

Траектории развития инвестиционных гигантов: уроки для фонда WISE

BlackRock

Исторический контекст основания: BlackRock был основан в 1988 году Ларри Финком и партнёрами как подразделение по управлению фиксированным доходом внутри Blackstone ¹. Финк пришёл к идее создания собственной фирмы после «сбоя системы» – огромного убытка (\$90 млн) на торговле ипотечными облигациями в First Boston, выявившего недостатки в управлении рисками ¹. BlackRock возник, чтобы заполнить нишу профессионального риск-менеджмента в управлении активами, особенно на рынке ипотечных ценных бумаг, который был недостаточно понят инвестбанками. Это совпало со стремлением институциональных инвесторов обезопасить портфели после кризисов 1980-х (крах фондового рынка 1987 г. и кризис сбережений и займов). BlackRock быстро набрал обороты: при поддержке Blackstone получил кредит \$5 млн и уже за год стал прибыльным, увеличив AUM в четыре раза ².

Ниша и факторы роста: Ключевой нишей BlackRock стало управление облигациями и создание передовых систем анализа рисков. Фирма с самого начала позиционировалась как управляющий, делающий акцент на риск-контроль и фидуциарную ответственность ³. BlackRock разработал свою легендарную платформу анализа портфелей Aladdin – *Asset Liability and Debt and Derivative Investment Network* ⁴ ⁵, что дало ей технологическое преимущество. В 1990-е BlackRock, уже отделившись от Blackstone, рос как органически, так и через сделки: например, поглощение State Street Research в 2004 г. и слияние с подразделением Merrill Lynch IM в 2006 г. ⁶. Решающее значение имела покупка в разгар кризиса 2008–2009 гг. крупнейшего провайдера индексных фондов iShares у Barclays, сделавшая BlackRock ведущим игроком в ETF и пассивных инвестициях ⁷. Таким образом, BlackRock занял институциональную нишу «*универсального управляющего глобальными портфелями*»: от активного управления рисками в облигациях до индексных продуктов. Его нейтральность и фокус на прозрачности помогли привлечь клиентов по всему миру – к 2024 г. под управлением BlackRock свыше \$11 трлн ⁸.

Инструменты и конструкции: Первоначально BlackRock работал как часть Blackstone, но затем стал независимой публичной компанией (IPO в 1999 г.) ⁹. Бизнес-модель – классическая модель управляющей компании с привлечением капитала через фонды и отдельные мандаты, а также продажа технологий управления рисками другим институтам. BlackRock не ограничивался LP/GP-фондами: значительная часть его AUM – это публичные фонды (включая открытые ПИФы и ETF iShares). Однако фирма активно создавала юридические конструкции под задачи клиентов – например, специальные фонды для выкупа *toxic assets* у банков после кризиса. BlackRock Solutions и платформа Aladdin стали *платформенной моделью* предоставления услуг risk management другим финансовым институтам ⁵. В критических ситуациях BlackRock использовал механизм SPV (например, совместно с ФРС создавал структуры Maiden Lane для разбора активов обанкротившихся банков). В целом, гибкость юридических конструкций (от трастов до ETF-трастов и совместных предприятий) позволила BlackRock расширять спектр услуг, оставаясь при этом под надзором SEC как публичная компания.

Становление “инфраструктурой доверия”: Сегодня BlackRock – синоним доверия на финансовом рынке. Во время мирового финансового кризиса 2008 года правительство США

фактически делегировало BlackRock управление проблемными активами банков: по заказу Казначейства команда Финка анализировала и распродала “токсичные” ипотечные портфели Bear Stearns, AIG, Freddie Mac и др. ¹⁰. ФРС привлекла BlackRock для администрирования \$130 млрд проблемных активов – беспрецедентная роль частной фирмы в стабилизации системы ¹⁰. Этот кейс закрепил за BlackRock репутацию «*теневого центрального банка*». Кроме государства, BlackRock стал инфраструктурой доверия для частного капитала: миллионы инвесторов доверяют свои средства его индексным фондам, а сотни крупнейших банков и фондов пользуются системой Aladdin для контроля рисков. Политически BlackRock старается сохранять нейтральность, балансируя между ESG-инициативами и критикой за влияние (ряд штатов даже бойкотировали BlackRock за «леволиберальную» политику ESG) ¹¹. Тем не менее, масштаб и технологичность BlackRock сделали его ключевым посредником между рынками капитала и мировой экономикой, способным влиять на распределение финансовых потоков в глобальном масштабе.

Blackstone

Истоки и кризисные возможности: Инвестиционный гигант Blackstone был основан в 1985 году Питером Петерсоном и Стивеном Шварцманом как бутик в сфере слияний и поглощений ¹². К середине 1980-х на Уолл-стрит назрели перемены: рынок LBO (выкупов с кредитным плечом) только зарождался, конгломераты стагнировали, а крупные инвестбанки вроде Lehman Brothers недостаточно обслуживали сектор альтернативных инвестиций. Экс-банкиры Шварцман и Петерсон уловили этот «сбой системы»: спрос на независимых советников по M&A и альтернативные инвестиции. **Blackstone воспользовался крахом фондового рынка 1987 г.:** сразу после “чёрного понедельника” им удалось закрыть свой первый фонд прямых инвестиций. Несмотря на отсутствие опыта управления LBO, они привлекли капитал от Prudential, Nikko Securities и пенсионного фонда GM, убедив инвесторов, что после обвала рынка есть шанс дёшево купить активы ¹³. Другая кризисная возможность – *Savings & Loan crisis* в США: уже в 1989 г. Blackstone вместе с Salomon Brothers создали фонд \$600 млн для покупки проблемных ссудно-сберегательных учреждений ¹⁴. Эти шаги показали умение фирмы зарабатывать на системных сбоях – будь то резкое падение акций или волна банкротств финансовых институтов.

Ниша и рост: Первые годы Blackstone был преимущественно советником по сделкам, но основатели с самого начала планировали войти в бизнес инвестирования собственно капитала ¹⁵. Благодаря связям Шварцмана в мире крупного капитала, Blackstone занял нишу *мощной платформы альтернативных активов*. Уже к концу 1990-х фирма управляла миллиардами в нескольких направлениях – прямые инвестиции (крупнейший игрок LBO за три десятилетия) ¹², недвижимость (начиная с покупки отелей Ramada и Days Inn в 1990–91 гг. ¹⁶), кредит (с 1991 г. запуск hedge fund для средств партнёров фирмы ¹⁷, позже покупка кредитной фирмы GSO в 2008 г.), фонды фондов и др. Фактически Blackstone превратился в **диверсифицированный конгломерат альтернативного управления**, став крупнейшим в мире к 2024 г. (\$1+ трлн AUM) ¹⁸. Их институциональная ниша – предоставлять инвесторам (от пенсионных фондов до суверенных фондов) доступ к активам, недоступным на публичных рынках: выкупленные компании, коммерческая недвижимость, инфраструктура, частные кредиты и т.п. – с профессиональным управлением и масштабом. Blackstone удавалось успешно расти даже после кризисов: например, в посткризисные 2010-е они купили миллиарды проблемной недвижимости (десятки тысяч домов после ипотечного кризиса), запустив крупнейшие в истории фонды в недвижимости и private equity. Тем самым, фирма закрепилась как *глобальный лидер альтернативных инвестиций*, воспользовавшись трендом, когда институциональные инвесторы увеличивали аллокации в частные рынки.

Инструменты и юридические конструкции: Модель Blackstone – классический GP/LP: фирма выступает генеральным партнёром, а пенсии, фонды и богачи – пассивными инвесторами (LP) в её фондах. Blackstone стал мастером создания специализированных фондов под разные классы активов. В 1987 г. они привлекли капитал японского банка Nikko (\$100 млн за 20% доли в фирме) ¹⁹ – это позволило расширяться, причём японский капитал пришёл в обмен на доступ к сделкам и долю прибыли. Такая *платформенная модель привлечения партнёров* повторялась: Blackstone не стеснялся продавать миноритарии – от иностранного банка до IPO. В 2007 г. Blackstone одним из первых среди PE-фирм вышел на IPO, конвертировавшись в публичную компанию и получив постоянный капитал ¹². При этом фирма создавала SPV и холдинговые структуры для крупных сделок: напр. выкуп Hilton в 2007 г. или финансирование Energy Future (TXU) – консорциумы с другими инвесторами, отдельные юридические лица под каждую приобретённую компанию, позволяющие изолировать риски. Ещё одна успешная конструкция – *небиржевые фонды для масс*: Blackstone запустил продукты типа BREIT (частный REIT для недвижимости) и BCRED (бизнес развития, аналог BDC) для привлечения капитала состоятельных частных лиц. Гибкое комбинирование классических фондов, публичных инструментов и стратегических партнёров дало Blackstone устойчивость и постоянный доступ к капиталу.

“Инфраструктура доверия” для государства и инвесторов: Хотя Blackstone более известен как частный инвестор, он играл системную роль в ряде кризисных эпизодов. В разгар **кризиса 2008–2009 гг.** Чёрный камень оказался в числе главных выгодоприобретателей программ правительства: к примеру, участвовал в скупке проблемных ипотек через Public-Private Investment Program (PPIP) – используя свои фонды для покупки активов с господдержкой. Кроме того, глава Blackstone Шварцман вошёл в ближний круг экономических советников (например, возглавлял стратегический форум при президенте США в 2017 г.), то есть фирма стала *политически влиятельной*. Для частного капитала Blackstone – эталон надёжности: многие годы её фонды приносят инвесторам двузначные IRR, а бренд привлекает пенсионные системы всего мира. В результате Blackstone стала чем-то вроде “приватного мини-Уолл-стрита”: крупные сделки часто не проходят через биржу, а делаются закрыто с участием Blackstone и подобной ему инфраструктуры. Государства тоже видят в Blackstone надёжного партнёра: например, Саудовский суверенный фонд вложил \$20 млрд в инфраструктурный фонд Blackstone в 2017 г., рассчитывая через него инвестировать в экономику США. Таким образом, Blackstone выстроил репутацию нейтрального, прагматичного посредника между государственным и частным капиталом, способного решать задачи от реструктуризации обанкротившихся компаний до привлечения иностранных инвестиций в нацпроекты.

Apollo Global Management

Возникновение на обломках Drexel: Apollo был основан в 1990 г. сразу после краха легендарного инвестбанка Drexel Burnham Lambert, эпицентра “мусорных облигаций”. Леон Блэк – бывший руководитель M&A в Drexel – вместе с партнёрами (Джош Харрис, Марк Роуэн и др.) создали Apollo, чтобы воспользоваться *системным сбоем*: распадом рынка высокодоходных облигаций и отсутствием финансирования LBO после скандалов вокруг Майкла Милкена ²⁰ ²¹. В течение всего полугодия после ликвидации Drexel они привлекли ~\$400 млн под первый фонд Apollo, опираясь на репутацию Леона Блэка как “правой руки” Милкена и звезды LBO-бума 1980-х ²¹. **Стратегия Apollo с самого начала была нацелена на кризисные ситуации:** когда новых LBO некому финансировать, Apollo стал скупать проблемные долговые бумаги и компании. Они запустили первый фонд Apollo Investment Fund I, нацеленный на *distressed* активы – инвестирование через покупку долга с дисконтом и получение контроля над компанией через банкротство или реструктуризацию ²². Одновременно Блэк учредил консультативную фирму Lion Advisors для управления портфелями высокодоходных облигаций французского банка Crédit Lyonnais ²³. Фактически Apollo занял пустующую нишу “стервятника”, скупая за бесценок активы

у разорившихся S&L-банков и страховых компаний, а также у госструктуры RTC (Resolution Trust Corp.), ликвидировавшей имущество банкротов S&L ²⁴. Знаковая ранняя сделка – покупка облигационного портфеля страховой компании Executive Life совместно с Crédit Lyonnais, принесшая огромную прибыль при восстановлении рынка (впоследствии правда вызвала регуляторные споры) ²⁴. Таким образом, рождение Apollo – пример того, как финансовая институция возникает на руинах предыдущей системы (империи “мусорных” облигаций) и эксплуатирует кризисную неэффективность, предоставляя капитал там, где остальные боятся.

Ниша и эволюция: Apollo быстро сделался синонимом инвестора в *проблемные долги и выкуп контроля*. В начале 1990-х, пока традиционные фонды прямых инвестиций буксовали из-за нехватки кредитов, Apollo получал контроль над компаниями через скупку их обесцененных облигаций. Эта ниша – **distressed-to-control** – отличала Apollo от классических LBO-фондов. Они вкладывались, например, в курорт Vail Resorts, производителей Culligan и Samsonite, получая доли в акционерном капитале путём конвертации долгов при банкротстве ²². Со временем Apollo расширил модель: параллельно с фондами прямых инвестиций (которые к концу 90-х стали крупнее и включали вклады крупнейших пенсий, таких как CalPERS ²⁵) Apollo развивал кредитное направление. В 1995 г. они привлекли \$1,5 млрд в Фонд III, а в 1997 г. из Apollo вышли партнёры, основавшие Ares Management для управления CLO – то есть даже дочерние специализации росли из Apollo ²⁶. В 2000-х Apollo участвовал уже и в мегасделках наряду с другими PE-гигантами, но сохранил репутацию эксперта по кризисам. Во время **кризиса 2008-09** Apollo отличился: их фонды приобрели, например, обанкротившуюся LyondellBasell, сети казино и др., что принесло огромные выигрыши, когда экономика восстановилась. К 2020-м Apollo управляет широким спектром альтернативных активов (кредит – около \$392 млрд из \$548 млрд AUM к 2022 ²⁷, private equity, недвижимость и даже *growth* и *venture*). Ключевой драйвер роста – интеграция с сектором страхования: Apollo приобрёл контроль в страховой Athene и ряде аннуитетных бизнесов, получив постоянный приток активов под управлением (liability-driven investing). Таким образом, Apollo эволюционировал из нишевого “фонда Милкена” в **мультистратегическую платформу**, сохранив ядро компетенций: умение работать с долговыми рынками и проблемными ситуациями.

Инструменты и структуры: С первых лет Apollo прибегал к нестандартным конструкциям. Пример – Lion Advisors, отдельная фирма для обслуживания иностранного инвестора (Crédit Lyonnais), позволявшая Apollo управлять большим капиталом на рынке высокодоходных облигаций с упором на арбитраж кризисных цен ²³. Внутри Apollo действовали классические закрытые фонды (Apollo Investment Fund I, II, III и т.д.) со стандартной структурой LP/GP и 10-летним сроком. Однако Apollo славился агрессивным использованием **SPV при поглощениях**: например, они часто создавали промежуточные компании для скупа облигаций целевой фирмы, финансируя их через синдикацию кредиторов. Юридически Apollo первоначально был частным партнерством; в 2011 г. фирма провела IPO (через сложную схему с листингом на бирже в Амстердаме, затем в Нью-Йорке) – тем самым, как и другие, добавив публичный компонент капитала. Apollo также построил *платформенную модель*: помимо основных фондов PE, запустил фонды недвижимости (с 1993 г.), кредитные фонды, hedge-фонды. Большая часть юридических конструкций Apollo направлена на повышение гибкости: например, их постоянный капитал – страховщик Athene – структурирован так, что Apollo управляет его резервами за комиссию, не консолидируя на балансе Apollo. Для сделок Apollo не гнушался агрессивных юридических тактик (взять хотя бы структуру сделки Executive Life, где использовались офшоры и подставные лица, за что потом были разбирательства). Тем не менее, это не помешало Apollo стать публичной компанией и соблюдать регуляции. Гибкость проявилась и в географии: Apollo создал филиалы в Европе и Азии, используя локальные фонды и совместные предприятия, чтобы войти в новые юрисдикции.

Инфраструктура доверия: Apollo менее публичен, чем BlackRock, но стал опорной институцией для *частного капитала, ищущего высокую доходность вне публичных рынков*. Его репутация куется на результатах: distressed-фонды Apollo исторически показывали одни из лучших возвратов. Например, Fund V (2001 г.) дал 54% IRR нетто ²⁸, что укрепило доверие LP. Многие пенсионные фонды США (от CalPERS до Teachers Retirement) – постоянные инвесторы Apollo. В периоды кризисов к Apollo обращаются корпорации и правительства: показательна ситуация *COVID-кризиса 2020*, когда Apollo совместно с правительством предоставлял экстренное финансирование бизнесам (кредитование авиакомпаний, гостиниц) – фактически выполняя роль спасительного кредитора там, где госпрограмма была недостаточна. Apollo старался держаться аполитичным, но неизбежно вплетён в большую игру: Леон Блэк состоял в советах музеев и университетов, а в 2021 г. вынужден был оставить пост из-за скандала (связи с Эпштейном), что показывает – крупные институционалы столь же требовательны к репутации, сколь и к доходности. Тем не менее, Apollo продолжает быть *ключевым звеном* между гигантскими пассивами (страховые резервы, пенсионные обязательства) и реальной экономикой (компании, нуждающиеся в капитале). Их модель особенно ценна в отсутствие традиционного банковского кредитования – Apollo по сути стал *суррогатным банком* для корпоративной Америки, предлагающим более гибкий и рискованный капитал, чем могли бы банки.

Brookfield Asset Management

Долгие корни и точки перезапуска: Brookfield – уникальный случай, чья история насчитывает более 100 лет, от канадских инвестиций в бразильские трамваи в 1899 г. до современной глобальной корпорации ²⁹. Однако современная Brookfield как крупнейший альтернативный менеджер фактически переродилась в 1990-е. **Системный кризис, ставший поворотным пунктом, – крах империи недвижимости Olympia & York в 1990-91 гг.:** этот девелопер (владел небоскрёбами, строил Canary Wharf) обанкротился, и Brookfield (тогда еще под названием Brascan) сумела в 1996 г. приобрести ключевые активы O&Y – включая комплекс Всемирного финансового центра в Нью-Йорке – по сути, за бесценок ³⁰. Такая антикризисная скупка позволила Brookfield ворваться на рынок элитной недвижимости США. Вскоре произошёл другой шок – теракты 11 сентября 2001 г., после которых центр Манхэттена опустел. Brookfield вновь пошла против течения: **вместо того чтобы уходить, компания удвоила ставки, инвестируя в восстановление комплекса World Financial Center** ³¹. Этот контрциклический шаг окупился – сегодня (под именем Brookfield Place) это процветающий центр. Brookfield традиционно искала возможности именно в моменты “сбоев”: так, в начале 2000-х лопнул дотком-пузырь, а Brookfield как раз в 2001 г. запустила первый частный фонд прямых инвестиций ³², диверсифицируя бизнес. В 2008 г., в разгар мирового кризиса, Brookfield создала публичное подразделение Brookfield Infrastructure Partners, чтобы привлечь масштабный капитал на нужды инфраструктуры ³³ – на фоне, когда госбюджеты были напряжены, а частные инвесторы искали стабильные активы. Таким образом, Brookfield череду кризисов 1990-х и 2000-х превратила в трамплин: покупала дешево, когда другие распродавали, и привлекала капитал, когда другие сокращались.

Институциональная ниша: Brookfield сегодня – это **гигант реальных активов**: недвижимость, инфраструктура, возобновляемая энергетика, а также private equity и кредит. Её уникальная ниша – долгосрочное владение и управление *долгоживущими материальными активами, обеспечивающими базовые услуги* ²⁹. Традиционные инвесторы часто не имели экспертизы для прямого владения ГЭС, ЛЭП, офисными башнями или портами, особенно в кризисные периоды. Brookfield же сочетала в себе роль оператора и инвестфонда. Под управлением команды Брюса Флатта (CEO с 2002 г.) компания выстроила образ *глобального опекуна инфраструктуры и недвижимости*. В то время как конкуренты-PE чаще покупают компании на 5-7 лет, Brookfield нередко держит активы десятилетиями, извлекая рентный доход. Эта долгосрочная, нейтральная

к политике позиция сделала Brookfield предпочтительным партнёром для правительств: фирма участвовала в приватизации инфраструктуры в Канаде, Бразилии, Австралии. Например, Brookfield покупала доли в национальных сетях и портовых операторах, принося капитал и сохраняя работу объектов. Кроме того, Brookfield рано сделала ставку на **возобновляемую энергетику** (ГЭС, ВИЭ): с 1999 г. начала глобально скупать ГЭС ³⁴, став к 2017 г. одним из крупнейших операторов ВИЭ. Когда ESG-повестка набрала силу, Brookfield оказалась впереди конкурентов, привлекая миллиарды под *Climate Transition Fund* (\$15 млрд в 2022) ³⁵. Ещё одна ниша – *долговая реструктуризация*: Brookfield не столь громко, как Oaktree, но тоже известна тем, что спасала компании от краха. Например, в 2009 г. Brookfield вложилась в обанкротившийся второй по величине молл-оператор США GGP, сохранив бизнес и удвоив инвестицию при выходе.

Инструменты и модели: Brookfield пользуется целым арсеналом юридических форм. Исторически ядро – **публично торгуемая холдинговая компания**, ранее Brookfield Asset Management Inc., а с 2022 г. разделённая на Brookfield Corporation (главный инвестор) и новую Brookfield Asset Management (управляющая компания) ³⁶ ³⁷. Эта сложная структура (Financial Times назвал Brookfield “глобальной головоломкой” с активами \$500 млрд, разбросанными по миру) ³⁸ позволяет сочетать собственный капитал и капитал сторонних инвесторов. Brookfield активно использует *listed partnerships*: созданы торгуемые на бирже дочерние фонды – Brookfield Renewable Partners (с 2008), Brookfield Infrastructure Partners (2008) ³³, Brookfield Property Partners (2013) и др., в которые внешние инвесторы могут вкладываться наравне с Brookfield. Эти LP-партнёрства дают доступ к розничному и институциональному капиталу без традиционных ограничений closed-end фондов (они бессрочные). Одновременно Brookfield с 2001 г. запускает частные закрытые фонды (PE-фонд Capital Partners I, инфраструктурные фонды, фонды недвижимости) ³² – похожие на модели Blackstone. Отличительная черта – **со-инвестирование собственного капитала**: Brookfield Corporation оставляет за собой 20%+ долю в каждом новом фонде, что обеспечивает доверие LP (интересы на одной стороне). Также Brookfield идёт на стратегические M&A: вместо органического создания кредитного бизнеса они в 2019 г. купили 62% Oaktree Capital, одного из лидеров рынка кредитов ³⁹. Юридически Brookfield конструирует платформу как союз разных экспертиз под одним брендом. Важный инструмент – партнёрство с государством: например, Brookfield пригласил Марка Карни (экс-глава ЦБ Канады и Англии) на пост вице-председателя ⁴⁰ и председателя новой BAM, что усилило позиции фирмы в диалоге с регуляторами. В целом, гибрид собственных инвестиций, биржевых дочерних компаний и частных фондов дал Brookfield *архитектуру, устойчивую к кризисам*: фирма может быстро привлекать капитал как через листинг новой “дочки”, так и через закрытый фонд.

Инфраструктура доверия: Brookfield часто называют “*тихим гигантом*”, который оперирует критически важными активами за кулисами. Для государств Brookfield – желанный инвестор: он не политизирован, работает в долгую и готов вкладываться в инфраструктуру, которую больше некому финансировать. Например, в Бразилии, когда государству требовались инвестиции в энергосети и дороги, Brookfield (ещё как Brascan) десятилетиями держала электроэнергетические компании, обеспечивая стабильность электроснабжения. В Канаде и США Brookfield участвовала в программах ГЧП, выкупая у госструктур объекты (автострады, учреждения) и затем сдавая в аренду обратно, предоставляя правительствам деньги вперёд. Такой опыт сделал Brookfield *посредником доверия между публичным и частным секторами*. Частные институциональные инвесторы тоже ценят Brookfield: её фонды часто переподписаны, а формат торгуемых партнёрств дал доступ к ликвидности. Brookfield Place в Нью-Йорке – бывший World Financial Center – стал символом успешного возрождения: инвесторы видят, что Brookfield не бросает активы и вкладывает в развитие. В кризис **COVID-19** Brookfield запомнилась готовностью вливать капитал в пострадавшие отрасли (например, спасение авиализинговой компании). Однако некоторые решения Brookfield нельзя назвать безусловно позитивными – например, сложная корпоративная структура затрудняет анализ рисков (множество уровней долга и дочерних фирм).

Тем не менее, общая картина – Brookfield воспринимается как “стабильные руки”, способные удерживать ценные активы в любых штормах. С 2022 г. под управлением Brookfield более \$1 трлн, и она вошла в элиту глобальных управляющих ⁴¹. Для фонда WISE особенно интересен пример Brookfield тем, как институт из относительно периферийного рынка (Канада) смог привлечь мировой капитал, оставаясь верным своей экономической стратегии – вкладывать в реальную экономику (энергетику, инфраструктуру) и выступая связующим звеном между инвесторами и государственными нуждами.

KKR (Kohlberg Kravis Roberts)

Рождение индустрии LBO: KKR – один из пионеров рынка прямых инвестиций, основанный в 1976 г. Джеромом Колбергом, Генри Крависом и Джорджем Робертсом после их ухода из банка Bear Stearns ⁴². “Сбой системы”, который они эксплуатировали – ригидность публичных рынков 1970-х. Акции многих компаний торговались дешево (период стагфляции), а менеджмент зачастую работал неэффективно, защищенный от давления акционеров. Колберг ещё в 1965 г. придумал схему выкупа компании с использованием заёмных средств (позже названную LBO) ⁴³, считая, что концентрация собственности в руках нескольких мотивированных инвесторов приведёт к лучшему управлению бизнесом ⁴³. В Bear Stearns команда провела ряд выкупов в начале 70-х, но столкнулась с непониманием руководства банка и дефицитом капитала ⁴⁴. В 1976-м они основали собственную фирму KKR, чтобы целенаправленно заниматься *leveraged buyouts*. Однако первые шаги были непростыми: инвесторы тогда с осторожностью относились к новым схемам, и в 1977 г. KKR лишь начала проводить небольшие сделки. Перелом наступил в 1979 г., когда KKR осуществила **первый крупный публичный LBO – выкуп компании Houdaille Industries за \$355 млн** ⁴⁵. Эта сделка, больше предыдущих LBO в несколько раз, показала рынку, что крупные публичные компании могут быть выкуплены частными инвесторами. Она же открыла поток капитала: после успеха Houdaille к KKR начали присоединяться большие банки и институционалы ⁴⁶. Важный момент – в 1981 г. KKR привлекла *пенсионный фонд штата Орегон*, консервативного инвестора, вложившего \$178 млн в выкуп сети Fred Meyer ⁴⁷. Это был прецедент: государственные пенсионные фонды, уставшие от низких доходностей облигаций, поверили в новую модель PE ⁴⁷. KKR, опираясь на дешёвые кредиты (в 1980-е ставки падали после пика 1981 г.) и появление рынка высокодоходных облигаций, совершала все более крупные сделки, кульминацией которых стал **LBO RJR Nabisco в 1989 г. за \$30 млрд** – крупнейший в истории на тот момент ⁴⁸. Таким образом, KKR фактически создала индустрию LBO, заполнив вакуум: ранее компании либо жили с неэффективным менеджментом, либо становились жертвами враждебных поглощений. KKR предложила дружелюбный (или по крайней мере организованный) выкуп менеджментом при поддержке частного капитала, что стало востребованным решением в сломавшейся парадигме корпоративного управления 1970-80-х.

Ниша и эволюция: В 1980-е KKR была главным экспертом по **выкупам с высоким долговым плечом**. Их ниша – большие устоявшиеся компании с сильными денежными потоками (супермаркеты, промышленные фирмы), где можно было занять под залог активов и быстро улучшить операционную эффективность ⁴⁹. KKR избегала высокотехнологичных компаний с большими расходами на R&D (считалось, что они не выдержат долговой нагрузки) ⁴⁹. Вместо этого они фокусировались на *cash cow*, способных обслуживать долги. После RJR Nabisco и пика LBO-безумия конца 80-х, наступил откат – в начале 90-х высокая задолженность многих LBO привела к дефолтам, а Drexel (ключевой источник “мусорных” облигаций) рухнул. KKR пережила этот период, хотя и снизила профиль (в 1990-х фирма сделала меньше громких сделок). Зато в конце 90-х – начале 2000-х KKR вновь наращивает активность, теперь уже глобально: первая сделка в Европе в 1996 г. ⁵⁰, серия успешных инвестиций (Shoppers Drug Mart, Yellow Pages, Toys “R” Us и др. в 2000-х ⁵¹ ⁵²). **Бум “мегабайаутов” 2005-2007** не обошёлся без KKR: фирма участвовала практически во всех крупнейших сделках того времени (SunGard \$11 млрд ⁵³, HCA

\$31 млрд, TXU \$44 млрд – рекордный LBO) ⁵⁴ ⁵⁵. KKR зарекомендовала себя как институт, умеющий мобилизовать консорциум инвесторов на сделки, сопоставимые по масштабу с капитализацией крупных публичных компаний. После кризиса 2008 г. KKR, как и другие, диверсифицировала бизнес – запустила кредитные подразделения, инфраструктурные фонды, фонды роста, вышла на рынки Азии. К 2020-м KKR – публичная компания (листинг с 2010 г.) и *мульти-ассет платформа* с ~\$500 млрд AUM. Но сердцевина её бренда – по-прежнему **private equity**: инвесторы ассоциируют KKR с глубоким операционным вмешательством в бизнесы (у фирмы даже есть собственное консалтинговое подразделение KKR Capstone для улучшения компаний) и высокой доходностью от продажи или IPO выкупленных компаний. Таким образом, KKR выросла из узкой LBO-фирмы в глобального управляющего, не потеряв конкурентного преимущества – умения заключать крупные сложные сделки.

Инструментарий и конструкции: KKR стояла у истоков многих юридических и финансовых инноваций в PE. Ещё в конце 70-х они придумали структуру *Limited Partnership* для фондов: KKR создала свой первый фонд в 1978 г., где выступила генеральным партнёром, добавив к своим средствам деньги инвесторов, а кредиторы (банки) получали фиксированные выплаты и “*сладпеперы*” – привилегированные акции или варранты ⁴². Использование **префакций с налоговым преимуществом** (85% дивидендов не облагались налогом) для банков сделало кредиты дешевле ⁴². KKR активно привлекала пенсионные фонды (их вход в 1980-х был возможен благодаря смягчению правил ERISA) – по сути, институционализировала свой капитал. Практика предлагать инвесторам co-invest (возможность вложиться напрямую в сделку без доплаты комиссии) также стала инструментом KKR для крупных LBO: например, при выкупе TXU на \$44 млрд KKR организовала консорциум из 7 PE-фирм и множества кредиторов ⁵³ ⁵⁵. Юридически сделки KKR структурировались через специально созданные корпорации в дружественных юрисдикциях (Делавэрские корпорации, нередко – офшоры для международных сделок). В 21 веке KKR ввёл и *постоянные капитальные инструменты*: так, они создали несколько BDC (бизнес-развитийных компаний) и кредитных REITов для привлечения долгового капитала от частных инвесторов. В 2018 г., следуя за Blackstone, KKR изменила форму с публичной partnership на обычную корпорацию для упрощения владения акциями широкой публикой – то есть подстраивалась под юридические и налоговые изменения. Важно отметить способность KKR к **регуляторной адаптации**: в сделке TXU, например, требовалось одобрение энергетических регуляторов Техаса, и KKR продемонстрировала готовность менять стратегию компании (сократить углеродные выбросы, пересмотреть тарифы) ради получения *regulatory buy-in* ⁵⁵. Этот опыт работы на стыке финансов и политики (учитывая общественный резонанс крупных поглощений) научил KKR действовать в рамках правовых ограничений, не отказываясь от агрессивных целей.

Статус инфраструктуры доверия: KKR за почти 50 лет стала культовой фигурой финансового рынка – достаточно вспомнить книгу/фильм “*Barbarians at the Gate*” о выкупе RJR Nabisco. Но помимо имиджа “варваров” KKR добилась и доверия институционалов. Ещё к 1986 г. 11 государственных пенсионных фондов США инвестировали в фонды KKR ⁴⁷, и многие из них остаются клиентами десятилетиями. KKR часто поручают управление сложными ситуациями: например, когда в Европе в 2010-х надо было реструктурировать банки, KKR совместно с правительствами создавали фонды выкупа *non-performing loans*. Фирма также стала партнёром государств в инфраструктурных проектах – от телекомов (в Австралии KKR инвестировала вместе с госфондами в Seven Network) ⁵⁶ до оборонных технологий (в США KKR приобретала компании, важные для обороны, при тихом одобрении властей). Внутри частного сектора KKR – символ преемственности: пережив несколько кризисов (1989, 2000, 2008) с уроками, она предоставляет инвесторам уверенность, что их капитал даже при длительном отсутствии IPO не потерян – KKR найдёт выход, будь то продажа стратегическому инвестору или иной манёвр. Для компаний реальной экономики KKR – хоть и жёсткий, но зачастую спасительный акционер: известны

случаи, когда KKR выступала “белым рыцарем” (Safeway, 1986) ⁵⁷, спасая компании от нежелательных рейдеров, или вкладывала капитал в умирающие подразделения крупных корпораций, давая им новое рождение. Всё это делает KKR *ключевым посредником* между огромными резервами капитала (пенсионных и суверенных фондов) и корпорациями, которым этот капитал нужен для трансформации. Можно сказать, KKR профессионализировала саму функцию “капитал как услуга”: вместо стихийных поглощений 1970-х она превратила выкупы в институционально доверенную процедуру. Сегодня, не имея, казалось бы, прямого отношения к широкой публике, KKR тем не менее влияет на миллионы жизней – через компании, которыми владеет (от госпиталей до розничных сетей) и через пенсии, чьи выплаты она помогает обеспечивать доходностью. Такой уровень доверия достигнут немногими, и опыт KKR крайне поучителен для новых фондов.

Bridgewater Associates

Консалтинг, родивший хедж-фонд: Bridgewater был основан Рэем Далио в 1975 г. в его двухкомнатной квартире – на десятилетие раньше упомянутых РЕ-гигантов ⁵⁸. Возник он не как инвестиционный фонд, а скорее как **консультационный бутик по управлению рисками для институциональных клиентов**. В начале 1970-х произошёл разрыв Бреттон-Вудс (плавающие курсы валют) и нефтяной шок – многие корпорации столкнулись с новой волатильностью валютных и процентных рисков. Далио уловил *сбой*: большие компании и даже правительственные учреждения не умели хеджировать валютные курсы и процентные ставки. Bridgewater заполнил эту нишу, предлагая консультации и управляя рисками для предприятий (например, работал с казначейством McDonald’s и Nabisco) ⁵⁹, а также для мировых организаций (первый крупный счёт – \$5 млн от Всемирного банка в 1987 г. для управления облигациями) ⁶⁰. В 1980-е Bridgewater стала издавать исследовательский обзор *Daily Observations* – платную рассылку с макроэкономическим анализом, которую читали финансисты высшего звена. Именно качество этих исследований впечатлило клиентов: **Daily Observations вскоре стали читать руководители центробанков и пенсионных фондов по всему миру** ⁶¹. Так Bridgewater превратилась из советника отдельным компаниям в своеобразный *мозговой центр* при глобальных инвесторах. В конце 80-х фирма расширила фокус от чисто валютных хеджей к управлению глобальными облигационными портфелями для институционалов ⁶², укрепляя репутацию эксперта по фиксированному доходу. Первыми шагами в собственно управление активами стали запуск в 1990 г. небольшого **хедж-фонда Pure Alpha** (на деньги Kodak и Loews Corp.) ⁶³ и разработка концепции *risk overlay* (насыщение портфеля 20 некоррелированными позициями для повышения прибыли без чрезмерного риска) ⁶⁴.

Инновации и рост через кризисы: Главный вклад Bridgewater – **финансовые инновации в управлении портфелями**. В 1996 г. Далио представил стратегию *All Weather*, положившую начало движению *risk parity*: сбалансированный по риску портфель активов (облигации, акции, товары) с леввериджем на низковолатильных классах, позволяющий получать стабильный доход при любых рыночных режимах ⁶⁵. Эта идея оказалась особенно востребована после кризиса доткомов 2000–2002: традиционные фонды терпели убытки, а Bridgewater Pure Alpha показал прибыль, и хедж-фонды стали популярны ⁶⁶. Bridgewater в начале 2000-х рос на 25% в год, удваивая штат каждые несколько лет ⁶⁷. К 2005 г. он стал самым быстрорастущим управляющим в мире ⁶⁷, и даже **закрывал прием новых клиентов**, достигнув как бы “ёмкости” рынка. Отдельно стоит роль Bridgewater в **кризис 2008 г.**: за год до краха Далио предупреждал в своих обзорах о перегреве кредитного рынка – “никто не был лучше подготовлен к обвалу, чем его клиенты” ⁶⁸. В весной 2007 г. Bridgewater разослал клиентам доклад о том, что банки скрывают ~\$839 млрд потенциальных убытков по плохим долгам ⁶⁸. В декабре 2007 г. Далио лично представил эти выводы чиновникам Казначейства США ⁶⁹. Когда в 2008 г. рынки рухнули, хедж-фонд Pure Alpha сохранил капитал инвесторов (вырос, по разным данным, на +9% при двузначном падении

индексов)⁶⁸. Это окончательно закрепило за Bridgewater статус “макро-гуру”. Впоследствии Далио систематизировал свои знания в серии трактатов (“Шаблоны долговых кризисов”, “Принципы”), которые стали настольными у многих регуляторов. В 2010-е Bridgewater стал крупнейшим в мире хедж-фондом (~\$150 млрд AUM) и продолжал внедрять нестандартные подходы – например, культуры радикальной прозрачности внутри компании, алгоритмической оценки персонала и пр.

Модель и юридические аспекты: Bridgewater – частная компания (LP), принадлежащая основателю и партнёрам; она **не стремилась привлекать внешний капитал акционеров**, в отличие от PE-фондов. Хедж-фондовая модель предполагает более короткие сроки и ликвидность для инвесторов (возможность выходить по стоимости активов раз в квартал, например). Это другая институциональная ниша: клиенты – крупные ликвидные инвесторы (ЦБ, суверенные фонды, университеты), которые доверяют Bridgewater часть портфеля для *активного управления абсолютной доходностью*. Bridgewater стал своего рода *outsourced CIO* для таких клиентов, предлагая глобальные макро-стратегии. Юридически их фонды – оффшорные и оншорные partnership под управление Bridgewater; сама фирма регулировалась SEC как консультант. Отличие – Bridgewater не берет 20% прибыли как классические фонды, а использует модель “только управление за комиссию” для некоторых стратегий (например, All Weather – больше бета-продукт). Но за Pure Alpha взимается и успех (перформанс-фии). Далио также добился, чтобы Bridgewater могла ограничивать приток средств: введены *capacity limits*, чтобы не размывать доходность существующих клиентов⁷⁰. Такая дисциплина создала впечатление эксклюзивности – попасть в фонд Bridgewater считалось признаком элитности LP. Ещё одно ноу-хау – разделение *alpha* и *beta* инвестиций (Далио был пионером идеи, что за отдельную плату можно дать клиенту чистую альфу поверх рыночного портфеля, устранив бета-риски)⁶⁴. Во многом Bridgewater работала на грани консалтинга и управления – нередко они просто продавали свои макро-идеи центробанкам без управления средствами.

Инфраструктура доверия: Bridgewater за полвека превратилась из малоизвестного консультанта в *неформального советника центральных банков*. Когда главы ФРС или ЕЦБ читают Daily Observations или встречаются с Далио, они прислушиваются к анализу, т.к. Bridgewater не связан продажей банковских услуг и может откровенно описывать макрориски. В 2020-е, уходя от дел, Далио даже консультировал государственные фонды (напрямую, как в случае Китая). Для институциональных инвесторов Bridgewater – *оплот риск-менеджмента*: он показал, что можно пережить и 1987, и 2000, и 2008, сохранив и приумножив капитал. Уровень доверия проявляется хотя бы в том, что по состоянию на 2011 г. у Bridgewater было 100% повторных инвесторов – никто не выходил добровольно. При этом Bridgewater чётко политически нейтрален: Далио публично аполитичен, его принципы скорее корпоративно-философские. Это позволило фирме успешно работать и с американскими, и с азиатскими, и с ближневосточными клиентами. **Во время кризисов Bridgewater зачастую выступает как “навигатор”:** так, в марте 2020 г. его аналитики оперативно выкладывали заметки о сценариях пандемии, помогая инвесторам ориентироваться. Можно сказать, Bridgewater стал *инфраструктурой доверия глобального уровня по части информации*: не столько посредником капитала (в отличие от PE-фондов), сколько посредником знаний и идей между крупным капиталом и экономической реальностью. Тем не менее, для фонда WISE тут тоже ценно – умение выстроить доверительные отношения с государством на почве экспертизы.

Oaktree Capital

Дисциплина на рынке мусорных облигаций: Oaktree Capital Management основана в 1995 г. Ховардом Марксом, Брюсом Каршем и партнёрами – командой, ранее управлявшей инвестициями в проблемные долги в компании TCW⁷¹. Предыстория: в конце 1980-х – начале

90-х рынок высокодоходных облигаций пережил шок (крах Drexel, рецессия 1990-91, волна дефолтов “мусорных” бондов). Маркс и коллеги в TCW благополучно провели клиентов через эти бурные события, исповедуя консервативный подход к риску. Когда в 1995 г. TCW сменил владельцев, команда решила отделиться, чтобы создать фирму с *культовой философией сохранения капитала*. **“Сбой системы”**, на котором возник Oaktree, – избыточная агрессивность многих инвесторов в предшествующие годы и их последовавшие потери. Маркс увидел запрос институционалов на *управляющих, которые умеют избегать потерь, а не только гнаться за доходностью*. Уже за первые три месяца после основания Oaktree переманил 30 клиентов TCW с \$1,5 млрд на обслуживание ⁷² – это беспрецедентный вотум доверия, основанный на репутации Маркса. Фирма специализировалась на **distressed debt и high yield облигациях**, предлагая инвесторам участие в закрытых фондах, нацеленных на кризисные ситуации. Стратегия Oaktree – дожидаться, когда в рынке возникнет паника и цены упадут, затем агрессивно вкладывать, пока все продают (famous mantra: “мы не можем предсказать, когда придёт дождь, но можем подготовиться ловить воду” Маркса). Уже в конце 90-х такая стратегия оправдалась: азиатский кризис 1997 и дефолты в России 1998 создали возможность Oaktree запустить фонды на emerging markets и европейском высокодоходном долге ⁷³. Они строго придерживались своей нишевой экспертизы – кредит и проблемные активы – не распыляясь на чуждые области. Это позволяло **стабильно выдавать высокие результаты**: к 2011 г. 17 фондов distressed-долга Oaktree за 22 года дали среднегодовую доходность 19% после всех комиссий ⁷⁴ – выдающийся показатель, особенно достигнутый без использования значительного плеча и спекулятивных стратегий.

Ниша и позиционирование: Oaktree занял уникальную институциональную нишу *“самого надёжного игрока в рискованном сегменте”*. Они рекламировали философию: *“Oaktree стремится к меньшему числу потерь, а не к максимальному числу выигрышей”* (по словам Маркса, секрет успеха – *“Fewer Losers”*). В мире, где многие жадно искали больше прибыли, Oaktree строил доверие на осторожности. Это привлекло огромную базу клиентов: **65 из 100 крупнейших пенсионных планов США** были клиентами Oaktree, 40 государственных пенсионных фондов, свыше 500 корпораций, 275 университетских фондов и 16 суверенных фондов ⁷⁵. То есть Oaktree фактически стал *расчётливо-консервативным доверенным лицом* для институционалов по всему миру. Они знали, что когда наступит очередной кризис – будь то крах доткомов 2000, ипотечный кризис 2008 или пандемия 2020 – Oaktree будет наготове с новым фондом, чтобы купить активы, а до кризиса – не наделает глупостей в погоне за прибылью. В период **2005-2007 гг. бума долгового кредитования** многие фонды вышли за рамки дисциплины, но Oaktree соблюдал *самоограничения по размеру фондов*, отказывая новым инвесторам в 2010 г., чтобы не переразмерить стратегии ⁷⁶. Такая самодисциплина редка и лишь усиливает доверие LP. Показательный пример роли Oaktree – кризис 2008–2009: фирма в 2008 г. подняла гигантский Distressed Opportunities Fund с более чем \$10 млрд капиталом и вложила его в разгар паники, купив долги обанкротившихся банков, застройщиков, корпораций. Когда рынок восстановился, эти вложения дали мультипликацию капитала, подтвердив репутацию Oaktree как *мастера цикла*. К 2019 г. успехи Oaktree привлекли внимание Brookfield, и та купила 62% Oaktree за \$4,7 млрд ⁷¹, желая добавить к своей платформе непревзойдённую экспертизу в кредитах. Но даже под крылом Brookfield Oaktree сохраняет автономию инвестиционной политики и бренд.

Инструменты и конструкции: Oaktree – образцовый пример классического альтернативного фонда. Его основная форма – **закрытые фонды с ограниченным сроком (обычно 7–10 лет)**, каждый посвящён определённой стратегии (Distressed Debt Fund I, II, III..., Opportunistic Credit, Mezzanine Fund и т.п.). Эти фонды структурированы как LP, где Oaktree (через дочерние partnership) – GP, а инвесторы – LP. Примечательно, что Oaktree почти не использует финансовый левиредж внутри фондов (т.е. не накачивает доходность займом), что выделяет его на фоне конкурентов ⁷⁴. Юридически это проще (меньше рисков нарушения ковенантов, регуляторных ограничений), но требовало большей убедительности перед LP: пришлось доказать, что и без

кредитного плеча можно давать высокие ~20% годовых за счёт умелого тайминга. Oaktree также применял **субадвайзирование**: в 1996 г. Vanguard выбрал Oaktree суб-консультантом своего паевого фонда конвертируемых ценных бумаг ⁷⁷ – редкий случай, когда крупнейший индексный дом доверил управление активами стороннему альтернативному специалисту. Это дало Oaktree доступ к розничному капиталу без создания собственных взаимных фондов. В 2012 г. Oaktree сам вышел на NYSE (тикер OAK) ⁷¹, сделав определённые серии акций торгуемыми – по сути, частичная монетизация партнерства. Структура была схожа с другими PE-фирмами (publicly traded partnership), и в рамках этой сделки Oaktree раскрыл данные, что придало ещё больше прозрачности и доверия. Впоследствии, после покупки Brookfield, акции OAK были делистингованы, вернув компанию в частный статус под крылом более крупной публичной корпорации. Можно сказать, Oaktree выбрал *гибридный путь*: частично воспользоваться преимуществами публичности (ликвидность долей партнёров, оценка рынка), но не жертвовать инвестиционной свободой и долголетием фондов.

Инфраструктура доверия: В мировом инвестиционном сообществе имя Ховарда Маркса – символ мудрости циклов. Его *меморандумы для инвесторов* расходятся по офисам и кабинетам регуляторов, помогая понять, на какой стадии рынка мы находимся. Oaktree стал *тихой гаванью* для денег, ищущих убежища от безрассудства. Во многом, если BlackRock – инфраструктура пассивного инвестирования, то Oaktree – инфраструктура *контрциклического, осторожного* инвестирования. Пенсионные фонды доверяли ему миллиарды, зная, что они не будут бессмысленно рисковать. Государства косвенно тоже опирались на Oaktree: например, Министерство финансов США включило Oaktree в число управляющих программой PPIP (выкуп “плохих” ипотек с господдержкой) в 2009 г., рассчитывая на их опыт в оценке distressed-активов. В корпоративном секторе Oaktree часто выступает ключевым кредитором при реструктуризациях – по сути, *новым банкротом*: когда компания идет на Chapter 11, часто план реорганизации пишется при участии фондов Oaktree, выкупающих долг. Это даёт компании шанс на спасение, а рынку – уверенность, что даже дефолт не означает ликвидацию, если Oaktree в деле. Тем не менее, Oaktree понимает ограничения: Маркс всегда подчёркивал, что их успех применим не везде, и где-то нужна адаптация. Пример – выход на развивающиеся рынки: там их подход тоже работает, но требует местных партнёров и понимания локальной политики. Потому Oaktree открывал офисы в 26 городах мира ⁷⁸, нанимая локальных экспертов, чтобы *быть ближе к реальной экономике*. В итоге Oaktree стал чуть ли не эталоном институционального посредника: **стоит рынку перегреться – Oaktree притормаживает; стоит рынку рухнуть – Oaktree подставляет плечо, скупает, стабилизирует и ждёт восстановления**. Такое поведение раньше ожидалось от банков и центробанков, но в XXI веке, как мы видим, роль во многом перешла к таким альтернативным фондам.

Ares Management

Заполнение вакуума после Drexel: Ares Management возникла в 1997 г., фактически как продолжение истории Apollo. Со-основатель Ares – Антони Ресслер – был зятем Леона Блэка и партнёром в Apollo, а Джон Киссик и Беннет Розенталь пришли из Merrill Lynch ⁷⁹ ⁸⁰. Они видели, что после краха Drexel и банковского кризиса начала 90-х сформировался *постоянный спрос на альтернативных кредиторов*. Банки ужесточили нормативы, а компании среднего звена по-прежнему нуждались в займах. Поэтому Ares с самого начала фокусировалась на **рыночном кредитовании: левереджированные займы, облигации с высоким доходом, затем CLO** ⁸¹. 1997 год – разгар кредитного бума, но уже через год грянул азиатский кризис и дефолт России, дав новичкам Ares возможность себя проявить в стрессовом рынке. Они управляли CLO (обеспеченными кредитными облигациями) – структурируя пулы кредитов, с которыми традиционным банкам было сложно работать. Когда в 2002 г. команда Ares полностью отделилась от Apollo ⁷⁹, у них уже было несколько CLO-выпусков и зарождающийся бизнес

прямого кредитования. **Ares эксплуатировала “сбой” в модели финансирования компаний:** ранее фирмы среднего размера рассчитывали на банки или публичные облигации, но к концу 90-х банки сокращали баланс, а на рынок облигаций выходили только крупные эмитенты. В этом вакууме Ares стал предлагать частные займы – сначала через пакеты кредитов, а затем индивидуально. Значимый шаг – учреждение в 2004 г. Ares Capital Corporation (ARCC) как *публичной BDC (Business Development Company)* ⁸². BDC – регламентированный инструмент, освобождённый от налога на прибыль при распределении 90% дохода, аналог закрытого фонда, но акции котируются на бирже. Создав ARCC, Ares привлёк широкий круг инвесторов (включая розницу) к финансированию среднего бизнеса США. Это новаторский ход: **Ares одним из первых превратил частные кредиты в публичный актив**, не требуя от инвесторов аккредитации или 10-летних обязательств.

Ниша и рост: Ares заняла нишу *диверсифицированного альтернативного кредитора*. В отличие от Oaktree, чья ниша – проблемные долги, Ares строила платформу для всего спектра кредитных стратегий: от старшего обеспеченного заимствования до меццанины и частично private equity. Их конкурентное преимущество – **масштаб и постоянный капитал**. В 2007 г. суверенный фонд ADIA (Абу-Даби) купил миноритарную долю в Ares ⁸³, предоставив не только деньги, но и доверие ближневосточного капитала. Ares вошла в 2008 кризис с внушительными ресурсами и, подобно Apollo, смогла воспользоваться выходом банков из кредитования. В 2010-е произошёл *расцвет рынка прямого кредитования (private credit)* – и Ares был на передовой этого тренда. Они выдавали кредиты на выкуп (LBO financing) вместо банков, финансировали MBO, давали ростовой капитал. Под их управлением оказались и *ликвидные кредитные фонды* (торгуемые high-yield и loan фонды), и *иллиiquidные* (прямые займы, distressed и special situations). К 2023 г. AUM достиг ~\$378 млрд ⁸⁴, причём более половины – кредитные стратегии. Ares активно рос через приобретения: в 2016 г. купил American Capital (другую BDC) за \$3,4 млрд ⁸⁵, расширив портфель займов; в 2020 г. – азиатского альтернативного кредитора SSG Capital ⁸⁶, в 2021 – американского оператора недвижимости Black Creek ⁸⁷. Таким образом, Ares эволюционировал в **многоотраслевую платформу**: сегодня у них есть и private equity (с 2003 г.), и real estate, но сердце – это кредиты. Они даже называют современную эпоху *“золотым веком private credit”*, указывая на преимущество нелимитированного роста в этом сегменте ⁸⁸. В сравнении с гигантами PE, Ares часто менее на слуху, но по объёму кредитного бизнеса соперничает с крупнейшими банками.

Инструменты и конструкции: Ares гибко сочетает закрытые фонды (например, Private Credit Fund V и т.п.) и постоянный капитал. **Структура BDC** – ключевой элемент: Ares Capital Corp. стала крупнейшей BDC на рынке, предоставляя Ares fee-базу (управляющая комиссия) и долю прибыли. Кроме BDC, Ares создала публичные “вечные” фонды недвижимости (Ares Commercial Real Estate REIT, публичный ипотечный фонд) ⁸⁹ ⁸². Также Ares провела IPO холдинга в 2014 г. ⁸⁵, обеспечив доступ к акционерному капиталу и ликвидность партнёрам. Внутри Ares выделены дочерние SEC-регулируемые подразделения (Ares Capital Management LLC – консультант BDC, Ares Management Limited – платформа в Британии) ⁸², чтобы соответствовать требованиям разных юрисдикций. Они выстроили *глобальную сеть офисов* – присутствие в 3 десятках городов – и группы по разным отраслям, фактически копируя модель инвестбанка, но внутри buy-side. Ещё инструмент – **клубные сделки**: Ares нередко сотрудничает с другими фондами (например, со своим бывшим родителем Apollo) для совместного кредитования очень крупных заёмщиков, разделяя риск. В юридических документах фондов Ares заметно внимание к ограничению рисков: напр., их фонды прямого кредитования часто требуют ковенанты, ограничивающие заёмщиков (что отличает их от “ковенант-лайт” банковских кредитов). Также Ares известна тем, что запустила первые европейские direct lending фонды, адаптировав правовые конструкции (в Европе нет BDC, но Ares нашла способы через люксембургские SICAV и ирландские фонды). В итоге, комбинация *публичных постоянных инструментов и частных фондов* дала Ares

достаточную огневую мощь и гибкость, чтобы финансировать сделки практически любой сложности.

Роль и доверие: Ares сегодня – один из *столпов рынка private credit*. Для корпоративных заёмщиков Ares – альтернатива банку: когда банк, связанный регуляторией, отказывает или долго рассматривает – Ares может быстро предоставить кредит. Особенно это касается финансирования поглощений: частные инвестиционные фонды (PE) зачастую сразу идут к Ares и подобным, минуя синдикаты банков, потому что уверены в их способности закрыть сделку в срок. Это сделало Ares *неотъемлемой инфраструктурой* современного рынка M&A. Институциональные инвесторы доверяют Ares как оператору сложных кредитных активов: пенсионные фонды охотно дают мандаты Ares на управление портфелями leverage loans, т.к. Ares имеет масштаб для диверсификации и команду из сотен кредитных аналитиков. Показательно, что в **COVID-кризис 2020** многие банки свернули новые кредиты, а Ares, напротив, активно кредитовал, зарабатывая репутацию надёжного партнёра для компаний в трудные времена. Политически Ares относительно нейтрален (менее на виду, чем Blackstone), но отраслевая роль велика: CEO Майкл Аругэти продвигает идеи регуляторного признания private credit, участвует в профильных ассоциациях. Можно сказать, что Ares формирует *новую инфраструктуру доверия на кредитном рынке*: если раньше “никто не увольнял заём денег у Citi или JPMorgan”, то теперь для множества средних компаний таким надёжным кредитором является Ares. Конечно, доверие проверяется циклами – и пока Ares не переживала *массовых дефолтов* в своих кредитных портфелях (2020 прошёл относительно безболезненно). Если же новый кризис случится, будет важно, как Ares поведёт себя – станет ли поддерживать заёмщиков (реструктурировать долги) или агрессивно взыскивать. Репутация в долгосрочке будет зависеть от этого баланса. Для WISE урок Ares – это прежде всего умение **мобилизовать капитал (в т.ч. публичный) для кредитования тогда, когда банковская система не справляется**, оставаясь прибыльным и надёжным звеном финансирования экономики.

Sequoia Capital

Колыбель венчурного капитала: Sequoia Capital – легендарная венчурная фирма из Силиконовой долины, основанная в 1972 году Доном Валентайном, бывшим менеджером в полупроводниковой отрасли ⁹⁰. В момент возникновения Sequoia сама концепция “венчурного инвестора” едва начинала оформляться – не было даже термина “Силиконовая долина” (появился в начале 1970-х) ⁹¹. **Сбой системы, который дал шанс Sequoia, – разрыв между потребностями зарождающейся технологической индустрии и традиционными финансами.** В конце 60-х инженеры и предприниматели в Калифорнии начинали создавать революционные продукты (микросхемы, компьютеры, игры), но старые источники капитала (восточные банки, конгломераты) не понимали риск этих маленьких компаний. Валентайн, работавший в Fairchild Semiconductor и National Semiconductor, увидел, что многим стартапам нужны сравнительно небольшие суммы (сотни тысяч долларов) на развитие, и готов был принять риск неудачи. Sequoia изначально фокусировалась на **ранних стадиях технологических стартапов** – то, что считалось “*маленькими, рискованными техкомпаниями*” ⁹⁰. Первый громкий успех – инвестиция 1975 г. в Atari, пионера видеоигр, которую в 1976 продали Warner Communications за \$28 млн, принесла Sequoia значительную прибыль ⁹⁰. Затем были Apple: в 1978 г. Sequoia вложила \$150k в Apple, что стало одним из самых успешных венчурных вложений всех времён ⁹². То есть буквально **Sequoia финансировала зарождение целых отраслей** – от ПК (Apple) до видеоигр (Atari) и сетевого оборудования (Cisco) ⁹³. Валентайн лично искал “большие рынки” и толковых инженеров: его стиль – не вмешиваться в оперативное управление, но настойчиво задавать вопрос “какую проблему вы решаете?” (воспоминания предпринимателей об общении с ним стали легендой). По сути, Sequoia сформировала стандарт венчурного инвестирования: маленькая команда партнёров, глубокое погружение в

технологическое сообщество, ставка на рост, а не текущую прибыль, и выход через IPO или продажу гиганту.

Ниша и достижения: Sequoia заняла **нишу главного финансиста технологических инноваций** в США, а позже и в мире. Десятки компаний, изменивших нашу жизнь, получили деньги от Sequoia на ранней стадии: кроме Apple и Atari, это Oracle, Electronic Arts, Cisco, Google, YouTube, WhatsApp, Instagram, Airbnb, Stripe, Zoom – список почти бесконечный ⁹³. Такой портфель неслучаен: Sequoia с годами выстроила *уникальную экосистему*. Предприниматели хотели брать деньги именно у Sequoia, зная, что это “знак качества” – с таким инвестором легче привлечь других и выйти на IPO. Таким образом, Sequoia стала *инфраструктурой доверия для стартапов*: наличие её в капитале повышает шансы компании на успех (по крайней мере, таково восприятие рынка). LP-инвесторы также выстроились в очередь – фонды Sequoia славятся сверхдоходностью (исторически венчурные фонды top quartile давали >20% годовых, а Sequoia стабильно в числе лучших). Например, их фонд 2003 года, где были Google и LinkedIn, вернул инвесторам астрономические суммы. Sequoia росла и географически: в середине 2000-х они первыми из топ-VC пошли в Китай, создав Sequoia China (инвестировала в Alibaba, JD и др.), затем в Индию и ЮВА. Это расширило нишу – **глобальный венчурный игрок**. При этом фирма сумела оставаться приватной и относительно небольшой по штату (она не публична и управляется партнёрским соглашением). Ниша Sequoia – быть на передовой технологических трендов: когда наступила мобильная революция, они вложились в WhatsApp и Instagram; волна крипто – фонд Sequoia тоже там присутствует. И все же за десятилетия подход эволюционировал: если раньше они выходили из компаний через 5-7 лет на IPO, то теперь рынок IPO сжимается и Sequoia адаптируется (в 2022 г. провели реорганизацию, создав **Sequoia Capital Fund** – бессрочную структуру, позволяющую держать акции портфельных компаний и после IPO, не продавая их сразу). Это попытка перенять элементы **“семейного офиса”** или **постоянного капитала**, чтобы не упускать рост таких компаний, как Apple, после выхода на биржу.

Юридические конструкции и модель: Классический венчурный фонд – это LP на ~10 лет с продлением, управляющий – GP получает 2/20 вознаграждение. Sequoia работала по этой модели десятилетиями, аккуратно наращивая размеры фондов, но не перегибая (не стремясь создать мега-фонд на \$100 млрд, в отличие от SoftBank). Инструментом масштабирования стало **увеличение числа одновременных фондов**: отдельные фонды под США поздней стадии, под стартапы на ранней стадии, под другие регионы. Однако Sequoia при этом сохраняет единый “гайдлайн”: культура и отбор везде идут по их лекалам. Важная составляющая – *Limited Partnership Agreement* у Sequoia традиционно жёсткий: LP должны давать фирме большую гибкость, мало контроля и доверять партнёрам (репутация позволяет). Например, Sequoia без проблем получала согласие LP на продление срока жизни фондов, если видела, что лучше позже выйти. Новая структура Sequoia Capital Fund (SCF) – это вообще отход от классики: SCF принимает распределения (акции) от старых фондов после IPO компаний и продолжает их держать как evergreen-пула. LP старых фондов могут ролловернуть свои доли в SCF, тем самым оставшись инвестированными. Это **платформенная модель** внутри венчура, которую никто прежде так не реализовывал. Цель – *быть не просто фондом с ограниченным сроком, а постоянным партнёром компаний на всём их пути*. Юридически SCF – это открытый фонд с ежегодной ликвидностью (что-то среднее между хедж-фондом и holding-компанией). Этот эксперимент начался недавно, но показывает готовность Sequoia подстраивать конструкции под реальность (меньше IPO – значит будем дольше держать позиции). Кроме того, Sequoia задействовала сеть *скаутов* – успешных выпускников (основателей, топ-менеджеров), которым выделяет небольшие средства для посевных инвестиций – это расширило охват без увеличения штата. Политически Sequoia старается быть нейтральной, но всё же в Китае их успех частично связан с умением ладить с властями (Sequoia China действует автономно под местным управлением). То есть юридически бренд гибко лицензируется и партнёрства оформляются так, чтобы соответствовать местным

законам (например, в Китае нет иностранного контроля в их структуре). Это отдельный урок – *локализация института*.

Инфраструктура между капиталом и инновациями: Sequoia на протяжении 50 лет фактически выполняет роль *финансового моста между источниками долгосрочного капитала (пенсионные фонды, фонды богатства, семейные офисы) и наиболее революционными идеями в реальной экономике*. Без таких VC-фондов появление Apple, Google, NVIDIA и т.д. задержалось бы или зависело бы лишь от случайных богатых энтузиастов. Sequoia институционализировала венчурную функцию – она стала надёжным посредником, к которому LP обращаются за экспозицией в стартапы (потому что самим им слишком рискованно напрямую инвестировать), а стартапы – за капиталом и экспертизой (потому что банки им не дадут кредит, а на IPO им рано). Особенно заметна роль Sequoia в отсутствие IPO: например, в 2001-2003, когда IPO-рынок закрылся после доткомов, Sequoia продолжала поддерживать своих “птенцов” последующими раундами, вплоть до восстановления рынка. Аналогично в 2022-2023, когда технологические IPO почти прекратились, именно фонды вроде Sequoia обеспечивают финансирование “полузрелым” единорогам, чтобы те не умерли на этапе масштабирования. Конкретный пример – **кризис 2008-09**: Sequoia в 2008 разослала портфельным компаниям ставший знаменитым меморандум “R.I.P Good Times” с призывом срочно сокращать расходы и готовиться к тяжёлым временам. Эта проактивная позиция спасла немало стартапов от краха. Таким образом, Sequoia не просто деньги даёт, но и управленческие советы, кадровую поддержку (помогает нанимать правильных людей), делится контактами и опытом – становится частью *инновационной инфраструктуры*. Для государства Sequoia, возможно, менее заметна напрямую, но косвенно она критична: все топовые технологические корпорации США – плод венчурной экосистемы. В странах, где нет таких институтов, зачастую отсутствуют и глобальные технологии. Поэтому опыт Sequoia – это история о том, как *маленькая частная фирма может сыграть системную роль в экономике, регулярно запуская “новую кровь” в виде успешных IPO и технологических прорывов*. Для WISE, оперирующего в стагнирующей экономике без IPO, кейс Sequoia показывает важность упора на отбор талантов и проектов, создание вокруг себя экосистемы (эксперты, советники, менторы) и терпеливый капитал, который дожждётся своего шанса даже без быстрой ликвидности.

SoftBank Vision Fund

Беспрецедентный масштаб на волне дешёвых денег: Vision Fund (SVF) – относительно молодой феномен (старт в 2017 г.), но заслуживает анализа за свою попытку радикально трансформировать венчурный рынок. Его создал японский миллиардер Масайоси Сон, глава конгломерата SoftBank, заложив идею: *“мы сделаем самый большой в мире технологический фонд, \$100 млрд, и будем финансировать любую перспективную компанию так, как не может никто другой”*. Контекстом стало десятилетие сверхнизких ставок и нефтедолларовый бум у ближневосточных фондов – то есть **избыток капитала, ищущего высокодоходные вложения**. Vision Fund заполнил *сбой*: стартапы все дольше оставались частными и требовали больше денег на рост, чем могли дать традиционные VC-фонды. Сон предложил план – привлёк \$45 млрд от суверенного фонда Саудовской Аравии (PIF), \$15 млрд от Mubadala ОАЭ, а также инвестиции от Apple, Foxconn, Qualcomm, самого SoftBank и др., сумев к первому закрытию собрать \$93 млрд ⁹⁴ (к финальному – ~\$98.6 млрд) ⁹⁵. Это **беспрецедентный объём**: для сравнения, весь рынок венчурных инвестиций в Кремниевой долине никогда не видел фонда даже на \$10 млрд одновременно. Vision Fund эксплуатировал веру инвесторов в Маска Сона как визионера (он ранее сделал состояние, вложившись в Alibaba в 2000 г.) и общую эйфорию по поводу AI, платформ и “единорогов”. **Ниша SVF стала позднестадийное финансирование технологий огромными чеками** – практически замена IPO. Сон открыто говорил, что планирует поднимать новый фонд на \$100 млрд каждые несколько лет ⁹⁶, предполагая, что поток возможностей безграничен. В 2017-2019 Vision Fund залил деньгами порядка 331 компании ⁹⁷, особенно в

областях AI, робототехники, финтехе, райдшеринга и т.д. (Uber, WeWork, Slack, Paytm, DoorDash, TikTok/ByteDance – лишь некоторые имена). *Стратегия SoftBank*: брать **большие миноритарные доли (15-30%) в самых перспективных глобальных стартапах**, иногда несколько компаний из одной отрасли, давая им столько денег, чтобы они смогли уничтожить конкурентов и захватить рынок. Это был новый подход – “*blitzscaling via capital*”, когда конкурентное преимущество достигается не только продуктом, но и за счёт практически бездонного финансирования роста.

Инструменты и структура: Vision Fund – сам по себе LP/GP фонд, но с уникальными условиями. Например, большая часть денег Саудовского и эмиратского фондов была вложена в форме привилегированных долей с фиксированной доходностью ~7% годовых ⁹⁸. То есть SoftBank (как GP и как значимый LP на \$28 млрд) брал на себя первый риск/потенциал, а внешние LP получали приоритетную доходность. Такая конструкция снижала их опасения (7% – солидный купон), но означала, что SoftBank нужна **очень высокая прибыльность сделок, чтобы заработать свой профит сверх этих гарантий**. Также фонд заручился кредитной линией, используя свои активы как залог, чтобы иметь гибкость. У SoftBank был гигантский *пул кэптивных ресурсов*: ведь сам SoftBank – крупная корпорация, могла перекидывать активы (например, приносила залоги акциями Alibaba, Sprint и др.). По сути, Vision Fund – смесь PE-фонда и стратегического холдинга. Они могли не просто финансировать, но и синергировать портфель: напр. заставляли Uber и Grab договариваться, сводили индийские и мировые компании в партнёрства. Географически SVF распределял капитал глобально – США ~40%, Азия ~40% (вкл. Китай, Индию), Европа ~20%. В 2019 Сон запустил **Vision Fund 2** (~\$56 млрд, в основном деньги самого SoftBank) ⁹⁹, поскольку после первых неудач (WeWork) сторонние LP поостыли. Тем не менее, SVF2 продолжил вкладывать, особенно делая ставку на ИИ. Примечательно, что в 2023 SoftBank сместил фокус обратно к **AI-инвестициям** (например, вложились в OpenAI, после успеха ChatGPT) ⁹⁷, декларируя, что новая волна ИИ оправдывает мега-ставки. Vision Fund трансформировал модель VC: он действовал скорее как “*пред-IPO фонд*” с чеками \$100-500 млн. Законодательного регулирования особого не появилось, но рынок отреагировал созданием аналогов (например, появились большие late-stage фонды у других фирм, хотя и меньшего размера).

Роль на рынке и результаты: В краткосрочной перспективе Vision Fund *встряхнул глобальный технологический сектор*. Стартапы, которые раньше экономили, получили возможность масштабироваться с невиданной скоростью, расширяться в новые страны, демпинговать цены. Критики отмечают, что SoftBank создал “пузырь единорогов”, приводя пример WeWork – переоценённого коворкинг-стартапа, взлетевшего до \$47 млрд оценки под влиянием вливаний SVF и рухнувшего в 2019 г. Однако были и громкие победы: например, DoorDash вышел на IPO с огромной капитализацией, принеся прибыли SVF; ARM Holdings успешно продан; индийские инвестиции (Flipkart, Ola) дали выходы. В целом, к 2025 г. результаты *смешанные*: первый фонд SVF1 имеет IRR ~7% и TVPI 1.4x ⁹⁸ – не провал, но и не близко к заявленным амбициям (20-30% годовых). Тем не менее, **Vision Fund стал инфраструктурой доверия для амбициозных проектов, которым тесны рамки обычного венчура**. Если стартап хочет завоевать мир и поглотить конкурентов, он шёл к SoftBank. Например, в Юго-Восточной Азии Grab получил от SoftBank столько капитала, что вытеснил Uber (который предпочёл выйти из региона). Для суверенных фондов Ближнего Востока Vision Fund стал окном в Кремниевую долину – иначе они не смогли бы напрямую разместить столько денег в технологиях. Масштаб SVF позволил финансировать *капиталоемкие направления* – например, робототехника (Boston Dynamics), спутники (OneWeb), где классические VC опасались суммы. В политическом плане Сон наладил отношения и с саудовским принцем, и с администрацией Трампа (обещал инвестиции в США) ¹⁰⁰ – т.е. использовал Vision Fund как геополитический инструмент. Однако репутационные риски тоже стали явными (убийство журналиста Хашогги привлекло внимание к деньгам Саудов в SVF).

Институциональные уроки: Vision Fund продемонстрировал, как *масштабированный посредник между глобальным капиталом и частными фирмами может ускорить трансформацию отраслей*, но и как опасно, когда этот посредник искажает стимулы (избытком денег). Он фактически частично заменил IPO-рынок 2017-2021: многие компании, которые обычно бы вышли на биржу ради капитала, остались частными, финансируясь у SoftBank. Плюс – они могли расти, минус – публичный рынок лишился определённой прозрачности и дисциплины оценки, что частично стало причиной коррекции 2022 г., когда “пузырь единорогов” сдулся. Тем не менее, SoftBank SVF сыграл системную роль: японский капитал плюс ближневосточный капитал, сконцентрированные в руках одной команды инвесториков, стали *одним из крупнейших источников венчурного финансирования в мире*. Сегодня SVF – своеобразная инфраструктура между суверенными деньгами и глобальной технологической экосистемой. И хотя результаты неоднозначны, сам прецедент важен: государственные фонды теперь рассматривают прямое венчурное инвестирование через крупные фонды как стратегию (например, PIF и Mubadala после SVF вложились и в другие подобные проекты). Для WISE урок Vision Fund, помимо очевидного “не раздувать пузырей”, – это смелость мышления: возможно, для решения стратегических задач стране нужен *новый формат фонда*, а не только традиционные методы. Однако, как мы обсудим ниже, многое отсюда прямо перенести нельзя без адаптации к местным реалиям.

Уроки и рекомендации для фонда WISE

Фонд **WISE** задуман как Private Credit фонд в России, работающий по модели *Caped Revenue Sharing / Revenue-Based Financing*, с миссией обеспечить технологические компании и проекты импортозамещения “гибким капиталом”, которого не хватает в текущих условиях. Из изученных кейсов глобальных инвестиционных институтов можно выделить ряд архитектурных решений, подходящих WISE, а также те, что требуют модификации под стагнационную, милитаризованную и суверенно изолированную экономику России. Ниже приводятся рекомендации и уроки, структурированные по ключевым аспектам:

- **Механизм мобилизации капитала:** Успех любого инвестиционного фонда начинается с привлечения ресурсов. Гиганты вроде Blackstone и Apollo на заре привлекли деньги крупнейших институционалов (пенсионных фондов, страховщиков) ^{47 21}, а Ares и SoftBank нашли опору в суверенных фондах и публичных рынках ^{83 94}. Для WISE в российских реалиях основными источниками могут стать государственные структуры и квазигосударственный капитал. Рекомендуется **партнёрство государства и частных инвесторов**: например, привлечь средства ФНБ (Фонда национального благосостояния) или крупных госбанков как “якорный капитал” под определённые гарантии. Опыт Apollo и Oaktree показывает, что государство готово делегировать часть инвестиционных функций частникам, если видит у них экспертизу. WISE может предложить схему *public-private partnership*, где государство даёт первый loss tranche или субсидирует часть рисков – это повысит доверие частных вложений. Также стоит рассмотреть **структуры типа BDC/ЗПИФ**: аналогично тому, как Ares создал публичную BDC для привлечения широкого круга инвесторов ⁸², WISE мог бы учредить закрытый пайовый инвестиционный фонд (ЗПИФ) или акционерный фонд развития, доступный для вложений страховых компаний, НПФ, корпоративных казначейств и состоятельных лиц внутри страны. В условиях, когда внешний капитал недоступен, **“ликвидность, запечатая внутри страны”** может стать ключевым ресурсом ¹⁰¹. Эксперты отмечают, что сейчас в РФ избыток рублей у банков и корпораций, которые ищут надёжную отдачу в условиях санкций ¹⁰¹. WISE должен позиционировать себя как *наиболее профессиональный канал для направления этих средств в реальный сектор*. Возможно, имеет смысл обратиться и к международным

партнёрам из дружественных стран (ОАЭ, Китай) – по аналогии с SoftBank Vision Fund – но здесь без гарантий государства не обойтись. Критично, чтобы структура фонда WISE была **прозрачна и под надзором** (например, ЦБ), иначе отечественные институционалы не смогут инвестировать по нормативам. Урок KKR: в 1980-х они сумели убедить осторожный пенсионный фонд (Орегон) вложиться новаторски в LBO, предоставив ему нужные разъяснения и условия ⁴⁷. WISE аналогично должен *образовывать* отечественных инвесторов о преимуществах revenue-sharing модели, возможно обеспечив налоговые льготы или статус “проектов развития”, чтобы регуляторы стимулировали такие вложения (как вариант – освобождение доходов фонда от налога на прибыль при инвестировании в приоритетные отрасли, аналогично льготам KKR для банков через привилегированные акции ⁴²).

- **Распределение доходов и стимулов между управляющими и инвесторами:** Все изученные институции уделяют внимание выравниванию интересов GP и LP. Стандарт – взнос капитала GP в фонды и схема вознаграждения 2/20. Для WISE, работающего по revenue-sharing, может потребоваться адаптация: доходность сделок будет ограничена “кепом” (например, фонд получает долю выручки компании до достижения 1.5x от вложенной суммы). Это ближе к кредитной модели, где нет бесконечного апсайда, а есть относительно фиксированный максимум. Поэтому **вознаграждение управляющего** можно строить как комбинацию *management fee + performance fee от возвращённых средств*. Например, GP получает базовую комиссию (скажем, 1.5-2% в год от невозвращённого капитала) для покрытия расходов, и *success fee* (например, 10-15% от суммы, возвращённой сверх номинала инвестиций), стимулирующую выбирать результативные проекты. Такая схема ближе к кредитным фондам (у которых бывает “carry” в форме доли от процентов). Важно учесть, что в стагнационной экономике сверхдоходов не будет – значит GP не должен ставить цель любой ценой наращивать риск ради высокой прибыли. Урок Oaktree: они выбрали модель меньшего вознаграждения, но стабильных результатов, что привлекло массу пенсионных денег ⁷⁵. WISE лучше обещать инвесторам **умеренную, но устойчивую доходность** (например, таргет 15% годовых в рублях, с ограничением рисков), чем сулить неопределённые 30% и не выполнить. В распределении также важно обеспечить, чтобы **GP вкладывал собственный капитал** в фонд (skin in the game) – хотя бы 2-5% от объёма. Это может быть достигнуто, если, например, команда WISE частично сформирована из институтов развития или частных инвесторов, готовых вложиться. В российских условиях, возможно, **роль GP-капитала может сыграть государство**: т.е. госструктура вкладывает субординированный капитал, несущий первые убытки, а частные LP – основной капитал (как PIF в Vision Fund имел привилегированную доходность ⁹⁸). Тогда для управляющей команды стимул – репутация и доля успеха (бонусы от результатов). Полезен пример Bridgewater: они ограничивали рост AUM и возвращали деньги, чтобы не жертвовать доходностью ради комиссий ⁷⁰. WISE тоже стоит иметь **самоограничения** – например, не брать новые деньги, пока текущие не размещены эффективно, и не размыывать фокус слишком большим объемом (чтобы не превратиться в бюрократический “госплан”). Это покажет инвесторам, что фонд руководствуется качеством, а не погоней за комиссиями. В соглашении с инвесторами важно прописать прозрачные метрики успеха (IRR, multiples) и периодичность выплат. Revenue-sharing предполагает поток платежей от компаний – можно распределять их сразу пропорционально LP, или реинвестировать. Вероятно, LP захотят регулярный *cash yield*, что может стать фишкой WISE (в отличие от классического венчура, где деньги приходят только в конце). Таким образом, **финмодель должна балансировать интересы**: инвесторы получают относительно предсказуемый поток дохода (как купон), а управляющий – часть этого потока за эффективность отбора.

• **Управление рисками:** Кейсы BlackRock, Bridgewater, Oaktree единодушно показывают, что репутация и долгосрочное существование строятся на строгом риск-менеджменте. Для фонда WISE, функционирующего в экономике с повышенными макро- и политрисками, **система риск-менеджмента – критичный элемент доверия**. Рекомендуется внедрить *многоуровневую систему оценки и мониторинга рисков: до инвестиции* – тщательный due diligence проектов (включая анализ санкционных рисков, устойчивости бизнес-модели в условиях импортозамещения, зависимости от госсубсидий и т.п.), **после инвестиции** – регулярный мониторинг финансов компаний (поквартальная отчётность, трекинг выручки, на которую завязан возврат). Механизм revenue sharing сам по себе смягчает риск – выплаты привязаны к выручке, значит при падении продаж компания платит меньше (не прямой дефолт, как по кредиту). Но это же создает риск *затяжного возврата*: фонд может “застрять” в проекте без выхода. Следовательно, стоит предусмотреть **“stop-loss” условия** – например, если выручка падает ниже критического уровня или не растёт N лет, фонд получает право конвертировать долг в долю и продать бизнес (возможно, государству или стратегу) либо пересмотреть условия (так называемые *reset*). Здесь полезен опыт Apollo: они входили через долг, но всегда имели план как получить контроль в случае чего ²². WISE может прописывать в договорах опцион на долю, если компания не выполняет минимальные показатели. **Диверсификация** – другое правило: нельзя класть все деньги в одну отрасль (например, только ИТ или только агротех). Как учит Bridgewater (принцип “20 некоррелированных позиций” для снижения суммарного риска) ⁶⁴, WISE нужно сформировать портфель проектов в разных секторах импортозамещения: ИТ, оборудование, материалы, АПК, медтех и т.п. – чтобы провалы в одном компенсировались успехами в другом. Кроме того, *географическая диверсификация внутри РФ* (проекты в разных регионах) снизит зависимость от локальных шоков. Следующий инструмент – **кредитное структурирование и ковенанты**. Хотя формально revenue sharing – не кредит, но элементы похожи. Стоит включать ковенанты: ограничение на выплаты дивидендов основателям, пока не рассчитались с фондом; требование определённой прозрачности и аудита; возможно, привязка выплат к **валютной оговорке** (если инфляция скачет, платежи индексируются). Также можно использовать *залоговые инструменты*: если у проекта есть активы, фонд может брать залог, хоть и субординированный, чтобы повысить шанс возврата при банкротстве. Учитывая военную ситуацию, особый риск – мобилизация сотрудников компании или оборонные приказы, мешающие бизнесу. Такие форс-мажоры надо учитывать в договорах (вплоть до страховки ключевых людей). В risk management-политике WISE рекомендуется закладывать **сценарии стресс-тестов**: как выдержит портфель 20% падение ВВП? что если ключевой поставщик под санкциями? Лучше предусмотреть и лимитировать экспозицию к таким факторам заранее. Наконец, урок Oaktree/Marks: *“контролируй риски – и прибыль придёт сама”*. WISE нужно коммуницировать инвесторам, что главная цель – **сохранность и умеренный рост капитала**, а не удвоение любой ценой. В российской среде, где многие помнят потери 1990-х и банкротства банков, такая консервативная риторика может привлечь доверие.

• **Модель отбора и сопровождения проектов:** Инвестиционный процесс – сердце посреднической институции. Изученные фирмы имеют разные модели, но общие черты: **специализация, экспертиза и строгий фильтр**. Sequoia ставила во главу угла выбор *правильных людей и больших рынков*, имея партнеров – бывших предпринимателей для оценки стартапов ⁹⁰. KKR нанимала отраслевых экспертов и даже целые команды менеджеров, чтобы понимать и улучшать бизнесы. WISE необходимо собрать *междисциплинарную команду*: финансисты + отраслевые специалисты в тех сферах, куда собирается инвестировать (например, инженер по электронике, если фонд финансирует микроэлектронику; агроном для агротех проектов и т.д.). Отбор сделок должен сочетать **качественные критерии (команда, технология, потенциал импортозамещения)** с

количественными (юнит-экономика, прогноз выручки, маржинальность). Поскольку модель возврата WISE зависит от выручки, предпочтительны проекты с уже понятной и скейлабельной моделью монетизации – *в идеале, с первыми продажами* (то есть стадия не идея, а *early revenue* или рост). Это отличие от венчура: WISE может не брать совсем сырые R&D-проекты (пусть ими занимаются гранты и венчур). Скорее, как Ares/Apollo, фонд приходит, когда продукт почти готов и надо расширяться, либо как growth-этап. **Процесс инвестиционного комитета:** важно ввести принцип единогласия/консенсуса при решении – так делали многие фонды, чтобы отбросить заведомо спорные проекты. Полезно привлекать **независимых экспертов** на инвестком (например, отраслевых научных руководителей, представителей Минпромторга), которые могут дать взгляд со стороны и дополнительное доверие инвесторам, что отбор не лоббистский. От Sequoia стоит перенять акцент на *масштаб рынка*: фонд WISE должен предпочитать проекты, способные занять значительную долю внутреннего рынка (или даже выйти на дружественные внешние рынки ЕАЭС, БРИКС). Если проект нишевый или зависит от единственного заказчика (например, только от госконтракта Минобороны) – риск концентрированный, такие лучше избегать или хеджировать (брать в портфель ограниченно). **Сопровождение и мониторинг:** на примере KKR и Blackstone видно, что они активно помогают компаниям (советы директоров, операционные улучшения). WISE, несмотря на формат не акционерный, а через договор, все же может включать право *наставничества*: требовать от компании принять советника от фонда, или дать фонду наблюдателя в совет директоров. Это не только контроль, но и возможность делиться экспертизой. Например, если фонд финансирует 5 ИТ-компаний, он может профинансировать разработку общей компоненты или помочь им кооперироваться в импорте компонентов. Такая *платформенная синергия* использовалась SoftBank Vision Fund (он поощрял сотрудничество между портфельными компаниями) ^{102 103}. Для WISE это шанс повысить суммарный эффект – создать экосистему проектов, которые друг другу клиенты или поставщики. Однако нужно беречься конфликта интересов: проекты не должны чувствовать, что фонд навязывает им партнеров против их выгоды. Баланс, как у Sequoia – они соединяли основателей разных компаний для обмена знаниями, но не принуждали. **Отсечение убыточных проектов:** фонду придется принимать и жесткие решения – о прекращении поддержки, если проект не вывозит. Здесь важны предварительные договоренности с госструктурами: может ли проблемный проект быть передан, скажем, Ростеху или включен в госпрограмму? Если да, фонд вернёт хоть часть. Если нет – придется ликвидировать. Лучше иметь *процедуру реструктуризации*: на примере Apollo видно, что они умели через банкротство вывести актив с меньшими потерями ²⁴. В РФ возможно создать на базе WISE механизм *обмена долгов на акции* проблемного проекта и последующей продажи госкомпания – своего рода “санатор” инновационных компаний. Это защитит как экономику (ценные разработки не погибнут), так и инвесторов фонда (они что-то вернут). В целом, модель отбора WISE должна быть **строгой и деполитизированной**: решения принимаются на основании бизнес-показателей и стратегии, а не указаний сверху. Чтобы этого достичь, можно формально прописать инвестиционный меморандум фонда (с критериями) и создать наблюдательный совет из LP-инвесторов, которые будут следить, чтобы отклонений не было.

- **Политическая и юридическая адаптивность:** Условия работы фонда WISE – стагнирующая экономика под санкциями, усиливающая государственное влияние (милитаризация) и курс на суверенитет (импортозамещение, ограничение внешних связей). Здесь прямое копирование западных моделей невозможно – нужна адаптация. **Политическая адаптивность** означает, что фонд должен выстраивать отношения с государством как партнёр, но сохранять определённую независимость для доверия частных инвесторов. Опыт BlackRock и Blackstone показывает: можно быть близким советником

правительства, но при этом действовать в интересах клиентов ¹⁰ ¹⁴. Для WISE целесообразно заключить соглашения с профильными министерствами (Минпром, Минцифры), где фонд признаётся инструментом реализации их программ, но управление инвестициями остаётся за профи. Возможно, выделение *квот под госзаказы*: например, Минпромторг гарантирует, что проекты фонда WISE будут рассмотрены при размещении госзакупок или получении лицензий. Такое сотрудничество снизит риски проектов (им легче сбывать продукцию) и мотивирует инвесторов. Однако **нельзя допустить политической директивы в выборе проектов** – иначе доверие потеряется. Поэтому нужно четко определить рамки: государство – *anchoring investor* и *фасилитатор условий* (льготных режимов, заказов), но не “командир”. Юридически WISE должен быть обособлен: например, ООО управляющая компания с независимым советом директоров, а не отдел какого-нибудь госбанка. Это позволит гибко реагировать: если меняются законы (а в РФ часто меняются правила для инвесторов), фонд должен иметь резервные планы.

Адаптивность к санкциям: фонд и его проекты могут попасть под внешние санкции, если, например, финансируют чувствительные отрасли. Нужно заранее проработать *юрисдикцию фонда*: вероятно, лучше оставаться в российской (офшоры сейчас под подозрением, хотя возможно нейтральные юрисдикции типа ОАЭ или Сингапура можно использовать для части структуры, чтобы потом привлечь восточных инвесторов). Но для доверия внутри страны скорее форма должна быть отечественная – например, акционерный фонд под надзором Банка России. Тогда санкции против него менее вероятны (хотя риск есть). В случае усиления внутреннего регулирования (например, госкапитализм, ограничения для частных фондов) – WISE должен демонстрировать *лояльность целям государства*, тогда его не тронут. Урок – BlackRock удалось избежать чрезмерного давления, потому что они, хотя частные, всегда декларировали работу “на благо финансовой системы”. WISE стоит позиционировать свои успехи как **успехи для экономики РФ (рабочие места, импортозамещение)**, регулярно отчитываться в публичном поле о таких метриках. Юридическая гибкость нужна и на уровне сделок: возможно, придётся структурировать сделки через SPV, если целевая компания не может напрямую привлекать (скажем, ОПК-компания с особыми требованиями – тогда фонд может финансировать через лизинговую или торговую “прокладку”). Важно, чтобы у фонда были хорошие юристы, умеющие обходить бюрократические барьеры законно. Если завтра, например, введут ограничения на долю иностранцев в проектах – WISE должен оперативно привести структуру в соответствие, чтобы не подвергать LP рискам нарушения закона.

Регулирование инвестдеятельности: стоит заранее получить все необходимые лицензии (управляющая компания – член СРО, лицензия на доверительное управление или на управление ЗПИФ, если пойдёте этим путём). Чтобы при изменениях закона не остановиться – держать диалог с регулятором. Опять же, Mark Carney в Brookfield – пример, как крупные фонды привлекают экс-чиновников для связки с регуляторами ⁴⁰. WISE мог бы иметь в совете кого-то из отставных, но уважаемых чиновников экономического блока – как гарантию понимания официальной линии.

Применимость в условиях стагнационной и милитаризованной экономики РФ

В экономике России 2025 года есть особенности, которые влияют на применимость решений, заимствованных у глобальных инвестиционных институций:

Что применимо и полезно напрямую:

- *Роль институции как посредника между капиталом и экономикой.* Все рассмотренные кейсы доказали, что частный институт способен эффективно направлять капитал туда, куда государство или рынок напрямую не могут. В России сейчас явный недостаток **рынка акций и венчурного**

капитала – фонд WISE призван закрыть этот пробел, как KKR заполняла пробел корпоративного контроля в 80-х, а Apollo – вакуум кредитования в 90-х. Идеология “мы – связующее звено между деньгами и инновациями” абсолютно применима.

- *Дисциплина риск-менеджмента и фокус на долгосрок.* Российской финансовой системе часто не хватало долгосрочного планирования (вспомним банкротства банков, пирамиды 90-х). WISE может стать образцом нового типа института с **жёсткой внутренней культурой управления рисками**, подобно Oaktree или Bridgewater ⁷⁴ ⁶¹. Это отличит его от прежних госфондов, где были случаи распыления и коррупции.

- *Гибкие финансовые инструменты.* Применение **Revenue Sharing модели** уже само по себе инновация для РФ, но в мире (например, в США) существуют фонды royalty financing, особенно в добыче полезных ископаемых или фарме. Так что этот инструмент опробован. Также идея **“вечного” фонда или evergreen-подхода** (как у Sequoia SCF) пригодится: в условиях отсутствия IPO WISE может дольше оставаться в проектах и получать доход потоком, не стремясь к быстрой продаже.

- *Со-инвестирование государства.* Аналогии можно найти: Vision Fund поднялся на саудовских деньгах ⁹⁴, Apollo – на французском банке ²³, BlackRock – на капитале PNC и затем доле Barclays ⁷. В РФ роль богатого якоря играет государство; его участие – гарантия масштаба. Применимо, но важно оформить как инвестицию, а не как дотацию, чтобы сохранить коммерческую логику.

- *Отсутствие IPO как данность.* В РФ публичный рынок слаб: за 2022–2023 почти не было IPO, иностранные инвесторы ушли. Таким образом, WISE должен планировать **стратегии выхода без IPO**. Здесь пригодится опыт PE-фондов 1980-х: они возвращали компании на рынок только спустя годы, а до того – жили без IPO, продавая бизнесы стратегам или другим инвесторам. В РФ, вероятно, главными покупателями долей могут стать крупные госкомпании или дружественные иностранные (из стран СНГ, Азии). WISE нужно с самого начала уметь выстраивать **мосты к стратегам** – договариваться, что если проект выстрелит, его выкупит, например, “Росатом” или китайский партнер. Такая заранее продуманная траектория повысит уверенность.

- *Контрцикличность и терпение.* Экономика РФ сейчас стагнирует, но именно в стагнации часто рождаются новые модели (как Howard Marks начинал на медвежьем рынке). WISE может занять позицию **контрциклического инвестора**: пока частный капитал напуган (многие венчурные фонды закрылись или уехали), WISE вкладывается – к моменту, когда ситуация улучшится, у него будет портфель лидеров. Это ровно стратегия Oaktree: покупать, когда все боятся ⁷⁴.

Что требует адаптации и осторожности:

- *Размеры и подход Vision Fund.* Стремление копировать SoftBank Vision Fund в части **масштаба и агрессивных ставок** было бы ошибкой. \$100 млрд фонд оправдан в глобальном масштабе, но не в замкнутой экономике РФ. Попытка залить стартапы деньгами может привести к распылению и неэффективности (как было с некоторыми проектами Роснано, к примеру). Лучше начать с разумного размера и постепенно наращивать, доказав успех.

- *Модель вознаграждения 2/20 без учёта местных реалий.* В РФ нет такого слоя богатых LP, которые привычно платят 2% комиссий и 20% прибыли, как на Западе. Многие госинвесторы привыкли к фиксированной доходности (типа ОФЗ). Поэтому, возможно, придётся снизить комиссионное вознаграждение, больше ориентируясь на успех. Это требует адаптации внутренней экономики фонда (оптимизация расходов).

- *Юридические формы LP/GP.* В России институциональные LP (страховщики, НПФ) юридически не так свободны инвестировать в limited partnerships или ЗПИФы высокорискованные. Может потребоваться **специальное постановление правительства или изменение нормативов**, чтобы НПФ мог вложиться в WISE, признавая его стратегическим. Без этого объём средств будет ограничен только госбюджетом и частниками, что существенно меньше. То есть надо адаптировать западную GP/LP под российское правовое поле – возможно, сделать фонд в форме АО с особым уставом.

- *Принципы ESG и комплаенс.* В США/EU фонды сейчас учитывают ESG, много нефинансовых

ограничений. В РФ контекст иной (в условиях санкций ESG отошло на второй план, важнее суверенитет). WISE не может слепо перенять западные ESG-критерии – ему скорее нужно собственные критерии устойчивости (например, проекты снижающие импортозависимость, локализация производства). Иначе он будет вразрез с нацприоритетами.

- *Выходы и ликвидность для инвесторов.* На Западе LP могут продать свою долю на вторичном рынке фондов или дождаться IPO активов. У WISE LP может не быть ликвидности, т.к. IPO нет, а вторичный рынок неразвит. Нужно придумать **механизм выхода LP** – адаптировать, например, идею биржевого закрытого фонда: чтобы доли можно было продать на Московской бирже по NAV раз в год. Это повысит привлекательность для инвесторов, но требует проработки с регулятором.

- *Работа с убытками и банкротствами.* В США правовая система даёт фондам возможности через суд получить контроль, списать долги, ликвидировать с минимальными потерями. В РФ процедура банкротства сложная, часто политизированная. Фонду WISE нельзя полагаться, что разорившийся проект легко закрыть – может вмешаться региональная власть или ФНС. Поэтому адаптировать нужно **стратегию реструктуризации**: возможно, держать резерв на покрытие долгов проблемных проектов или иметь договорённость с государством о выкупе долей в проблемных компаниях (типа “гарантированный выкуп государством по номиналу при наступлении определённых условий”). Это страховка, аналогов которой нет на Западе, но она нужна для доверия LP здесь.

Заключение: роль WISE как инфраструктуры доверия в условиях отсутствия IPO

Подытоживая, создание фонда WISE по типу рассмотренных институциональных инвесторов – **вовремя и принципиально важно для российской экономики в переходный период**. Как показывают истории BlackRock, KKR, Sequoia и других, частные институции способны взять на себя функции, которых не может выполнить ни разрозненный рынок, ни бюрократическое государство: эффективно распределять капитал под риск, преобразуя накопления инвесторов в рост реального сектора. В условиях, когда российский рынок акций слаб и для технологических компаний фактически закрыт путь к IPO, **WISE должен стать заменой публичного рынка – тем посредником, который аккумулирует средства и направляет их в самые перспективные компании, обеспечивая им финансирование взамен доли в будущих доходах**. По сути, WISE – это мост между **избыточной ликвидностью** (концентрированной в госбанках, сырьевых гигантах, богатых семьях) и **недофинансированными технологиями** (инженерами, стартапами, которым негде взять деньги на расширение).

Опираясь на уроки гигантов, WISE следует строить свою деятельность на **долгосрочном доверии**: доверии государства – что фонд ускорит импортозамещение и не даст деньгам утечь впустую; доверии инвесторов – что их капитал под защитой профессионалов и разумно рискует; доверии предпринимателей – что фонд WISE не удушит их бюрократией, а поддержит советом и терпением, в отличие от банков с их залогами и штрафами. Для этого понадобятся **чёткие принципы работы (как “Принципы” Рея Далио) и прозрачность**. Например, можно публиковать ежегодные письма, как это делает Howard Marks из Oaktree, объясняя инвесторам видение рынка ⁷⁴. В российской практике такой открытости не хватало, и WISE может задать новый стандарт.

Важно подчеркнуть, что не всё можно перенести “из коробки”. Но ключевые **архитектурные решения** – **LP/GP структура, revenue-sharing контракт вместо доли, комбинация государственного мандата с частным управлением, антикризисные механизмы – при адаптации способны заложить фундамент новой институции**. В стагнирующей и милитаризованной экономике фонд WISE станет успешным, если будет действовать как **нейтральный и профессиональный посредник**, говорящий на языке и государства (стратегические

цели, безопасность) и бизнеса (ROI, рост стоимости). Эдакий “BlackRock российского импортозамещения” – понятный чиновникам и при этом эффективный по меркам инвесторов.

Главный вывод и рекомендация: **фонд WISE должен выстроить себя как “инфраструктуру доверия” в российской финансовой системе, заполняя нишу, образовавшуюся из-за ухода внешнего капитала и ослабления внутреннего рынка акций.** Он должен перенять лучшие практики мировых фондов – компетентность, управление рисками, гибкость инструментов – и адаптировать их к российским реалиям – защищая интересы инвесторов и поддерживая курс государства на экономический суверенитет. Если это удастся, WISE станет не просто фондом, а системообразующим институтом, способным ускорить структурную трансформацию экономики даже в отсутствие классических рыночных механизмов. Именно на такую роль и претендовали в своё время BlackRock, KKR, Apollo и другие – и их опыт вселяет уверенность, что и у WISE есть шансы на успех при правильной архитектуре и стратегии.

Источники:

- BlackRock – крупнейший в мире управляющий активами, основанный в 1988 г. для внедрения риск-менеджмента на рынке облигаций ¹ ¹⁰ .
- Blackstone – мировой лидер альтернативных инвестиций (\$1 трлн+ AUM), выросший из бутик-M&A 1985 г. через LBO, недвижимость и кредитные стратегии ¹³ ¹⁴ .
- Apollo Global Management – эксперт по distressed-активам, возник после краха Drexel в 1990 г., купивший портфели RTC и ставший глобальной инвестиционной фирмой с \$750 млрд AUM ²¹ ²⁴ .
- Brookfield Asset Management – канадско-американский гигант реальных активов (\$1 трлн AUM), контрциклически инвестировавший в кризисы (банкротство Olympia&York, пост-9/11) и развивший инфраструктурные платформы ³⁰ ³¹ .
- KKR – пионер рынка LBO, с 1976 г. совершенствующий модель выкупов, привлёкший пенсионные фонды в private equity и осуществивший крупнейшие сделки 20 века (RJR Nabisco) ⁴⁸ ⁴⁷ .
- Bridgewater Associates – крупнейший хедж-фонд, основанный в 1975 г., новатор в области макро-стратегий (risk parity) и известный точными прогнозами кризисов (предупреждал о проблемах 2008) ⁶¹ ⁶⁸ .
- Oaktree Capital – ведущий инвестор в distressed-долги, основан в 1995 г. Х.Марксом, проповедует принцип защиты от потерь и имеет 19% годовых на протяжении >20 лет ⁷⁴ ⁷⁵ .
- Ares Management – крупный альтернативный кредитор (\$378 млрд AUM), с 1997 г. развивающий прямое кредитование и частично заменивший банки для среднего бизнеса, новатор в использовании BDC ⁸² ¹⁰⁴ .
- Sequoia Capital – легендарный венчурный фонд, финансировавший Apple, Cisco, Google и др., с 1972 г. действует как “инкубатор” Силиконовой долины, фокусируясь на больших рынках и сильных командах ⁹⁰ ⁹³ .
- SoftBank Vision Fund – крупнейший технологический фонд (\$100 млрд), созданный в 2017 г. с поддержкой саудовского и эмиратского капиталов, изменил ландшафт венчура агрессивными инвестициями в единороги (332 компании к 2025) ⁹⁷ ⁹⁸ .

Каждый из этих примеров подчёркивает разные грани построения инвестиционных институтов. Фонду WISE предстоит взять лучшее и применить смело и творчески, учитывая российскую специфику – и тогда он сможет занять достойное место среди “гигантов” в своей нише, решив задачу соединения капитала с потребностями экономики в сложное для страны время.

- 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 **BlackRock - Wikipedia**
<https://en.wikipedia.org/wiki/BlackRock>
- 12 13 14 15 16 17 18 19 **Blackstone Inc. - Wikipedia**
https://en.wikipedia.org/wiki/Blackstone_Inc.
- 20 21 22 23 24 25 26 27 28 29 **Apollo Global Management - Wikipedia**
https://en.wikipedia.org/wiki/Apollo_Global_Management
- 29 30 31 32 33 34 35 36 **A Look Back | Brookfield**
<https://history.brookfield.com/history/>
- 36 37 38 39 40 41 **Brookfield Asset Management - Wikipedia**
https://en.wikipedia.org/wiki/Brookfield_Asset_Management
- 42 43 44 45 46 47 48 49 50 51 **History of Kohlberg Kravis Roberts & Co. – FundingUniverse**
<https://www.fundinguniverse.com/company-histories/kohlberg-kravis-roberts-co-history/>
- 51 52 53 54 55 56 **KKR & Co. - Wikipedia**
https://en.wikipedia.org/wiki/KKR_%26_Co.
- 58 59 60 61 62 63 64 65 66 67 68 69 70 **Bridgewater Associates - Wikipedia**
https://en.wikipedia.org/wiki/Bridgewater_Associates
- 71 72 73 74 75 76 77 78 **Oaktree Capital Management - Wikipedia**
https://en.wikipedia.org/wiki/Oaktree_Capital_Management
- 80 82 83 84 85 86 87 88 89 90 **Ares Management - Wikipedia**
https://en.wikipedia.org/wiki/Ares_Management
- 81 **Our History | Ares Management**
<https://www.aresmgmt.com/about-ares-management-corporation/our-history>
- 88 **Ares Management: It Really Is The Golden Age Of Private Credit**
<https://seekingalpha.com/article/4752826-ares-management-stock-favorable-capital-allocation-environment>
- 90 92 93 **Don Valentine - Wikipedia**
https://en.wikipedia.org/wiki/Don_Valentine
- 91 **Our History | Sequoia Capital**
<https://www.sequoiacap.com/our-history/>
- 94 95 97 98 99 102 103 **SoftBank Vision Fund: A Comprehensive Overview | by ByteBridge | Medium**
<https://bytebridge.medium.com/softbank-vision-fund-a-comprehensive-overview-76972710c52e>
- 96 **Masayoshi Son, SoftBank, and the \$100 Billion Blitz on Sand Hill Road**
<https://www.bloomberg.com/news/features/2018-09-27/masayoshi-son-softbank-and-the-100-billion-blitz-on-sand-hill-road>
- 100 **SoftBank revisits old playbook with Trump pledge - Axios**
<https://www.axios.com/2024/12/16/softbank-donald-trump-masayoshi-son>
- 101 **Венчурный рынок России в 2024–2025 годах: прогнозы экспертов**
<https://www.kommersant.ru/doc/6664512>