпринимателями “на земле”. Одни из ключевых партнеров – **акселераторы и инкубаторы**. Фонд может заключать соглашения с известными акселераторами (например, Techstars, 500 Global или локальными) о том, что будет рассматривать выпускников программ на предмет финансирования через RBF. Это выгодно всем сторонам: акселераторы получают дополнительный канал финансирования для своих выпускников (не только equity-раунды, но и более щадящий RBF), стартапы – возможность привлечь деньги без размывания долей, а фонд – проверенный поток проектов, прошедших базовое обучение и отбор. Например, в США многие RBF-платформы сотрудничают с локальными акселераторами и SBDC (малый бизнес центрами) для обнаружения перспективных малых бизнесов. Кроме того, **университеты и бизнес-школы** – их стартап-клубы, центры предпринимательства – являются источником команд ранней стадии. Фонд может спонсировать конкурсы в вузах, хакатоны, предлагать призовое финансирование по модели revenue share для победителей. Такое присутствие в экосистеме повышает узнаваемость

модели WISE среди молодых основателей. **ИТ-кластеры и технопарки** – еще одна точка входа. В регионах, где созданы кластеры (например, Иннополис, Сколково в РФ или технологические хабы в Индии, Африке), фонд устанавливает сотрудничество с их управляющими организациями, проводит совместные мероприятия (инвестиционные сессии, воркшопы по финансовому планированию). Это позволяет попасть “в поток” проектов, формируемых в этих кластерах. Партнерства могут быть оформлены как официальные программы: например, фонд создает **совместную программу WISE-Accel**, где акселератор готовит стартапы, а фонд резервирует для лучших из них ревеню-финансирование на определенных условиях. В мире уже есть примеры подобных коллабораций: скажем, финтех-платформа Clearco (ранее Clearbanc) сотрудничает с e-commerce платформами и агентствами, которые ведут онлайн-бизнесы – те рекомендуют своих клиентов на финансирование Clearco <sup>70</sup> <sup>71</sup>. Это аналог партнерства, где экосистемный игрок (платформа) приводит заемщиков, а фонд дает деньги. Для фонда WISE важно обучить партнеров понимать специфику RBF, чтобы они помогали отбирать подходящие бизнесы (например, с регулярной выручкой, пусть и небольшой, но не чисто R&D проекты). Кроме того, такие партнерства помогают **снизить риски**: акселераторы могут продолжать менторить компанию, что повышает шансы роста и своевременных выплат.

**White-label программы для банков, корпораций и регионов.** Помимо прямой работы с стартапами, фонд WISE может масштабировать свою модель через **white-label партнерства**. White-label в финансах означает, что одна организация предоставляет свой продукт или платформу под брендом и инфраструктурой партнера. В нашем случае фонд может предложить банкам, крупным корпорациям или региональным фондам развития запуск совместных продуктов **Revenue-Based Financing под их брендом**, а финансирование и управление предоставляет WISE. Например, **банк** может захотеть предложить своим малым бизнес-клиентам альтернативный вид кредитования – с гибкими платежами от выручки. Банк обладает каналом дистрибуции (тысячи клиентов МСБ) и доверием, но, быть может, не имеет экспертизы в оценке стартапов без залога. Фонд WISE заключает с банком соглашение: банк рекламирует и отбирает клиентов на “Программу роста с оплатой от выручки”, а фонд предоставляет капитал и технологию скоринга. Для банка это **новый продукт без больших рисков** (риски несет инвестфонд), для фонда – широкий охват аудитории. Подобные схемы известны как **Lending-as-a-Service**: финтех-провайдеры через API интегрируются в банки, позволяя тем выдавать нестандартные кредиты под своим именем <sup>72</sup>. В контексте RBF уже были примеры: финтех Clearco заключил партнерство с e-commerce платформой Cart.com, встроив свой сервис финансирования прямо в платформу – когда продавец подключается, ему предлагаются финансирование оборотки от Clearco <sup>73</sup>. Фонд WISE может аналогично **встраиваться** в корпоративные экосистемы. Например, крупная корпорация с развитой сетью поставщиков/дистрибуторов (Coca-Cola, Unilever и т.д.) может хотеть поддержать своих партнеров финансированием. Вместо самостоятельного создания фонда корпорация может через white-label договориться с WISE: фонд создает субфонд, финансирующий контрагентов корпорации, а корпорация выступает якорным инвестором и со-брэндирует программу. Уже есть прецеденты: Global Innovation Fund запустил корпоративный фонд с Unilever, нацеленный на инновации для развивающихся рынков <sup>74</sup>. Подобно этому, **региональные власти** или агентства развития могут тоже воспользоваться моделью WISE. Регион может заинтересовать модель RBF для поддержки локальных стартапов, но не иметь экспертизы управления таким фондом. Тогда региональный фонд (или банк развития) предоставляет капитал, брендирует программу под регион (например, “Фонд роста Самарской области – финансирование под выручку”), а операционно управляет WISE в виде white-label. Для регионов плюс – **ускоренный запуск** инструмента без набивания шишек, для WISE – масштабирование географии и привлечение средств публичных институтов. Таким образом, white-label стратегия позволяет фонду **быстро увеличить распределение** (distribution) своего продукта через каналы партнеров. Это аналог франшизы: WISE предоставляет “движок” – методологию скоринга, юридические шаблоны, ИТ-систему отслеживания выручки и т.д., а

партнер дает доступ к своим клиентам. Например, банк может интегрировать модуль: в интернет-банке МСБ клиент видит предложение “получить финансирование завтра, платить 5% от выручки ежемесячно” – заявку обрабатывает фонд (скоринг на основе данных по счетам клиента), решение быстроается, банк заключает с клиентом соглашение (переуступает фонду) – по сути, все работают как единое целое. White-label подход **расширяет капитализацию**: партнеры могут инвестировать свои средства в такие субфонды (co-investment). Например, корпорация, запуская программу, станет LP или гарантом по части рисков. Это привлечет и других LP (государство, impact-фонды), которые заинтересованы, но не могли бы сами достучаться до малого бизнеса. В конечном итоге, WISE превращается не просто в фонд, а в **платформу финансирования**, обслуживающую множество программ под разными брендами.

**Институционализация WISE: субфонды, коуправление, фонды фондов.** По мере развития фонда и роста интереса LP к модели WISE возможны более сложные институциональные структуры. **Субфонды:** фонд может создавать специализированные дочерние фонды под разные задачи. Например, отдельный субфонд для финансирования одной отрасли (скажем, SaaS-фонд с отраслевыми советниками) или отдельные региональные фонды (WISE Central Asia, WISE Africa и т.п.) под местными управляющими, но с общей методологией. Главный фонд-оператор может выступать GP или ко-GP этих субфондов, обеспечивая контроль качества. **Коуправление (co-management):** модель, где WISE объединяет усилия с местными командами или тематическими управляющими компаниями. Допустим, у фонда нет экспертизы в агротехе, но есть локальный агротех-акселератор – можно создать совместно фонд WISE Agro, где партнер отвечает за отбор агростартапов, а WISE – за финансовую часть и инвестирование. Подобный подход применяет Capria Ventures: они строят **сеть фонд-менеджеров** по всему миру, которым помогают запускать локальные фонды, обеспечивая методологию и капитал <sup>75</sup>. Capria позиционирует себя как ведущий сеть из десятков фондов на развивающихся рынках, чтобы совместно достигать высоких доходностей <sup>75</sup>. WISE может перенять эту идею, особенно для масштабирования в разных странах – партнериться с местными VC, обучая их ревеню-финансированию и совместно управляя пулом. **Фонд фондов (FoF):** еще один уровень институционализации – создание фондов, инвестирующих не напрямую в стартапы, а в другие фонды WISE или похожие фонды. Например, глобальный **WISE Fund of Funds**, куда свои средства вкладывают крупные LP (пенсионные фонды, DFI), а он распределяет капитал по региональным WISE-фондам. Это позволяет крупным инвесторам разместить значительный капитал сразу в диверсифицированный набор программ. Аналог – Capria в 2018 запустила свой Network Fund, который инвестирует как LP в ряд локальных фондов в ЛатАм, Африке, Азии, плюс делает сопутствующие прямые инвестиции <sup>76</sup>. Такой FoF может сделать модель WISE **масштабируемой глобально**, привлекая большие суммы от институтов, которым неудобно входить маленькими траншами в локальные фонды. **Институционализация** также включает стандартизацию процессов: прописываются политики фонда по ESG, аудит, отчетность по ILPA-стандартам – все это делает фонд “institutional-grade”, привлекательным для серьезных LP. Возможно создание **инвестиционного комитета с внешними участниками** – например, включение представителей якорных LP или независимых экспертов, что повышает доверие. Также – **советы Limited Partners (LP Advisory Committees)**, которые будут давать рекомендации по конфликтам интересов и иным вопросам. Все эти элементы приближают WISE-модель к традиционным PE/VC в глазах институционалов, но с сохранением новаторской сути инструмента. **Фонды фондов** могут быть также тематическими – например, глобальный Impact Revenue-Based Fund, куда зайдут средства от филантропических организаций, а он будет вкладывать в региональные WISE, фокусирующиеся на бизнесах с социальным эффектом. Это позволит **капитализировать** модель WISE деньгами, которые иначе пошли бы на гранты или традиционный impact VC, предложив им более возвратный механизм (напомним, RBF-фонды могут реинвестировать платежи и достичь приемлемого IRR при меньших рисках, что привлекательно для foundations). Кроме того, институционализация подразумевает взаимодействие с **фондами фондов традиционными**:

например, крупный фонд фондов (GP) может выделить аллокацию на альтернативные модели финансирования стартапов – WISE может попасть в их портфель. Для этого нужно соответствие критериям (команда, трек-рекорд, объем под управлением). Постепенно, по мере успехов, можно ожидать, что и **корпоративные венчурные фонды (CVC)** проявят интерес к модели WISE. Некоторые корпоративные инвесторы могут предпочесть получать возврат от выручки, чем ждать 7-10 лет, особенно если цель – не столько стратегический контроль, сколько возврат на инвестиции. Возможны гибриды: корпорация создает CVC-фонд, часть сделок делает как equity в стратегические проекты, а часть – как revenue-share в более тактические (например, в своих дистрибуторов, чтобы они росли). В этом может помочь WISE-платформа, выступая субконсультантом или управляющим по этой части портфеля. Примеры **платформенных VC моделей** – Antler, Plug and Play, etc. – вдохновляют подобным масштабированием. **Antler** за несколько лет разросся до присутствия в 25+ локациях, став самым активным ранним инвестором в мире <sup>77</sup>, путем запуска синхронных программ во множестве стран и привлечения глобального пула капитала. **Plug and Play** выстроил глобальную платформу акселерации, сотрудничая с сотнями корпораций, и стал крупнейшим акселератором по числу сделок (в 2020–2022 гг. ~929 инвестиций в год по миру) <sup>78</sup>. Фонд WISE может стремиться к похожей роли в своей нише: выступать **платформенным инвестором**, объединяя локальных партнеров, корпоративных и государственных участников и масштабируя ревеню-бейздр финансирование как новый класс актива.

**Примеры платформенных подходов: Antler, Plug&Play, корпоративные CVC.** Как отмечалось, Antler и Plug and Play – яркие кейсы “экосистемных VC”. **Antler** позиционируется как “инвестор с Day Zero”, который активно **создает экосистему**: проводит программы резиденций для основателей по всему миру, формирует команды и сразу инвестирует небольшие pre-seed чеки. Благодаря такой модели и глобальному охвату Antler стал по данным PitchBook самым активным венчурным инвестором в мире <sup>77</sup>. Он действует через множество локальных микро-фондов, объединенных общей методологией и брендом, поддерживаемых центральной организацией. Это подтверждает эффективность сети субфондов. **Plug and Play** пошел по пути партнерства с корпорациями и правительствами, чтобы стать “самой большой инновационной платформой” <sup>79</sup>. Они организуют десятки тематических акселераторов (финтех, агротех, здравоохранение и т.д.) совместно с корпоративными партнерами, которые и финансируют и получают доступ к стартапам. Результат – PnP был признан самым активным акселератором, обогнав Y Combinator <sup>78</sup>. Для фонда WISE урок в том, что **объединение интересов разных стейкхолдеров** (стартапов, корпораций, инвесторов, регионов) в рамках платформы позволяет достичь масштаба, недостижимого одиночному фонду. **Корпоративные венчурные фонды (CVC)** также могут быть частью экосистемы. Многие крупные компании запускают свои CVC, но сталкиваются с ограничениями – долго ждать окупаемости, внутренний пресс на ROI и т.д. RBF-модель может быть для них привлекательной: получать возврат постепенно и реинвестировать – более “бизнесовый” подход. Например, корпоративный фонд Sage (не путать с Sage Growth Capital) в Великобритании вместе с Village Capital создал программу для стартапов – там, возможно, рассматривались и revenue-share механизмы <sup>80</sup> <sup>81</sup>. Мы видим, что **границы между моделями** стираются: венчурные фонды пробуют revenue-share, корпорации экспериментируют с гибридными инструментами. В итоге фонд WISE, выстроив экосистему партнерств и институтов, может занять нишу **инновационного финансирования** на стыке венчура, кредитования и развития предпринимательства, став не просто инвестором, а **платформой развития**.

## 6. Международные аналоги и имплементация за рубежом

**Латинская Америка, Африка, Юго-Восточная Азия: применение модели.** В развивающихся рынках подход Revenue-Based Financing активно набирает популярность, адаптируясь к местным условиям. В **Латинской Америке** работают такие игроки, как Chilean fund *Fen Ventures* или

бразильская платформа **Divibank**, предлагающая стартапам финансирование под долю выручки. Многие латам-стартапы генерируют выручку, но им недоступен дешевый банковский кредит – RBF заполняет эту нишу, давая ростовой капитал без продажи контроля. Например, Divibank в Бразилии фокусируется на финансировании маркетинга для e-commerce, получая возврат из дополнительной выручки, которая благодаря этому маркетингу генерируется. В **Африке** модель RBF тоже приживается: несколько фондов и инвесторов, поддерживаемых impact-финансистами, используют revenue share для МСБ. **Lendable** – яркий пример платформы из Лондона, работающей в Африке: она предоставляет долговое финансирование альтернативным кредиторам (финтех-компаниям) и получает выплаты из каскада платежей конечных заемщиков <sup>82</sup>. Хотя Lendable – скорее фонд прямого долга для финтехов, а не классический RBF для стартапов, механизм схож: они дают средства под будущие поступления от портфеля займов. Международные институты, такие как IFC, инвестируют в такие фонды (IFC вложил \$45 млн в Lendable для расширения кредитования финтехов в Африке) <sup>82</sup>. Также в Африке появляются инициативы типа *revenue-based financing for creatives* (для креативных индустрий) – там инвесторы получают % от доходов музыкантов или разработчиков игр. В **Юго-Восточной Азии** примеры включают сингапурский **Jenfi**, который позиционируется как RBF-провайдер для быстрорастущих компаний, и индонезийские платформы. Азиатские культуры финансирования более привыкли к займам, поэтому RBF воспринимается относительно хорошо (как гибкий заем): Jenfi, например, дает ~\$200k финансирования growth-компаниям и взимает ~5–8% от ежемесячной выручки до выплаты ~1.5x суммы. В Индии также экспериментируют: хотя там сильны банки и VC, но для социального сектора и МСБ RBF рассматривается (некоторые индийские фонды, например, обсуждали *royalty financing* как способ финансировать EdTech для бедных районов). **Юрисдикционные особенности:** В каждой стране своя правовая среда. В странах ЛатАм с высокими ставками кредитов RBF юридически может оформляться как коммерческий контракт инвестирования в доход. В исламских финансах (Ближний Восток, частично ЮВА) модель revenue share близка к принципу *мудараба* (когда инвестор получает долю прибыли вместо процентов), что делает WISE потенциально шариат-совместимой (важно, что нет фиксированного процента на капитал, а есть доля от результата). В некоторых африканских странах ограничения на проценты делают RBF привлекательным: например, если закон ограничивает ставку по кредиту, инвестиция в долю выручки не подпадает под такой закон. Однако слабость правоприменения может затруднить взыскание – потому там инвесторы часто берут дополнительные гарантии, либо работают через международные арбитражи. В ЮВА, скажем в Малайзии или Индонезии, с их стремительно растущим tech-сектором, RBF фонды должны учитывать валютные ограничения (не всегда легко реатрировать доходы в валюте фонда). Таким образом, модель адаптируется: например, Global Innovation Fund, инвестируя в разных странах, применяет **гибкое финансирование** – может дать грант, а может конвертируемый заем или субординированный revenue-share, в зависимости от того, что локально лучше работает <sup>83</sup> <sup>84</sup>.

**Глобальные LP: роль DFI, impact-фондов, диаспора-капитала.** Для масштабирования WISE на мировой арене важны источники капитала. **Development Finance Institutions (DFI)** – международные финансовые институты развития (например, МФК (IFC), ЕБРР, OPIC/DFC, Европейский инвестиционный банк, региональные банки развития). Они постоянно ищут новые способы финансирования МСБ и стартапов в развивающихся странах, особенно с фокусом на impact. RBF-продукт привлекает их тем, что сочетает возвратность с гибкостью для бизнеса. Уже есть примеры участия DFI: IFC не только инвестирует сама, но и публикует исследования (IFC упоминала Village Capital и Revenue-share как способ сокращения гендерного разрыва в финансировании) <sup>85</sup>. DFI могут выступать якорными инвесторами фондов WISE в разных регионах – например, частный фонд Lendable привлек финансирование IFC, FMO (голландский банк развития) и др. на \$110 млн для кредитования финтехов в Африке <sup>86</sup> <sup>87</sup>. **Impact-фонды и фонды семей** – крупные филантропические организации (Фонд Рокфеллера, Фонд Гейтса и др.) и impact investors (Omidyar Network, Acumen) – уже экспериментируют с revenue-based

инструментами как с “возвратными грантами”. Например, Acumen в прошлом предоставлял *patient capital* – почти беспроцентные займы с участием в доходах проектов. Global Innovation Fund (GIF) – impact-инвестфонд, финансируемый правительствами США, Великобритании и др., – прямо заявляет, что у него **полный спектр инструментов: гранты, займы, конвертируемый долг, equity**<sup>83</sup><sup>84</sup>. Он поддерживает социальные инновации, часто предоставляя “venture debt” или RBF, если проект генерирует доход, но не может обслуживать рыночный кредит. Такие фонды готовы на более низкую доходность ради воздействия, поэтому они являются естественными партнерами: они дают капитал фонду WISE (или субфондам) на льготных условиях, тем самым улучшая профиль для коммерческих LP. **Диаспора-капитал** – интересный потенциальный источник. Во многих развивающихся странах есть многочисленная диаспора за рубежом, которая хочет инвестировать в родину, но боится бюрократии или не знает как. Модель WISE, предлагаемая в форме понятного продукта, может привлечь таких инвесторов. Например, **африканская диаспора** в США и Европе ежегодно отправляет миллиарды \$ переводов. Если предложить им канал, где их средства пойдут на финансирование малых бизнесов на родине с возможностью дохода, – многие могут вложиться. Уже возникали инициативы типа “Diaspora Bonds” или платформы краудинвестинга для диаспоры. Фонд WISE мог бы сотрудничать с такими платформами: агрегировать множество небольших вкладов диаспоры в свой фонд, а взамен выплачивать им умеренную доходность из полученных роялти (фактически, выпустить ноты привязанные к портфелю RBF). Плюс – диаспора часто готова принять более высокий риск или более низкий доход, если знает, что деньги помогают землякам. Например, проект **African Diaspora Network** обсуждал создание инвестиционного фонда для африканских стартапов с участием диаспоры – RBF мог бы идеально подойти, поскольку не требует сложной оценки оценки стартапов, а основан на выручке. Аналогично, **индийская диаспора** много инвестирует через ангельские сети в Индию – для нее RBF может быть привлекательным как менее рискованный инструмент с регулярным кэш-фло (вместо 10 лет ожидания IPO). Таким образом, диаспора-капитал может стать существенным дополнением к классическим LP, особенно для региональных WISE-фондов (люди лучше знают локальный рынок и доверяют, что деньги работают там).

**Примеры глобальных фондов и платформ: Global Innovation Fund, Village Capital, Lendable, Capria.** Эти организации можно считать аналогами или предшественниками модели WISE. **Global Innovation Fund (GIF)** – некоммерческий инвестиционный фонд, поддерживаемый правительствами США, Великобритании и др., – специализируется на финансировании инноваций для беднейших слоев. GIF известен своей **гибкостью инструментов**: он может дать грант, а может вложиться через займ или долю с выходом. Они сами пишут, что могут предоставлять **loans, convertible debt, equity**, выбирая форму под проект<sup>83</sup><sup>84</sup>. По сути, они готовые инвестировать на условиях, удобных стартапу – очень похожий подход на WISE, только не обязательно привязанный именно к выручке, а может быть и просто беспроцентный заем до достижения социального показателя. Но они показывают, что крупный фонд (\$200+ млн) может успешно работать вне рамок чисто equity или чисто кредитов. **Village Capital** – знаменитая организация, внедрившая **peer selection** (когда сами стартапы выбирают, кому из них дать инвестиции). Их фонд **VilCap Investments** проинвестировал в 110 стартапов, применяя различные формы: они прямо указывают, что используют **распределение финансирования: equity, debt, revenue-share, роялти** – все, что уместно для конкретного случая<sup>88</sup><sup>89</sup>. Например, Village Capital одним из первых сделал сделку revenue share в 2013 г. с агротех-компанией Spensa: они вложили капитал и получали % от продаж этой компании, что в итоге оказалось успешнее ожиданий, вернув средства быстрее<sup>90</sup><sup>81</sup>. Таким образом, Village Capital продемонстрировал, что **альтернативные модели окупаются** и могут закрывать пробел финансирования для стартапов, которых не выбирают традиционные VC (в частности, их миссия – финансировать более разнообразных основателей). **Lendable** – как обсуждали, это скорее фонд финтех-кредитования, но интересен как пример успешного привлечения крупного капитала под

альтернативную стратегию. Lendable управляет несколькими фондами, фокусирующимися на предоставлении **долговых средств финтех-компаниям** в Африке и Азии для кредитования малого бизнеса <sup>91</sup>. Их подход – чисто коммерческий (ожидают ~15%+ возврат), и они доказали, что можно собрать \$100+ млн от частных и институциональных инвесторов на эту тему <sup>92</sup> <sup>93</sup>. Это означает, что **рынок готов вкладывать в debt-фонды для emerging markets**, если видит профессиональную команду и управляемый риск. WISE-фонд, имея гибридную стратегию, может оперировать в той же нише “альтернативного долга” с impact-уклоном и привлекать аналогичных LP. **Capria** – интересный кейс: изначально позиционировалась как **сеть фонд-менеджеров в развивающихся странах**. Они отбирают местные команды в Латинской Америке, Африке, Азии, обучают их, инвестируют в их фонды (как фонд фондов) и также делают ко-инвестиции напрямую. Capria создала **Capria Network** – крупнейшую сеть фондов, охватывающую 14+ фондов на 5 континентах <sup>75</sup>. Их модель – “global + local”: объединить локальную экспертизу с глобальными стандартами и капиталом. Для WISE это путь – не все нужно делать самому, можно растить партнеров. Кстати, Capria недавно запустила собственный **Capria Fund** – глобальный фонд на \$100 млн, который и вкладывается в emerging market VC, и напрямую в стартапы на поздних стадиях (Series A/B) <sup>94</sup> <sup>95</sup>. Они привлекли IFC, Vulcan Capital и других инвесторов. Хотя Capria в основном работает с equity VC-фондами, принцип сети применим к WISE: можно создать **“Revenue Finance Network”** – объединение фондов WISE/аналогов в разных регионах, которые обмениваются опытом, соинвестируют, возможно, имеют общий фонд фондов.

Подытоживая, международный опыт показывает, что модель Revenue-Based Financing с элементами dual-track находит свое место: она востребована у предприятий, дает инвесторам приемлемый доход и все активнее поддерживается институтами развития. Фонды вроде Village Capital и GIF уже продемонстрировали, что можно сочетать разные инструменты (акции, займы, роялти) для поддержки инноваций. Крупные LP – от IFC до частных impact-инвесторов – начинают вкладываться в такие гибридные фонды. Значит, для модели WISE открыты возможности глобальной экспансии, при условии адаптации к локальным правовым и рыночным условиям, выстраивания партнерств с экосистемными игроками и убедительной демонстрации результатов пилотных фондов.

Целый ряд тенденций – от возросшего внимания к альтернативным финансированиям (pop-dilutive capital) до желания сделать венчур более инклюзивным – играет на руку модели WISE. При грамотном подходе и использовании описанных механизмов фонд WISE может не только успешно работать в своей юрисдикции, но и стать пионером формирования новой **глобальной системы финансирования стартапов**, основанной на разделении доходов и устойчивом, справедливом росте. Это придаст дополнительный импульс международной инвестиционной практике, обогатив ее проверенными инструментами, сочетающими прибыль с развитием.

---

1 20 21 22 Fund Administration Services for Private Markets | Alter Domus  
<https://alterdomus.com/services/fund-administration/>

2 3 5 15 Инвестиционный банк - Альт-Инвест  
[https://www.alt-invest.ru/lib/investment\\_bank/](https://www.alt-invest.ru/lib/investment_bank/)

4 6 Middle Office Definition and Function in Financial Services Firms  
<https://www.investopedia.com/terms/m/middleoffice.asp>

7 Organizational Set Up - AATIF – Africa Agriculture and Trade Investment Fund  
<https://www.aatif.lu/organizational-setup.html>

- 8 9 «Внутренний круг: что такое инвестиционный комитет и почему его создают?» — Яндекс Кью  
<https://yandex.ru/q/investcommittee/12858255362/>
- 10 11 Investment compliance – Why needed, trends and best practices | Acuity Knowledge Partners  
<https://www.acuitykp.com/blog/investment-compliance-trends-and-best-practices/>
- 12 13 14 A Guide to Portfolio Monitoring in Private Equity & VC  
<https://carta.com/learn/private-funds/management/portfolio-management/portfolio-monitoring/>
- 16 17 18 Treasury Management Solutions for Private Equity Firms | Gen II  
<https://gen2fund.com/cash-management-treasury/>
- 19 Deal Flow Management Software | Affinity  
<https://www.affinity.co/product/deal-flow-management-software>
- 23 29 30 31 32 34 35 Standing Room Only: Why RFC is So Hot Right Now Part II - Angel Capital Association  
<https://angelcapitalassociation.org/blog/standing-room-only-2/>
- 24 25 Revenue-based financing - Wikipedia  
[https://en.wikipedia.org/wiki/Revenue-based\\_financing](https://en.wikipedia.org/wiki/Revenue-based_financing)
- 26 27 28 Revenue-Based Financing: What It Is and What Investors Care About  
<https://chartmogul.com/blog/revenue-based-financing/>
- 33 Revenue-Based Financing: A Powerful Lending Option | Saratoga ...  
<https://saratogainvestmentcorp.com/articles/revenue-based-financing/>
- 36 37 RBF Term Sheet From Village Capital | PDF | Loans | Revenue  
<https://www.scribd.com/document/512171061/RBF-Term-Sheet-From-Village-Capital>
- 38 39 40 41 42 Simulating a VC Portfolio with Discrete Monte Carlo Simulation | by Nicola Weiroster | Medium  
<https://medium.com/@nicola-weiroster/simulating-a-vc-portfolio-with-discrete-monte-carlo-simulation-762d22e13b61>
- 43 Understanding Value at Risk (VaR) and How It's Computed  
<https://www.investopedia.com/terms/v/var.asp>
- 44 Testing Private Debt's Resilience Through The Credit Estimate Lens  
<https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/231102-scenario-analysis-testing-private-debt-s-resilience-through-the-credit-estimate-lens-12899639>
- 45 46 47 48 51 Stress Scenarios for Private Capital Fund Portfolios | Portfolio for the Future | CAIA  
<https://caia.org/blog/2024/08/18/stress-scenarios-private-capital-fund-portfolios>
- 49 50 Моделирование Монте -Карло: оценка инвестиционного риска с помощью моделей финансового моделирования - FasterCapital  
<https://fastercapital.com/ru/content/%D0%9C%D0%BE%D0%B4%D0%B5%D0%BB%D0%B8%D1%80%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%B8%D0%B5-%D0%9C%D0%BE%D0%BD%D1%82%D0%B5--%D0%9A%D0%B0%D1%80%D0%BB%D0%BE--%D0%BE%D1%86%D0%B5%D0%BD%D0%BA%D0%BD%D0%8B%D0%88%D0%BD%D0%BC%D0%BE%D1%89%D1%8C%D1%8E-%D0%BC%D0%BE%D0%B4%D0%B5%D0%BB%D0%B5%D0%BD%D0%8F.html>
- 52 Early Warning Systems for Portfolio Management - EOXS  
[https://eoxs.com/new\\_blog/early-warning-systems-for-portfolio-management/](https://eoxs.com/new_blog/early-warning-systems-for-portfolio-management/)

- 53 54 55 56 57 58 Credit Risk Monitoring And Early Warning Systems - FasterCapital  
<https://fastercapital.com/topics/credit-risk-monitoring-and-early-warning-systems.html/1>
- 59 69 Developments in Revenue Based Financing | HUB | K&L Gates  
<https://www.klgates.com/Developments-in-Revenue-Based-Financing-5-17-2023>
- 60 65 66 Revenue Based Finance Archives - Impact Terms Platform  
<https://www.impactterms.org/category/alternative-exits/revenue-based-finance/>
- 61 62 ГК РФ Статья 824. Договор финансирования под уступку денежного требования \ КонсультантПлюс  
[https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_9027/ecb7fc23c4d401b4b9b63970aa7bbf6c75059bc8/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_9027/ecb7fc23c4d401b4b9b63970aa7bbf6c75059bc8/)
- 63 64 playbook.innovative.finance  
<https://playbook.innovative.finance/wp-content/uploads/2022/08/02.-Redeemable-Equity.pdf>
- 67 Статья 409. ГК РФ Отступное. Гражданский кодекс Российской ...  
<https://base.garant.ru/10164072/7e682d0830bb9c411f2456f72c09498f/>
- 68 Соглашение об отступном: передача имущества и другие ...  
<https://pravovest-audit.ru/nashi-statii-nalogi-i-buhuchet/yuridicheskie-osobennosti-soglasheniya-ob-otstupnom/>
- 70 Clearco, Boundless Team on eCommerce-Focused Working Capital  
<https://www.pymnts.com/partnerships/2024/clearco-and-boundless-launch-e-commerce-focused-working-capital-partnership/>
- 71 73 How a partnership between Clearco and Cart.com embeds ...  
<https://tearsheet.co/finance-everywhere/how-a-partnership-between-clearco-and-cart-com-embeds-financing-at-the-ecommerce-platform-level/>
- 72 5 Ways Partnering with Asset-Based Lending Software Providers ...  
<https://deciphercredit.com/5-ways-partnering-with-asset-based-lending-software-providers-can-fuel-bank-revenue-growth/>
- 74 83 84 Global Innovation Fund | Frequently Asked Questions  
<https://www.globalinnovation.fund/frequently-asked-questions>
- 75 Capria - Sorenson Impact Foundation  
<https://sorensonimpactfoundation.org/project/capria/>
- 76 Capria Fund Managers - Unitus Labs  
<https://unituslabs.org/other/capria-fund-managers/>
- 77 About Antler  
<https://www.antler.co/about>
- 78 Plug and Play Tech Center - Wikipedia  
[https://en.wikipedia.org/wiki/Plug\\_and\\_Play\\_Tech\\_Center](https://en.wikipedia.org/wiki/Plug_and_Play_Tech_Center)
- 79 Corporate Innovation - PNPTC - Plug and Play  
<https://welcome.pluginplaytechcenter.com/ultimate-innovation-platform>
- 80 Sage and Village Capital Unveil First Cohort of Companies Chosen ...  
<https://www.sage.com/en-us/news/press-releases/2025/03/sage-and-village-capital-unveil-first-cohort-of-companies/>
- 81 90 Why An Equity-Only Investment Strategy Overlooks Many Promising ...  
<https://medium.com/village-capital/why-an-equity-only-investment-strategy-overlooks-many-promising-entrepreneurs-ec5f69bd104c>
- 82 IFC Backs Lendable With \$45M to Fuel Fintech Lending in Africa  
<https://launchbaseafrica.com/2025/04/24/ifc-backs-lendable-with-45m-to-fuel-fintech-lending-in-africa/>

**85** [PDF] Venture Capital and the Gender Financing Gap: The Role of ...  
<https://www.ifc.org/content/dam/ifc/doc/mgrt/20200216-vc-wefi-research-snapshot.pdf>

**86** **92** **93** LENDABLE CLOSES ON \$110M Emerging Market Fintech Fund ...  
<https://lendable.io/news/lendable-closes-on-110m-emerging-market-fintech-fund-with-commercial-and-public-investors/>

**87** Project detail - LENDABLE INC. - FMO  
<https://www.fmo.nl/project-detail/54994>

**88** Ross Baird - Village Capital's Peer Selection Model - MIT Press Direct  
[https://direct.mit.edu/itgg/article-pdf/8/3-4/55/705076/inov\\_a\\_00187.pdf](https://direct.mit.edu/itgg/article-pdf/8/3-4/55/705076/inov_a_00187.pdf)

**89** About Us • Village Capital  
<https://vilcap.com/about-us>

**91** Lendable Fintech Credit Fund I  
<https://sifem.ch/portfolio/?lendable-msme-fintech-credit-fund-lmfcf>

**94** Capria Ventures marks first close of its \$100M fund for emerging market  
<https://technode.global/2023/04/27/capria-ventures-marks-first-close-of-its-100m-fund-for-emerging-market/>

**95** Capria's emerging markets \$100 mn fund-of-funds marks first close  
<https://www.vccircle.com/capria-s-emerging-markets-100-mn-fund-of-funds-marks-first-close>