

# Архитектура фонда WISE (Revenue-Based Financing): аналитический отчет

## Введение.

Данный отчет представляет собой комплексный анализ ключевых аспектов архитектуры фонда WISE, использующего модель финансирования на основе выручки (Revenue-Based Financing, RBF). Рассмотрены шесть тематических блоков, от психологии инвесторов и механизмов мотивации LP, до технологической инфраструктуры фонда. Каждый раздел содержит анализ текущих практик, примеры (кейсы), сравнительные таблицы и рекомендации, оформленные в стиле внутреннего консультативного отчета. Цель – предоставить руководство по проектированию и управлению фондом WISE, учитывая баланс интересов инвесторов (LP) и управляющих (GP), обеспечение финансовой устойчивости и соответствие макроэкономическим и регуляторным условиям.

## 1. Динамика поведения инвесторов (LP): психология, мотивация и дизайн стимулов

**Мотивация LP к инвестированию.** Ограниченные партнёры (Limited Partners, LP) – институциональные и частные инвесторы фонда – стремятся поместить капитал в альтернативные фонды при условии доверия к управляющему партнеру (GP) и уверенности в прозрачности и надежности механизмов фонда. Ключевыми факторами являются репутация и трек-рекорд GP, прозрачность в раскрытии информации, а также юридические гарантии в соглашении о партнерстве (LPA). Инвесторы всегда анализируют прошлые результаты фонда и опыт команды управления перед принятием обязательств. Надежный трек-рекорд (высокий IRR, DPI и т.д.) формирует базовое доверие, но даже впечатляющая доходность не гарантирует слепой лояльности LP. Поведенческие аспекты играют роль: согласно наблюдениям в отрасли, LP склонны “ре-инвестировать” (re-up) как минимум в следующий фонд того же GP из чувства доверия и подтверждения гипотезы, особенно если первый фонд показывал ожидаемые промежуточные результаты. Однако лояльность никогда не бывает безусловной – если у LP появляются сомнения (смена стратегии фонда, уход ключевых сотрудников GP, появление альтернатив с лучшим соотношением риск/доходность), они могут пересмотреть участие, даже при хорошем трек-рекорде GP.

**Формирование доверия и управление ожиданиями.** Для установления долгосрочных отношений GP должен активно работать над прозрачностью и коммуникацией с LP. Например, бэк-офис многих современных фондов предлагает LP удобные онлайн-дэшборды с доступом к отчетам, историческим документам, состоянию портфеля. Открытость в освещении проблем и регулярное обновление информации повышают доверие: GP, которые честно сообщают о рисках и прогрессе, воспринимаются как более надежные хранители капитала. Важную роль играет и диалог – успешные фонды создают LP advisory board, проводят опросы, личные встречи, чтобы учитывать обратную связь LP. В поведении LP прослеживается прагматизм: несмотря на личные отношения, решение о продолжении инвестиций основывается на forward-looking анализе – насколько стратегия GP актуальна в текущем рынке, оправданы ли заявленные риски и сроки окупаемости. Таким образом, управление ожиданиями включает четкое изложение инвестиционной стратегии, целевых метрик (например, планируемый IRR, срок до начальных

дистрибуций), а также оговорки о потенциале снижения рисков. LP ценят, когда GP демонстрирует **конкурентное отличие** своего фонда: уникальную экспертизу в секторе, доступ к эксклюзивной сделочной сети, особые подходы к развитию портфельных компаний. В насыщенном рынке капитала GP должны предоставить убедительный **нарратив** – почему именно их фонд способен принести выдающуюся ценность. Для институциональных LP также важны вопросы **юридической прозрачности**: наличие в LPA понятных условий по управлению, защиты прав LP, отсутствие конфликта интересов. Принципы ILPA (Institutional Limited Partners Association) рекомендуют стандарты, например раскрытие всех комиссий и расходов, ограничения на использование заемного финансирования на уровне фонда, положения о **Key Man** (ключевые личности команды GP) и **no-fault разводе** (право LP прекратить действие фонда при определенных условиях). Все это формирует у LP ощущение контроля над рисками.

**Инструменты выравнивания интересов GP и LP.** Одним из привлекательных аспектов индустрии частного капитала считается сильное выравнивание интересов между GP и LP посредством структуры вознаграждений <sup>1</sup>. Классическая схема “2 и 20” предполагает, что GP получает ежегодную комиссию за управление (~2% от капитала) и долю прибыли фонда (carry) около 20% сверх определенной доходности (hurdle rate). **Hurdle rate** – минимальная предпочтительная доходность для LP, обычно ~8% годовых, которую фонд должен достичь, прежде чем GP начнет участвовать в прибыли <sup>2</sup>. Такая планка гарантирует, что сначала инвестиции приносят LP базовую доходность, сопоставимую с рынком. Пока hurdle не пройден, вся прибыль идет LP. После достижения порога включается механизм распределения прибыли по **водопаду (waterfall)** – оговоренной последовательности потоков выплат <sup>3 4</sup>.

В наиболее распространенной **европейской модели** waterfall сначала 100% поступлений направляются LP до возврата 100% вложенного капитала (Return of Capital), затем 100% доходов – до достижения hurdle для LP <sup>5</sup>. После этого активируется **GP catch-up** – GP получает непропорционально большую долю последующих поступлений (например, 50–100%) до тех пор, пока его совокупная доля прибыли не достигнет условных 20% <sup>6</sup>. И, наконец, оставшаяся прибыль распределяется между LP и GP в финальном соотношении (обычно 80/20 или 90/10 в пользу LP) <sup>7</sup>. Такая структура гарантирует, что GP получит свои вознаграждения (carry) только после полного удовлетворения базовых требований LP. **Американская модель** waterfall отличается тем, что расчёт carried interest идет покомочно – GP может получать вознаграждение с успешно реализованных сделок, не дожидаясь возврата всего капитала фонда. Это приводит к более ранним выплатам GP, но создает риск, что GP получит carry до того, как фонд в целом достигнет hurdle. Поэтому в американской схеме **обязательно присутствует clawback** – условие, обязывающее GP вернуть излишне полученный carry, если по итогам всей жизни фонда окажется, что LP недополучили оговоренную доходность. Clawback обычно требует резервирования части carry на эскроу-счете до завершения фонда. Европейский водопад более выгоден LP, так как откладывает вознаграждение GP до окончательного успеха фонда и не допускает ситуации вознаграждения за неполную общую доходность. В **Limited Partnership Agreement (LPA)** фонды детально прописывают структуру waterfall, положения о clawback, **GP commitment** (обязательство GP вложить собственные средства в фонд, обычно 1–3% объема, чтобы “уравнять риски” с LP), а также **распределение убытков** (GP обычно не получает комиссий от проигрышных сделок и его carry зависит только от чистой прибыли). Такой дизайн взаимосвязан: хорошо продуманная модель распределения прибыли выгодна LP, т.к. создает правильные стимулы для GP максимизировать доходность и избегать чрезмерного риска <sup>8</sup>.

*Пример схемы “водопада” распределения доходов фонда (стандартная европейская модель): на первом этапе 100% поступлений возвращаются LP (возврат капитала), далее 100% – до выплаты предпочтительной доходности LP (8% годовых); затем включается catch-up – преимущественное*

*распределение в пользу GP, пока его доля прибыли не достигнет 20%; оставшаяся прибыль делится 80/20 между LP и GP <sup>5</sup> <sup>6</sup> . Такая структура балансирует интересы сторон.*

**Поведенческая экономика отношений GP-LP.** Взаимодействие между GP и инвесторами – это не только формальные договоры, но и психологические аспекты. Существует естественное напряжение: LP доверяют GP крупные суммы на долгий срок (обычно 10+ лет), ожидая профессионального управления и соблюдения определенных норм поведения. В ответ GP негласно ожидают от LP определенной лояльности – например, участия в последующих фондах при успешном опыте инвестиций. Исследования показывают, что **лояльность LP измеряется уровнем “re-up”** – готовности увеличивать или по крайней мере сохранять вложения в следующие фонды того же GP. Часто LP рассматривают участие как минимум в двух фондах подряд: первый – чтобы увидеть реализацию стратегии, второй – как продолжение, если не было нарушено доверие. Однако решения LP остаются рациональными: даже сильные результаты не “привязывают” инвестора навечно. Fiduciary duty (фидуциарная обязанность перед собственными стейкхолдерами) заставляет крупных LP всегда сравнивать дальнейшие перспективы – **“что ты сделаешь для меня завтра, а не только что сделал вчера”**. Например, могут возникнуть факторы эрозии лояльности: смена команды GP, отклонение от заявленной стратегии (style drift), чрезмерный рост под управлением (asset-gathering, что может снизить будущую доходность), или появление более привлекательных фондов на рынке.

Для удержания LP **GP стремятся превратить отношения из транзакционных в партнерские**. Инструменты для этого включают: соинвестирование (предоставление LP возможности напрямую вложиться в лучшие сделки фонда без дополнительных комиссий), регулярные закрытые мероприятия для инвесторов, максимально персонифицированный подход к разным категориям LP. Многие фонды сегментируют LP и адаптируют коммуникации: например, пенсионные фонды ценят устойчивость и низкий риск, семейные офисы – гибкость и индивидуальное внимание. Также, появление платформенных решений (CRM-систем) позволяет GP отслеживать историю взаимодействия с каждым LP, предпочтения и прошлые вложения, используя аналитику для прогнозирования, кто из инвесторов скорее поддержит новый фонд. Поведенческая экономика отношений проявляется и в понятии **“signal trust”** – крупные авторитетные LP, согласившиеся на участие, посылают сигнал остальным о надежности фонда. Многие инвесторы признают, что склонны инвестировать, если видят в составе LP известные фонды богатства, институты развития или именитые семейные офисы. Таким образом, доверие и репутация формируют своего рода самоподдерживающийся цикл в привлечении капитала.

**Юридическая анатомия LPA и защита интересов LP.** Limited Partnership Agreement – главный документ фонда – не только устанавливает экономические условия (fees, carry, waterfall), но и юридические рамки, распределение прав и обязанностей. В контексте психологии LP важно наличие в LPA положений, снимающих **опасения злоупотреблений GP**. Такими элементами являются: **Key Person clause** (условие, что при уходе ключевых лиц команды GP фонд может приостановить инвестиции или LP получают право досрочного прекращения обязательств), **Removal clause** (возможность большинством голосов LP отстранить GP без штрафа при доказанных нарушениях или “no-fault” механизмом за определенную плату GP), ограничения на **конфликт интересов** (GP не может управлять параллельно другим фондом с перекрывающимся мандатом без согласия LP), **отказ от ответственности GP** (в пределах стандартов добросовестности и отсутствия грубой небрежности) и др. В отрасли сложился ряд стандартов, активно продвигаемых ILPA Principles 3.0. Например, ILPA рекомендует, чтобы GP вкладывал значимый собственный капитал в фонд (min 1%), не брал скрытых комиссий с портфельных компаний без компенсации LP, ограничивал перенос невызванных средств между фондами и т.п.. Для LP критично понимать, как фонд будет ликвидироваться: LPA обычно описывает процедуру *распределения убытков*, обязательства GP по продолжению управления даже после срока фонда

(вплоть до полной распродажи активов), а также **clawback** (GP несет личную ответственность вернуть излишне выплаченную прибыль, вплоть до распределения между партнерами GP из личных средств). Все эти юридические нюансы предназначены, чтобы LP чувствовали защищенность своего капитала и уверенность, что GP действует в рамках строго оговоренных правил. Прозрачность таких условий – один из факторов, повышающих психологический комфорт LP и готовность инвестировать, особенно в фонды новых команд (emerging managers), где репутационный фактор еще формируется.

**Выводы и рекомендации (Раздел 1):** Чтобы успешно привлечь и удержать LP-инвесторов, фонду WISE необходимо: (1) **Демонстрировать надежность** – сформировать убедительный трек-рекорд (пилотный портфель RBF-сделок с видимым cash-flow), предоставить ссылки на опыт команды, заручиться поддержкой авторитетных якорных инвесторов для повышения доверия. (2) **Обеспечить прозрачность и коммуникацию** – внедрить интерактивный LP-портал, предоставлять ежеквартальные отчеты о выручке и выплатах по RBF-контрактам, проактивно информировать об успехах и трудностях. (3) **Спроектировать LPA в духе alignment** – включить стандартный водопад с hurdle (напр., 7-8% годовых при RBF-модели), предусмотреть жесткий clawback и высокий GP commit (скажем,  $\geq 2\%$  от капитала за счет средств команды WISE), ограничить возможность GP запускать конкурирующие инициативы. (4) **Развивать отношения с LP** – сегментировать базу инвесторов WISE (например, богатые семьи vs. институционалы), понять их мотивации и рискованные ограничения, и адаптировать предложение: для консервативных – акцент на стабильных денежных потоках RBF как альтернативе долговым инструментам; для ориентированных на рост – опция реинвестирования и наращивания доли. Следуя этим шагам, WISE сможет построить долговременное партнерство с LP, превратив разовое привлечение капитала в повторяемый процесс фондрайзинга за счет удовлетворенности инвесторов.

## 2. Логика создания “вторичного рынка WISE” для RBF-долей

**Проблема ликвидности в RBF-модели.** Традиционные венчурные и private equity фонды характеризуются низкой ликвидностью: инвесторы вкладывают средства на 8-12 лет, и выйти досрочно можно лишь продав свою долю на вторичном рынке с дисконтом. В модели Revenue-Based Financing, используемой фондом WISE, инвесторы начинают получать возврат капитала и прибыль в виде доли от выручки портфельных компаний уже в течение первых лет после инвестиций (платежи осуществляются периодически по мере генерации выручки). Это улучшает **ликвидность потоков** по сравнению с классическим VC, где дивиденды не платятся, а возврат зависит от экзитов. Однако сами **доли LP в фонде WISE остаются неликвидными** – LP не может требовать от фонда досрочного выкупа или легко продать свою долю постороннему без организационных усилий. Для повышения привлекательности фонда (особенно для тех LP, кто ценит гибкость) имеет смысл создать **внутренний вторичный рынок** RBF-долей. Идея заключается в том, чтобы обеспечить возможность торговли правами на будущие потоки выручки, генерируемые портфелем WISE.

**Аналоги и механики вторичного рынка.** В индустрии уже существуют примеры превращения будущих доходов в торгуемые активы. Наиболее яркий кейс – финтех-платформа **Pipe**, которую называют “Nasdaq для выручки”. Pipe позволяет компаниям с регулярной выручкой (например, SaaS-сервисы с подписками) продавать права на будущие поступления инвесторам через онлайн-маркетплейс. Компания получает сразу единовременный аванс, а инвесторы – поток клиентских платежей в будущем с дисконтом, превращая регулярную выручку в **торгуемый актив**. Pipe выступает посредником, оценивая качество выручки и риски с помощью анализа данных, а сделки формально оформляются не как кредиты, а как продажа контракта (что важно – компания не берет долг на баланс). На пике развития Pipe сообщал о более \$1 млрд ежегодной

повторяющейся выручки, размещенной на платформе для торговли, с десятками миллионов долларов оборота ежемесячно. Инвесторы на Pipe – в основном фонды и банки – **конкурируют** на аукционе за право выкупить те или иные контракты, что приводит к рыночной цене и выгоде для продавца выручки. Pipe зарабатывает комиссию ~1% с каждой стороны сделки.

Фонду WISE имеет смысл изучить опыт Pipe для внутреннего применения: хотя WISE сам выступает инвестором по RBF-соглашениям с компаниями, эти соглашения также могут быть агрегированы и перепроданы. Возможны несколько форматов: - **Внутренняя торговая площадка для LP:** фонд создает платформу, где существующие LP могут выставить на продажу часть своих долей (право на соответствующую долю будущих поступлений фонда) другим аккредитованным инвесторам, в том числе новым LP. Такая сделка, по сути, вторичная покупка доли фонда. Аналог: вторичные фонды в PE, которые специализируются на выкупе долей у выходящих LP. При этом WISE как управляющий может облегчать проведение таких сделок (подготовка оценочных материалов, KYC новых инвесторов, обновление LPA и реестра LP). Это повысит ликвидность для инвесторов, снимая часть барьера неликвидности. - **Секьюритизация пула RBF-контрактов:** фонд может рассмотреть пакетирование прав требований по RBF-соглашениям в специальную целевую структуру (SPV) и выпуск на ее основе облигаций или нот, которые можно предложить внешним инвесторам. Такая модель используется в классическом секьюритизации: например, платформа **Cadence** (переименована позже в Percent) структурировала за первые годы работы ~\$88 млн нот по 76 выпускам, объединяя портфели краткосрочных займов для продажи инвесторам. Секьюритизация позволяет **убрать активы с баланса** исходного держателя (в случае банка – освободить капитал для новых выдач) и предложить инвесторам инструмент с определенным профилем риска/доходности. В контексте WISE, секьюритизация части портфеля RBF могла бы привлечь, например, консервативных институционалов (пенсионные фонды, страховщиков), которые купят транш с фиксированным доходом, обеспеченным потоками выручки стартапов. Cadence, кстати, использовала технологию блокчейн для повышения прозрачности учета таких нот, но ключевое – ускорение и упрощение сделок. **Пример:** Cadence в 2020 г. структурировал \$40 млн сделку по секьюритизации будущих роялти сети ресторанов FAT Brands, что позволило снизить стоимость заемного капитала для этой компании на \$2 млн. - **Прямая продажа контрактов (single asset):** если фонд WISE заключил RBF-контракт с конкретной компанией, и затем пожелал монетизировать его, можно продать права на будущую выручку другому фонду или банку. Это похоже на факторинг выручки, но на уровне фонда. Такие сделки могут быть единичными (от случая к случаю) – например, если WISE хочет освободить капитал для новых инвестиций или зафиксировать прибыль.

**Платформенные механизмы: trade-in, auto-reinvest, перепродажа.** Реализуя вторичный рынок, WISE может внедрить несколько функций, стимулирующих ликвидность: - **Опция trade-in для LP:** инвестор, получивший от фонда некоторые выплаты по выручке, может реинвестировать их обратно через платформу фонда в новые RBF-сделки, либо обменять свою оставшуюся долю на долю в новом фонде WISE (если запускается следующий фонд). Такой механизм “trade-in” дает гибкость обновления портфеля LP. - **Авто-реинвестирование (DRIP):** по аналогии с дивидендными реинвест-программами, LP может дать указание автоматически направлять получаемые RBF-выплаты на покупку долей новых выпускаемых SPV или нот фонда. Это упростит процесс компаундирования дохода для инвесторов. - **Маркетплейс для новых инвесторов:** если сторонний аккредитованный инвестор желает экспозиции на RBF, но основной фонд WISE закрыт для подписки, он может через вторичный маркетплейс купить долю у существующего LP или приобрести выпуск секьюритизированных нот. WISE при этом может установить определенные правила – например, разрешить вторичные продажи только раз в квартал по расчётной NAV, или с дисконтом, чтоб не повредить оставшимся LP.

**Интерес со стороны институциональных инвесторов и банков.** Большие институционалы традиционно не любят мелкие разрозненные сделки, но готовы покупать **пучки** контрактов, особенно если те структурированы в понятный инструмент с рейтингом. Банки тоже могут участвовать, особенно если регуляторно это оформлено как покупка потоков (forfaiting) или структурная нота – тогда можно за счет низкой стоимости капитала банка получить небольшой, но надежный доход. Фонд WISE мог бы взаимодействовать с банками, предлагая им, к примеру, **кредитную линию под залог портфеля RBF-договоров** или совместное финансирование: банк дает заем под низкий процент, а получает выплату из выручки стартапов; фонд доплачивает разницу или берет субординированный риск. Это уже относится к blended finance (см. раздел 5), но показывает потенциал ликвидности.

Примеры с рынка: существуют площадки для **торговли долговыми обязательствами стартапов** – кроме Pipe, можно назвать **Capchase, Clearco** (аналоги Pipe для других рынков), платформы для SaaS-факторинга, а также классический **вторичный рынок фондов** (Napier Park, Collier Capital и др. покупают доли фондов у LP). На debt-рынке давно торгуются облигации, обеспеченные пучками активов (ABS) – от ипотек до лизинговых платежей. В 2019 году объем секьюритизации (исключая ипотечные бумаги) в США превысил \$300 млрд, что показывает емкость рынка. Однако инновационные модели, как у Cadence, стремятся **демократизировать доступ**: Cadence заявлял целью сделать процессы секьюритизации более быстрыми и дешевыми, автоматизировав поиск инвесторов и выпуск нот для даже небольших пакетов долгов. За два года работы (к 2020) Cadence помог 12 заемщикам структурировать выпуски на суммарно \$125+ млн, привлекая розничных аккредитованных инвесторов к классам активов, ранее доступным только банкам. Для WISE это указывает, что при правильной технологии можно найти спрос и со стороны семейных офисов и высокообеспеченных частных лиц, желающих купить пакет контрактов с понятным ожидаемым доходом.

**Возможные модели торгуемых revenue streams.** Кроме описанных, <sup>值得</sup> упомянуть смежные примеры: - **Музыкальные роялти**: платформа Royalty Exchange позволяет владельцам прав на музыкальные произведения продавать долю будущих авторских отчислений инвесторам через аукцион. По сути, это тоже RBF – только отчисления зависят от стримингов и продаж музыки. Для инвесторов это инструмент с периодическими выплатами. Этот пример показывает, что даже **абстрактные потоки доходов можно стандартизировать и продавать на платформе 24/7**. - **Энергетические или минеральные роялти**: на фондовых биржах существуют Royalty Trusts – трасты, владеющие правами на долю выручки от добычи нефти/газа или добычи полезных ископаемых. Их паи свободно торгуются как акции, инвесторы получают регулярные выплаты из выручки скважин. Это аналогичный принцип RBF, просто на другом классе активов, и он довольно популярен у доходно-ориентированных инвесторов. - **Онлайн-маркетплейсы долей в бизнесах**: ряд платформ (Seedrs Secondary Market, Forge Global и др.) организуют торговлю долями стартапов (обычно акциями, но в частных компаниях). Хотя это не RBF, механизм схож – нужна инфраструктура совпадения спроса/предложения, стандартизации юридических процедур вторичного оборота.

Для WISE при запуске вторичного рынка важно учесть **регуляторные требования**: торговля долями может рассматриваться как предложение ценных бумаг, понадобится либо ограничивать круг квалифицированных инвесторов, либо получать лицензии (MTF/ATS и т.д.). Вероятно, на первом этапе проще реализовать **ограниченный внутренний бюллетень**: LP уведомляют GP о желании продать, GP помогает найти контрагента и оформляет перевод доли (переуступку доли в LPA) по заранее согласованной цене. В LPA можно прописать условия такого transfer (например, LP должен предложить долю сначала существующим инвесторам или получить согласие GP). Постепенно, если объемы позволят, можно формализовать это в онлайн-платформу.

**Выводы и рекомендации (Раздел 2):** Создание вторичного рынка для RBF-долей способно повысить ликвидность и привлекательность фонда WISE. Рекомендуется: (1) **Разработать внутренний регламент вторичных продаж** – включить в LPA положения, разрешающие LP уступать доли с согласия GP, описать процедуру (например, уведомление GP, право первого отказа для других LP, допустимые периоды для сделок). (2) **Создать цифровую платформу** (или раздел на сайте) для матчинга заявок: публиковать информацию об ориентировочной цене доли (на основе NAV и дисконтированных cashflow), поддерживать анонимность сторон до заключения сделки. (3) **Рассмотреть секьюритизацию потоков** – для привлечения дополнительного финансирования выпустить облигации или ноты на часть портфеля; начать можно с пилотного выпуска под конкретный пул договоров, заручившись, к примеру, гарантией развития от DFI (см. раздел 5 про blended finance). (4) **Общаться с внешними вторичными игроками** – возможно, фонды вторичного рынка заинтересуются скупкой долей WISE, если увидят качественный портфель. Стоит наладить контакты с такими инвесторами заранее. В перспективе WISE может приобрести репутацию “первопроходца” ликвидных венчурных фондов, что привлечет категорию LP, ранее избегавших VC из-за горизонта инвестирования. Грамотно организованный вторичный рынок станет конкурентным преимуществом WISE на фоне традиционных фондов.

### 3. Бюджетирование, P&L и экономика фонда WISE

**Финансовая модель управляющей компании.** Фонд WISE структурирован как классический управляемый фонд (GP/управляющая компания + LP-инвесторы). Экономика такой структуры определяется потоками доходов GP и статьями расходов на управление фондом. Основные источники дохода GP: (1) **Management Fee** – комиссия за управление, взимаемая ежегодно с LP. Стандарт индустрии – 2% годовых от суммарного объема обязательств фонда (commitments) в инвестиционный период, затем от сниженной базы (например, от вложенного капитала). Эта комиссия предназначена покрыть операционные расходы GP (зарплаты команды, офис, due diligence, аналитика). Например, при размере фонда \$50 млн 2% fee составит \$1 млн в год – на эти средства GP “держит свет включенным”, то есть оплачивает все необходимые услуги. (2) **Carried Interest (GP carry)** – доля в прибыли фонда (после возврата капитала LP и выплаты hurdle-доходности). Типичное значение carry – 20% от чистой прибыли сверх предпочтительной доходности LP. Это вознаграждение GP за успешные инвестиции. Однако carry выплачивается в конце или по мере реализации портфеля, поэтому на операционные нужды GP в первые годы не влияет (скорее это “потенциальный бонус”). (3) Возможные дополнительные доходы: некоторые фонды взимают **организационный сбор (stand-up or setup fee)** с LP при запуске фонда, чтобы покрыть юридические и административные расходы на учреждение; иногда GP берет **monitoring fees** или другие сборы с портфельных компаний за консультации – но часто LPA требует уменьшать management fee на эту сумму, отдавая экономию LP. В случае WISE, работающего по RBF, потенциально может быть **transaction fee** от каждой сделки (например, 1-2% от суммы финансирования стартапа платит сам стартап как “устроительный” сбор), но такой механизм надо согласовать с LP, чтобы исключить конфликт интересов (GP мог бы быть мотивирован совершать больше сделок ради комиссий). Прозрачная практика – если такие комиссии взимаются, 100% их либо передаются в фонд в уменьшение расходов, либо засчитываются против management fee (так поступают многие PE-фонды).

Таким образом, **GP-entity WISE получает стабильный годовой доход = 2% от AUM** (управляемых активов) – примерно равный **бюджету на операционную деятельность**. Правильное бюджетирование требует, чтобы при заявленном размере фонда эта сумма покрывала все необходимые издержки. Слишком маленький фонд опасен: на \$10 млн фонде 2% = \$200k в год, чего вряд ли хватит даже на зарплату 2-3 человек и аудиторов. Практика показывает, что существует понятие *minimum viable fund size* для новых команд. По оценкам экспертов, коммерческая жизнеспособность команды VC требует порядка \$25–30 млн под управлением на

партнера. Например, фонд в \$15 млн с 2% fee дает \$300k в год – этих денег хватит лишь на базовые расходы и практически не оставит GP прибыли. Напротив, фонд \$100 млн дает \$2 млн fee – уже достаточно для полноценного штата, аналитики, поездок, и потенциально небольшая прибыль остается GP как управляющей фирме (особенно если расходы оптимизированы).

По данным исследования первых фондов, **мелкие фонды вынуждены работать “бережливо”**: фиксированные операционные расходы (юристы, администрирование, аудит) могут составлять \$50k–\$200k в год вне зависимости от размера фонда <sup>9</sup>. То есть, при фонде \$20 млн и fee \$400k/год – почти до половины может уходить на обязательные издержки, и лишь оставшиеся ~\$200k – на зарплаты и переменные нужды. Напротив, при фонде \$100 млн и fee \$2 млн – та же сумма \$100–200k расходов составит лишь 5–10% бюджета, остальное – на команду и развитие. LP знают эту динамику и обычно соглашаются, чтобы **операционные расходы фонда оплачивались из имущества фонда отдельно от management fee** в разумных пределах – обычно \$50–100k/год, строго прописанных в LPA. Это покрывает услуги администратора, аудиторов и прочее, снижая нагрузку на 2% комиссию. Но важно: все, что тратится из имущества фонда – уменьшает капитал LP и конечную доходность, поэтому LP следят за эффективностью расходов.

Ниже представлена *условная модель* бюджета для разных размеров фонда WISE (допущения: фикс. расходы \$100k/год на администрирование и юридическое сопровождение, остальное – доступный бюджет GP):

Объём фонда (AUM)	Годовая комиссия 2%	Фикс. расходы фонда	Доступно GP на персонал и прочее	Оценочный состав команды
\$10 млн (микрофонд)	\$200 тыс	\$80 тыс	~\$120 тыс	1-2 человека (GP+аналитик); экономия на всём
\$50 млн (средний фонд)	\$1 000 тыс	\$120 тыс	~\$880 тыс	3-4 сотрудника (GP, партнер по инвест., 1-2 аналита); умеренный бюджет
\$100 млн (крупный фонд)	\$2 000 тыс	\$150 тыс	~\$1 850 тыс	5-6 человек (расширенная команда с GP, инвестиционные менеджеры, фин. директор); комфортный бюджет

Таблица: пример оценки операционного бюджета в зависимости от размера фонда. Здесь видно, что экономия от масштаба значительна: в крупном фонде фиксированные издержки съедают <10% фи, а в крохотном – до 40%. В связи с этим, **GP WISE должна стремиться к оптимальному размеру фонда**, при котором и цели инвестиций достижимы, и комиссия покрывает устойчиво затраты. Если же WISE запускается с небольшим фондом (скажем, \$15–20 млн), стоит либо договариваться о **повышенной комиссии** (например, 2.5-3% годовых, что иногда приемлемо для “micro-VC” фондов), либо заранее планировать очень *lean*-организацию – минимальный штат, возможно частичную занятость партнеров, outsourcing функций.

**Статьи расходов фонда и юнит-экономика.** Рассмотрим структуру расходов более подробно. Для управления фондом требуются: - **Фондовый администратор / бухгалтерия**: ведение учета капитала LP, подготовка отчетов, проведение оценок NAV, администрирование выплат (capital calls и дистрибуций). Типичная стоимость услуг внешнего администратора \$50–100k/год <sup>10</sup>. Для экономии при небольшом фонде WISE может воспользоваться платформенными решениями



(Angellist, Carta – предлагают фондовый бэк-офис за фиксированный невысокий платеж) <sup>11</sup>. К примеру, Angellist Venture обеспечивает “под ключ” услуги администрирования, юридического оформления и даже подготовку налоговых форм за ~0.75% AUM плюс фиксированную плату. Это может быть выгодно для первого фонда. - **Юридическое сопровождение:** расходы на юристов возникают при структурировании сделок (вход в компанию, оформление RBF-контрактов), а также потенциально при важных событиях (согласование условий с новыми LP, урегулирование споров). Рекомендуется заложить существенный **резерв на юридические услуги**, особенно если фонд работает трансгранично. По опыту небольших фондов в Европе, budget на юридическое сопровождение может составлять ~\$25k в год. С ростом числа портфельных компаний и сложностью сделок расходы могут увеличиваться (например, при 10 сделках в год, если каждая требует \$2-3k услуг юриста, это уже \$20-30k). Здесь стратегии оптимизации: иметь шаблонные договоры RBF, использовать **legaltech** инструменты (см. раздел 6) для генерации типовых документов, привлекать проверенных недорогих юридических партнеров на условиях фиксированной платы за сделку. - **Аудит и оценка:** многие LP (особенно институционалы) требуют ежегодного аудита отчетности фонда. Аудит небольшого фонда может стоить \$10–20k в год. Кроме того, оценка портфеля для отчетности (особенно если нет внешних раундов у стартапов) тоже задача, которую может выполнять аудитор/оценщик. Эти расходы обычно платятся из имущества фонда (согласия LP). - **Персонал и офис:** крупнейшая статья – компенсация команды GP. На практике, management fee, поступающий GP, распределяется на зарплаты партнеров и сотрудников, аренду офиса, командировки, ИТ-инфраструктуру и прочее. В венчурных фондах распространено, что GP сами не получают очень высоких окладов на этапе первых фондов, рассчитывая заработать на carry. Многие управляющие используют fee в первую очередь чтобы нанять аналитиков, оплатить due diligence (например, экспертов по технологиям, консалтинг по рынку для проверки стартапов). Для WISE, как RBF-фонда, важны компетенции в анализе выручки и финансовых моделей стартапов – вероятно, потребуется сильный финансовый аналитик или дата-специалист. Также, поскольку фонд будет работать с множеством регулярных платежей от портфельных компаний, придется иметь систему мониторинга платежей – это либо ИТ-затраты, либо дополнительные люди. - **Маркетинг, фандрейзинг:** расходы на привлечение LP (поездки, презентационные материалы) иногда GP несут сами до запуска фонда, но могут и частично компенсировать из fee позже. Небольшие фонды часто экономят на маркетинге, полагаясь на networking. Однако на **Investor Relations** все равно уходит время и деньги (мероприятия для LP, отчетные встречи и т.п.).

**Схема движения средств и P&L** самого фонда WISE (как юридического лица GP) отличается от P&L инвестиционного портфеля. Для **GP-entity** выручка = management fees + любые доп. сборы, расходы = перечисленные операционные затраты. Цель – чтобы GP-entity хотя бы не уходила в убыток в течение срока фонда. Нормальная ситуация для новых фондов: прибыль GP минимальна или нулевая до тех пор, пока не начнут поступать carry (а это может быть на 5-7 год). Некоторые команды даже субсидируют первые фонды из личных средств (снижают зарплаты, откладывают бонусы), ожидая вознаграждения позже.

Чтобы GP WISE была **устойчива при разных объемах AUM**, надо планировать рост фонда и/или параллельных продуктов. Обычно VC-фирмы решают проблему “скромного fee” запуском последующих фондов каждые 2-3 года. Так к моменту, когда 1-й фонд начинает снижать комиссию (после периода инвестирования, скажем на 5-й год fee может падать до 1-1.5% от остаточного капитала), уже запущен 2-й фонд с новой комиссией, и совокупный доход GP даже растет. Управление несколькими фондами увеличивает расходы (больше отчетности, больше сделок), но и доход увеличивается линейно с суммой AUM. Кроме того, WISE может использовать стратегию **смежных потоков дохода**: например, запустить параллельно небольшой фонд или SPV под другую стратегию (импакт, региональный), получать консультационные вознаграждения от портфельных компаний (но тут важно не конфликтовать с LP интересами) или привлекать

спонсорские гранты на покрытие части расходов (если есть компонент развития, DFI иногда покрывают часть “operational expenses”). В мире impact-фондов практикуется предоставление грантовой поддержки на операционные издержки (Technical Assistance Facility), чтобы снизить нагрузку на коммерческую часть – об этом далее в разделе 5.

**Treasury-менеджмент фонда.** Особенностью RBF-модели являются **постоянные денежные потоки возвратов** от компаний. В классическом венчуре фонд делает капитал вызовы (capital calls) по мере нахождения сделок, инвестирует, и потом долгие годы денег не получает, пока не случатся экзиты. В RBF же, как только портфельная компания начинает генерировать выручку, фонд получает свою долю (например, ежемесячно или ежеквартально). Эти средства поступают на счета фонда. Возникает вопрос: что с ними делать между распределениями LP? Фонд может: - **Накопление и периодические дистрибуции LP.** Обычно фонды распределяют поступления инвесторам периодически (например, раз в квартал или раз в год), когда сумма существенна. До момента распределения средства лежат на счете фонда (часто у кастодиана или администратора) и могут приносить небольшой процент на денежном рынке. Управляющая компания должна иметь политику касательно **временного инвестирования свободных средств** – как правило, разрешается вкладывать их в инструменты высокой ликвидности и низкого риска (госбонды, депозиты), чтобы деньги не простаивали и не обесценивались. С ростом процентных ставок (2023-2025 гг.) доходность на денежные средства может быть 3-5% годовых, что уже ощутимо. Этот доход либо прибавляется к доходам фонда для LP, либо, если оговорено, может частично идти на покрытие расходов. Но обычно все проценты по временно свободным средствам – собственность LP пропорционально их долям. - **Реинвестирование в новые сделки.** Некоторые RBF-фонды могут предусмотреть реинвестирование поступающих возвратов в новые инвестиции в течение инвестиционного периода. То есть вместо распределения LP сразу, фонд повторно пускает деньги работать. Это ускоряет рост портфеля без дополнительных капитал-колов. Однако такой механизм должен быть явно прописан в стратегии и LPA, иначе LP могут ожидать, что все поступления распределяются как они приходят. В фондах private debt часто используют **revolving period**, когда погашения займов идут на новые займы в первые, скажем, 3 года. WISE может рассмотреть подобный подход, чтобы усилить эффект сложного процента и увеличить итоговую доходность фонда, если LP не против задержки выплат. - **Резервирование под расходы и подушки ликвидности.** Фонд может удерживать часть поступлений для покрытия предстоящих выплат (например, management fee часто вычитается из возвращенных средств, прежде чем распределять остаток LP). Также резерв может понадобиться для возможных потерь (вдруг компания обанкротится и придется списать, тогда меньше денег придет, а LP уже получили больше – чтобы не было clawback ситуаций, можно распределять чуть консервативно).

Таким образом, treasury-менеджмент WISE – это баланс между **скоростью возврата LP** (что LP любят, т.к. повышает метрику DPI – Distributed to Paid-In) и **эффективностью использования средств**. Рекомендуется согласовать с инвесторами политику: например, все поступления сначала идут на возврат капитала, и только после полного возврата (или достижения определенного мультипликатора) фонд может удерживать новые поступления для реинвестиций или распределять их как прибыль. Такой подход вписывается в waterfall. Если фонд хочет предложить LP **автоматическое реинвестирование**, можно сделать опционально: некоторым LP выплачивать кэш, а желающим – направлять их долю обратно в новые вложения (через механизм отдельного параллельного пула). Но это усложняет администрирование.

**Контроль затрат и “burn rate” GP.** Управляющая компания, по сути, стартап, живущий на management fee пока не придет carry. “Burn rate” – это разница между fee доходом и реальными расходами. Идеально выйти на небольшой позитивный cashflow, чтобы GP-entity была самодостаточна и могла, например, финансировать подготовку следующего фонда. Плохая ситуация – когда расходы систематически выше fee, тогда GP либо должна дофинансировать из

собственного кармана, либо рискует оказаться без средств к середине срока фонда. Чтобы этого избежать, нужно **планирование на весь цикл фонда**: учесть, что после инвестпериода fee может сократиться. Часто фонды делают **declining fee schedule** – например, 2% первые 4 года, затем 1.5% оставшиеся годы (в совокупности за 10 лет LP заплатят ~15% от капитала на управление). Если WISE планирует так, GP должна либо сократить команду после инвестпериода, либо иметь второй фонд. Это обычная практика: команды стараются **синхронизировать циклы фондов**, чтобы совокупный fee поток был более-менее стабильным.

Рассмотрим **юнит-экономику на уровень сделки**: В RBF-фонде каждая инвестиция – это аванс компании в обмен на долю выручки до достижения определенного множителя (например, вложили \$1 млн, компания платит 5% выручки ежемесячно, пока не выплатит \$2 млн). Экономика такой сделки: IRR для фонда зависит от темпов роста выручки компании. Быстрый рост – значит выплаты придут быстрее и закончится соглашение на высокой ноте, IRR будет высокий (может 30-40%). Медленный рост – выплаты затянутся, IRR упадет. Портфель WISE будет состоять из множества таких соглашений. **GP задача – достичь целевой суммарной доходности фонда** (скажем, 15-20% IRR нетто для LP). Это зависит от средней эффективности RBF-сделок. Если какая-то компания перестает платить (банкротство или выручка обвалилась), фонд потеряет ожидаемые потоки – фактически частичное списание. В отличие от equity, где одна удачная сделка может сделать весь фонд (выстрел “в 100х”), в RBF модель более **предсказуемая и ограниченная** в верхнем потенциале (ну максимум 2-3х возврат per deal). Значит для достижения высокого результата надо минимизировать дефолты и оперативно реинвестировать полученные выплаты. Финансовая модель фонда должна учитывать эти параметры. Отдельно стоит рассчитать **точку безубыточности fee vs. доходность для LP**: LP платят 2% ежегодно, за 5 лет это 10%, за 10 лет – около 20% (немного меньше с учетом возвратов). То есть, прежде чем LP начнут получать чистую прибыль, фонд должен заработать более 20% совокупно сверх капитала. В RBF это реально, если средний мультипликатор вложений >1.2-1.3х. Учитывая carry 20%, нужно целиться на 1.5-1.6х возврат LP, чтобы они получили ~1.3х чистыми (это условно 8-10% IRR за 5-6 лет). Многие LP были бы не против такой доходности, если риски невысоки.

**Пример P&L фонда WISE (гипотетический)**: Размер \$50 млн, инвестировано в 25 компаний по \$2 млн. Каждая дает 1.8х возврат на горизонте 5 лет (то есть фонд получит \$90 млн поступлений). Management fees за 10 лет составят ~\$8 млн (уменьшая выплаты LP). Операционные расходы фонда предположим \$2 млн (часть покрыта fee, часть фондом). Итого LP вложили \$50, получили \$90 - \$8 - расходы = ~\$80 млн → 1.6х (примерно 10% IRR). GP получит carry 20% от прибыли (\$80 - \$50 = \$30 млн \* 20% = \$6 млн). Этот carry выплачивается на ~6-7 годах частями. GP использует часть carry, чтобы, например, вознаградить команду, и инвестировать в запуск следующего фонда. Если же несколько компаний провалятся и дадут 0х, тогда итог может быть 1.2-1.3х, что еле покроет fee – этого надо избегать через качественный отбор (ML-скрининг и т.д., см. раздел 6).

**Выводы и рекомендации (Раздел 3)**: Для устойчивой экономики фонда WISE необходимо: (1) **Определить оптимальный размер фонда** – не гнаться за максимальным капиталом, но и не быть слишком маленьким, чтобы fee покрывал расходы. По расчетам, целесообразно стартовать с фондом  $\geq$  \$30-50 млн; если придется начать с меньшего, проработать схему дополнительных доходов или спонсирования расходов. (2) **Строго контролировать издержки** – выбрать эффективного администратора (возможно, использовать AngelList Stack или Carta для снижения цены), стандартизовать юридические документы (сократить счет юристов), нанимать небольшую команду мультифункциональных сотрудников. Целевой **коэффициент расходов** (Total Expense Ratio) держать в разумных пределах – напр.,  $\leq$  2.5% от AUM в год (включая fee и прямые расходы). (3) **Планировать cashflow** – предусмотреть, как будут использоваться поступающие RBF платежи: либо четко прописать график распределений LP (например, ежеквартально после возврата всего

вклада), либо договориться о реинвестировании в новые сделки для увеличения доходности. Важна прозрачность: LP должны понимать, когда ждать выплат. (4) **Синхронизировать фонды** – готовить запуск WISE Fund II уже через 2-3 года, чтобы к моменту снижения fee первого фонда иметь свежий источник дохода. Это позволит увеличить суммарный AUM и бюджет GP-entity, снизив удельные расходы. (5) **Следить за метриками** – GP должна вести “упрощенный P&L” каждого инвестора: сколько тот внес, сколько получил, какая прогнозная итоговая доходность. Это поможет вовремя корректировать стратегию (например, если первые RBF-сделки показывают низкий IRR, возможно, стоит пересмотреть модель договоров или усилить работу с портфельными компаниями для ускорения роста выручки). В общем, финмодель фонда должна регулярно пересматриваться с учетом фактических данных. Грамотное бюджетирование даст GP-команде уверенность и сфокусирует на инвестиционной деятельности, не отвлекаясь на выживание.

## 4. Политическая и макроэкономическая рамка: влияние на структуру инвестиций WISE

**Геополитика и трансграничные инвестиции.** Фонд WISE, вероятно, оперирует в международном контексте – LP могут быть из разных стран, стартапы для RBF тоже глобальны. Поэтому макрофакторы вроде санкций, валютных режимов и политических рисков прямо влияют на стратегию. Последние годы продемонстрировали, как геополитические события способны *резко изменить правила игры для инвесторов*. Пример: санкции западных стран против России в 2022–2023 гг. и ответные **контрсанкции** России создали беспрецедентные ограничения – сотни новых законов и указов, затрагивающих бизнес нерезидентов. В частности, Россия ввела **жесткий валютный контроль и ограничения на репатриацию**: выплаты дивидендов и доходов иностранным инвесторам разрешены только на специальные счета в рублях и не могут быть переведены за рубеж без индивидуального разрешения правительства или центрального банка. Такие меры фактически блокируют вывод средств для иностранных LP, делая инвестиции illiquid по политическим причинам. Для фонда WISE это означает: если планируется инвестировать в стране с высоким санкционным риском или нестабильной политикой, нужно закладывать сценарий невозможности вывести доходы. Менеджеры фондов и LP активно ищут способы смягчить воздействие геополитики: **диверсификация географий**, ограничения на долю активов в странах с повышенным риском, требования к GP иметь планы на случай форс-мажора. Некоторые LP прямо прописывают в мандатах: не более X% фонда может быть инвестировано в юрисдикции, попавшие под санкции или имеющие рейтинг ниже определенного порога.

WISE следует заранее определить, работает ли фонд с российскими/белорусскими резидентами или компаниями, на которые могут повлиять экспортные ограничения (например, если стартап зависит от технологий, попадающих под экспортный контроль США). **Экспортные ограничения** – еще один макроинструмент: страны могут запрещать передачу технологий определенным государствам. Если фонд инвестирует в deeptech, может столкнуться с требованием получения экспортных лицензий при привлечении иностранных инвесторов или при передаче IP.

**Риск субсидиарной ответственности и правовых последствий.** В правовых системах некоторых стран (включая РФ) существует понятие субсидиарной ответственности контролирующих лиц при банкротстве компании – т.е. если фонд WISE прямо или косвенно контролирует компанию, доведенную до банкротства, теоретически могут быть попытки привлечь инвестора к ответственности за долги (при доказании вины). Хотя LP фонда обычно имеют ограниченную ответственность (ограничиваются своим вкладом), GP-управляющий может нести риски при грубом нарушении обязанностей. Чтобы минимизировать это, следует

структурировать фонд как **ограниченное партнёрство в надежной юрисдикции** (Delaware, Luxembourg, Cayman – в зависимости от LP). Такие юрисдикции защищают LP от требований сверх вложенного капитала. GP фирма тоже обычно оформлена как LLC или LLP, ограничивающая ответственность GP. Кроме того, фонду важно избегать вхождения в операционное управление портфельными компаниями, чтобы не становиться *де-факто* контролирующим лицом – лучше оставаться финансовым инвестором.

**Валютные режимы и конверсионные риски.** RBF подразумевает получение процента от выручки, которая может быть в местной валюте стартапа. Если фонд WISE номинирован в долларах или евро, а выручка поступает, например, в бразильских реалах или индийских рупиях, возникают валютные риски. **Девальвация валюты дохода** снизит реальную доходность для фонда. И наоборот, укрепление валюты улучшит результаты. В некоторых странах также действуют ограничения на конвертацию – например, нельзя свободно обменять всю выручку на твердую валюту из-за правил центрального банка (пример – Нигерия, где нехватка долларов приводит к ограничениям на вывод валюты). Чтобы управлять этим, фонд может: - Использовать **валютные хеджирования** (форварды, опционы) на ожидаемые потоки, хотя для длинных и неопределенных по объему потоков RBF это сложно и дорого. - Строить диверсифицированный портфель, где валютные колебания частично взаимно компенсируются. - Закладывать **валютную премию** в условия RBF: например, требовать чуть больший мультипликатор возврата от компаний в слабых валютах, чтобы компенсировать потенциальную инфляцию/девальвацию. - По возможности структурировать платежи в стабильной валюте. Иногда RBF-соглашения могут быть привязаны к USD: компания конвертирует выручку по рыночному курсу и платит в USD фиксированную сумму. Но регуляторы могут не позволить этого (валютный контроль).

**Санкции и ограничения для LP.** Фонду WISE важно проверить своих LP: нет ли среди них лиц, попадающих под санкции OFAC, ЕС или др. Принимая средства, GP должен выполнить KYC/AML и санкционный скрининг. Недавний случай – **штраф OFAC \$216 млн** против венчурной фирмы GVA Capital за то, что она принимала инвестиции и управляла активами связанного с санкционным олигархом Керимовым после введения санкций. OFAC усмотрел нарушение, хотя схемы были через траст и офшоры – в результате максимальный штраф и сильный сигнал всем инвестиционным менеджерам. С 2026 года в США венчурные/PE фирмы попадут под правила Банковской тайны (BSA) и должны внедрить полноценные AML-программы. Это говорит о тренде глобального надзора: **фонды должны тщательно фильтровать инвесторов и партнеров.** Для WISE, даже если он не американский, репутационные риски огромны – участие “грязных” денег недопустимо. Нужно иметь внутреннюю политику по санкциям: отказ от инвестиций из стран-врагов (если это релевантно), постоянный мониторинг санкционных списков, возможно, консультация с комплаенс-юристами при малейшем сомнении.

**Макроэкономические циклы и их влияние.** RBF-модель чувствительна к макроциклам. В период экономического спада выручка портфельных компаний может падать, удлиняя срок возврата инвестиций фонда и снижая доходность. В период подъема, наоборот, рост продаж ускорит выплаты. Поэтому WISE интуитивно лучше себя чувствует при **устойчивом или растущем ВВП и потреблении** на рынках присутствия стартапов. Если надвигается рецессия, фонду стоит стресс-тестировать портфель: у каких компаний выручка наиболее циклична? Может быть, имеет смысл даже временно реструктурировать выплаты (например, на время кризиса снизить процент от выручки, продлив срок – чтобы дать компаниям выжить).

Кроме того, **уровень процентных ставок** на рынке определяет альтернативную стоимость капитала для LP. Например, в 2020-2021, при ставках ~0-1%, предложения RBF-фондов с ожидаемой доходностью 10-15% выглядели очень привлекательно. В 2023-2024 ставки по безрисковым облигациям выросли до 4-5%, и инвесторы стали требовательнее – фонд должен

показать премию к этим уровням. Если нет, часть LP предпочтут облигации вместо рискованных RBF. Следовательно, WISE нужно отслеживать макро: **inflation и ставки**. Высокая инфляция, кстати, двояко влияет: с одной стороны, выручки (номинально) растут, облегчая выплату RBF, с другой – расходы и ставки растут, делая операции сложнее.

**Политические риски и правовая защита инвестиций.** Инвестируя в разные страны, WISE сталкивается с риском **изменения правил**: правительство может ввести контроль капитала (как упомянуто), новые налоги на цифровые услуги, лицензирование для финтех-деятельности и т.п. К примеру, если стартапы WISE работают в сфере SaaS, а страна введет “цифровой налог” с оборота, выручка снизится. В некоторых регионах есть риск национализации или экспроприации – не прямой для венчуров, но, например, в некоторых странах власти могут обязать долю местного участия или ограничить репатриацию прибыли для зарубежных инвесторов. Частично от политических рисков защищают **двусторонние инвестиционные соглашения (BIT)**, которые позволяют инвестору при серьёзных нарушениях (экспроприации) судиться с государством в международном арбитраже. Однако фонду (как портфельному инвестору небольших долей или контрактов) сложно самим инициировать такие споры. Тем не менее, структура через иностранную юрисдикцию (например, инвестирование через Нидерланды или Люксембург) иногда дает право на защиту BIT.

Практический шаг: **страхование политических рисков**. Много лет существует MIGA (подразделение Всемирного банка) и частные страховщики, страхующие инвестиции от политических некоммерческих рисков – конвертация валюты, экспроприация, война, нарушение контракта госорганом. Для венчурного фонда покупка такой страховки на каждую инвестицию вряд ли оправдана (дорого и объем инвестиций мал), но если WISE решит финансировать, скажем, инфраструктурный проект с revenue-share в развивающейся стране, MIGA-полис может быть опцией для успокоения LP.

**Регуляторные ограничения.** Нужно учесть и ограничения, накладываемые странами происхождения LP: например, европейские пенсионные фонды (попадающие под директиву IORP II) имеют строгие лимиты на вложение в альтернативы и требования ESG – WISE должен соответствовать, иначе они не смогут инвестировать. Аналогично, некоторые суверенные фонды капитала не могут инвестировать в фонды, зарегистрированные в “офшорах” из серых списков FATF или ЕС. Значит, при выборе **юрисдикции фонда** надо учитывать политическую приемлемость. Например, на фоне геополитики 2022 г. некоторые российские фонды спешно переносили структуры из Cayman/BVI (плохо воспринимаемых в РФ) в более нейтральные (ОАЭ, Астана МФЦ). Глобальным LP же комфортнее классика: Кайманы, Делавэр, Люксембург – где понятные законы и нет резкого политического вмешательства.

**Выводы и рекомендации (Раздел 4):** Макро- и политическая среда должна быть встроена в стратегию управления рисками фонда WISE. Рекомендуется: (1) **Ясно определить географический мандат** – в какие страны фонд инвестирует, а в какие нет (из-за санкций или неприемлемых рисков). Это должно быть доведено до LP и соблюдаться GP. (2) **Встроить санкционный комплаенс** – провести всех существующих и будущих инвесторов и партнеров через санкционные списки, внедрить процедуру регулярной проверки. Исключить возможность участия лиц из санкционных юрисдикций. Документировать этот процесс для доверия со стороны западных институционалов. (3) **Хеджировать валютные риски** – если фонд получает значительную часть потоков в одной нестабильной валюте, рассмотреть частичный хедж или естественный хедж (например, финансирование расходов фонда в той же валюте). Также, по возможности, договариваться с компаниями о платежах в USD/EUR либо о включении инфляционных оговорок (например, процент от выручки, но не менее определенной суммы в USD эквиваленте). (4) **Правильно структурировать транзакции** – инвестировать через юрлиц

в юрисдикциях с сильной правовой системой. Например, если вкладывать в развивающийся рынок, можно оформить инвестицию через контракт с дочерней компанией стартапа, зарегистрированной в Сингапуре или Делавэре, с арбитражной оговоркой в Лондоне. Тогда, если что-то пойдет не так, спор решается не в локальном суде, а в международном арбитраже, где больше шансов на справедливость. (5) **Следить за регуляторными изменениями** – GP должен получать консультации локальных юристов о новых законах (налоги, валютные правила). В идеале – иметь в команде или на аутсорсе эксперта по международному праву, кто сможет оперативно оценивать влияние указов и санкций на фонд. (6) **План действий при кризисе** – разработать contingency plan: как фонд будет действовать, если, например, завтра вводят запрет на вывод средств из страны X? Либо закладывать side-pocket для проблемных активов, либо ускорять инвестиции в другие регионы, либо привлекать политические рычаги (посольства, государственные фонды) для решения проблемы. В сложном мире 2025 года умение лавировать в геополитике – важное качество GP, и LP все больше обращают на это внимание при выборе фондов. Они ожидают, что GP учитывает эти риски и имеет план, а не просто надеется “авось пронесет”.

## 5. Импакт-инвестирование и ESG-логика в стратегии WISE

**Возможность придать фонду WISE импакт-направленность.** Impact Investing – инвестиции с целью не только финансовой отдачи, но и измеримого положительного социального/экологического эффекта – набирает популярность среди определенных LP: благотворительных фондов, DFIs (институтов развития), ESG-ориентированных институционалов. Фонду WISE стоит рассмотреть, может ли часть его стратегии быть позиционирована как **impact**, чтобы привлечь таких инвесторов и капитал “с удлинённым горизонтом”. Например, если WISE финансирует стартапы, решающие социальные проблемы (образование, здравоохранение, экологические проекты), и особенно в развивающихся регионах, то структурирование этой части портфеля как impact fund (или side-car фонда) откроет доступ к деньгам организаций вроде IFC, EBRD, USAID, европейских DFIs, а также фондов благосостояния, имеющих ESG мандаты.

**Привлечение DFI и государственных институтов.** Институты развития (Development Finance Institutions) – это, к примеру, Международная Финансовая Корпорация (IFC), Европейский банк реконструкции и развития (EBRD), национальные банки развития (DEG, FMO, Proparco и др.). Они часто выступают якорными инвесторами в фондах, нацеленных на Emerging Markets, **при этом у них требования по импакту**: создание рабочих мест, устойчивое развитие, гендерное равенство и т.п. DFI могут инвестировать на льготных условиях (принимать меньшую доходность или больший риск), чтобы “катализировать” частный капитал – это и есть **blended finance** подход<sup>12</sup>. Согласно Convergence, blended finance использует «**каталитический капитал**» от государственных или филантропических инвесторов для улучшения соотношения риск/доходность проекта и привлечения коммерческих денег<sup>12</sup>. Иначе говоря, DFI могут предоставить фонду WISE, допустим, **первый убытковый транш**: согласиться получить менее 5% годовых и нести первые потери, чтобы частные LP получили ~10% с высоким приоритетом платежей. Такая структура снижает риски для коммерческих LP и делает фонд привлекательнее. Пример: фонд развития стартапов в Африке мог быть устроен так – правительственный фонд или Всемирный Банк дают \$10 млн субординированного капитала, частные инвесторы дают \$30 млн старшего капитала; частники получают первые 10% доходности, импакт-инвестор – остаток (если он будет). Тем самым частный капитал “включается” в сделку, которую без льгот DFI они бы сочли слишком рискованной.

Для WISE, если у него будет импакт-миссия (например, поддержка технологических предпринимателей в развивающихся регионах или финансирование проектов с социальным эффектом), имеет смысл подать заявку на **участие DFI**. IFC, например, управляет программой

**Blended Finance** для инвестиций с высокой добавленной общественной ценностью. DFIс ценят модель RBF, потому что она **поддерживает предпринимателей, не размывая их долю** и делит риски роста – то есть способствует устойчивости малого бизнеса. Также RBF-возврат не требует экзитов – это важно в странах, где IPO или стратегические продажи редки.

**ESG-LP и их требования.** Крупные западные LP – пенсионные фонды, страховые, фонды университетов – все чаще придерживаются принципов ESG (экологическое, социальное, управление). На практике это означает, что они проверяют фонд на соответствие определенным критериям: исключают инвестиции в вредные отрасли (углеводороды, табак, азартные игры и т.п.), требуют от GP иметь **ESG-политику** (например, оценивать стартапы перед инвестицией по ESG чек-листу, отслеживать влияние). В ЕС действует регламент **SFDR**, согласно которому фонды могут декларировать себя как **Article 8** (продвигающие экологические/социальные характеристики) или **Article 9** (цель – устойчивые инвестиции). Если WISE хочет привлечь европейских ESG-инвесторов, возможно стоит стремиться к статусу Art.8 фонд – т.е. интегрировать ESG-факторы в процесс инвестиций и раскрывать показатели. Например, WISE мог бы собирать **ESG KPI** от портфельных компаний: выбросы CO<sub>2</sub>, число новых рабочих мест, доля женщин на руководящих должностях и т.д., и отчитываться об этом LP.

**Интеграция метрик социального возврата.** Важный элемент импакт-инвестирования – **измерение социальных результатов**. Существует концепция **SROI (Social Return on Investment)** – попытка количественно оценить в денежном выражении общественную пользу, создаваемую проектом, на каждый вложенный доллар. Методика SROI предполагает: определить заинтересованные стороны, их получаемые выгоды, монетизировать эти выгоды (например, если благодаря стартапу 100 человек нашли работу, то социальная ценность – 100 \* средний рост дохода \* коэф. благо для общества), и соотнести с инвестициями. Получается коэффициент типа “\$X социальной ценности на \$1 инвестиций”. Хотя точно посчитать сложно, сама попытка впечатляет импакт-LP. Также широко используется **Theory of Change (ToC)** – концептуальная модель, связывающая ресурсы и действия проекта с цепочкой результатов и конечным импактом. Проще говоря, ToC отвечает на вопросы: что мы делаем, кому помогаем, какие промежуточные изменения видим и к какому конечному эффекту стремимся. Регуляторы требуют от устойчивых фондов иметь прописанную ToC. Для фонда WISE можно разработать ToC: например, входя RBF-финансированием в региональные бизнесы, фонд улучшает их доступ к капиталу (output), что приводит к росту выручки и созданию рабочих мест (outcome), что в итоге способствует экономическому развитию региона и снижению бедности (impact). Это, конечно, упрощенно, но демонстрирует **намерение** фонда достигать положительных эффектов.

**Blended Finance модели и примеры.** Помимо вышеописанных DFI-схем, blended finance может включать гранты на **technical assistance** – например, часть бюджета (предоставленного донором) идет на обучение предпринимателей, улучшение их отчетности, внедрение ESG-принципов. Это повышает успех инвестиций и импакт, не нагружая коммерческую часть фонда. Convergence выделяет 4 основных архетипа смешанного финансирования: (1) **Льготный капитал** (концессии) – уже упомянуто, когда часть инвесторов принимает ниже доходность или первый риск; (2) **Гарантии/страхование** – публичный инвестор дает гарантию покрытия части убытков или страховку политрисков, увеличивая привлекательность проекта; (3) **Техпомощь** – грантовое финансирование на сопутствующие меры (обучение, исследования) для повышения коммерческой жизнеспособности инвестиций; (4) **Гранты на разработку** – финансирование на прединвестиционной стадии (например, оплата подготовки документации, due diligence для сложных проектов). WISE мог бы использовать вариант (1) или (2): например, привлечь **грант на покрытие возможных убытков** до определенной суммы – это как страховой фонд, который успокоит LP. Или договориться, что какой-нибудь государственный фонд предоставит частичную



гарантию возврата LP их капитала (часто DFIs дают гарантию 50% principal, тогда в худшем случае LP теряют лишь половину – гораздо приемлемее).

**Импакт-кейсы:** Например, фонд *XYZ Impact Fund* при поддержке FMO (голландского банка развития) получил структуру, где FMO вложил 15% капитала в виде junior tranche с 0% ожидаемой доходности, при условии что фонд инвестирует в агротех в Африке. Частные LP дали остальное и получают приоритетные выплаты. В результате фонд привлек средства, которые иначе не пришли бы в такой рискованный регион. Другой кейс: *Man Impact Fund* (подразделение Man Group) – фонд по недвижимости для социального жилья – разработал Theory of Change и KPI, такие как число построенных доступных домов, число людей, получивших жилье. Это помогло четко объяснить инвесторам, какой импакт они финансируют, и обеспечить измерение: отслеживались показатели благосостояния жителей, влияние на местные сообщества. Такие примеры показывают, что фонды все активнее **интегрируют импакт-мысление во весь цикл инвестирования** – от отбора (скриннинг на соответствие импакт-критериям) до мониторинга и выходов (оценка достигнутого эффекта).

Для WISE, если он решит позиционироваться как частично импакт, можно **сформулировать цели**: например, “поддержка 100 предпринимателей из неблагополучных сообществ”, “содействие сокращению выбросов CO2 на X тонн через инвестиции в климатические решения”, “улучшение финансовой инклюзии: Y тысяч малых предприятий получили финансирование”. Это станет частью маркетинга фонда ESG-LP.

**SROI и прозрачность отчетности.** Некоторые LP (особенно фонды с государственной долей) могут потребовать расчёта SROI или хотя бы описательной отчетности: сколько рабочих мест создано, сколько женщин-предпринимателей получили финансирование (гендерный показатель), как проекты влияют на Цели устойчивого развития ООН (SDGs). Convergence отмечает, что blended finance ориентируется на достижение SDG и большинство сделок привязаны к конкретным целям (например, Goal 8 – экономический рост, Goal 13 – климатическая активность). WISE может “выстроить” свои инвестиции против SDG – это понятный международный язык для импакт-инвесторов.

**Выводы и рекомендации (Раздел 5):** Интеграция ESG и импакт-компонента может значительно расширить базу инвесторов WISE и улучшить устойчивость фонда. Практические шаги: (1) **Определить импакт-тезис** – формально описать, какой положительный эффект принесут инвестиции фонда (Theory of Change). Это упражнение дисциплинирует и поможет в маркетинге LP. (2) **Выделить импакт-показатели** – 3-5 KPI, которые фонд будет отслеживать и раскрывать. Например: прирост совокупной выручки МСП благодаря финансированию, количество новых рабочих мест, доля финансируемых компаний с экологическими продуктами, количество основателей-женщин в портфеле. (3) **Структурировать фонд под ESG** – решить, будет ли весь фонд классифицирован как Article 8 SFDR (требует интеграции устойчивости в инвестиционный процесс и раскрытия) или создать параллельный импакт-фонд. Можно, например, основной фонд сделать коммерческим, а параллельно взять DFI-деньги в отдельный пул, который соинвестирует на более мягких условиях (тем самым реализуя blended finance). (4) **Привлечь якорных импакт-инвесторов** – провести переговоры с IFC, EBRD, региональными фондами. Эти организации часто проводят конкурсы заявок. Нужно подготовить импакт-расчёты, обосновать, почему модель WISE принесет развитие – например, подчеркнуть, что RBF снизит барьеры доступа к капиталу для стартапов, которые не могут привлечь банки или VC, и тем самым ускорит рост инноваций. (5) **Учесть ESG на практике** – внедрить чек-лист ESG при due diligence стартапов: проверять, нет ли у них негативных воздействий (например, нарушение прав работников, экологические риски). Это защитит фонд от потенциальных скандалов и повысит рейтинг в глазах ответственных LP. (6) **Отчитываться прозрачно** – помимо финансовых

результатов, присылать LP ежегодные импакт-отчеты: сколько достигнуто, может быть, истории успеха конкретных предпринимателей (case studies). В консалтинговом стиле, можно представить “social ROI”: например, “на каждый доллар инвестиций фонд создал \$2 общественной пользы” (если удастся обосновать цифрами). LP все больше требуют подобной информации – опросы показывают, что ~2/3 инвесторов заинтересованы в измерении нефинансовых результатов наряду с финансовыми.

В итоге, импакт-логика не должна противоречить коммерческой – напротив, грамотно выстроенный импакт может привлечь дешевый “каталитический” капитал, снизить конкуренцию (так как не все фонды готовы заморачиваться с ESG), и при этом достичь достойной финансовой доходности, совмещая “double bottom line”. Для фонда WISE такой подход может стать дифференциатором на рынке альтернативных инвестиций.

## 6. Технологическая инфраструктура фонда WISE

**Внедрение внутренних технологических решений.** Фонд WISE, позиционирующий себя как современный финансовый игрок, выигрывает от максимальной автоматизации и цифровизации своих процессов. В управлении фондом и портфелем можно задействовать целый ряд финтех и легалтех инструментов, а некоторые – разработать на заказ под свои специфические нужды. Рассмотрим приоритетные направления:

- **ML-скрининг стартапов.** Использование Machine Learning и больших данных для поиска и оценки потенциальных инвестиционных целей – тренд последних лет. Крупные фонды создают собственные аналитические системы (например, EQT создал платформу “Motherbrain”, которая сканирует стартап-экосистему, чтобы подсказывать инвестиционные цели). В контексте RBF, ML может помочь оценивать кредитоспособность стартапа по косвенным параметрам: динамика выручки, метрики удержания клиентов, рейтинги на маркетплейсах, активность в соцсетях и т.п. – и выдавать **скоринг** вероятности успешного возврата RBF. Подход, аналогичный скорингу займов, но с поправкой на ростовой характер бизнеса. Например, финтех-компании (Pipe, Kabbage и др.) подключаются к бухгалтерским системам и банковским счетам компаний и за считанные минуты анализируют тысячи транзакций, чтобы одобрить финансирование. WISE может реализовать нечто похожее: при рассмотрении заявки стартапа на RBF – автоматически собирать его данные (с разрешения) через API (например, коннект к Stripe, QuickBooks, Google Analytics) и прогонять через ML-модель дефолта/ускоренного роста. Это ускорит diligence и позволит обрабатывать больше заявок с той же командой. В перспективе, обладание таким ML-алгоритмом – конкурентное преимущество: фонд сможет отбирать перспективных получателей капитала эффективнее, снижая долю неудач. Кроме того, ML-аналитика пригодится **для мониторинга**: настроив систему сигналов, GP будет видеть отклонения (падение выручки компании ниже прогнозов) и сможет вовремя вмешаться – предложить рефинансирование, консультации или, если нужно, принять меры по взысканию.
- **LP-дэшборды и интерфейсы в реальном времени.** Современные LP ценят удобство и прозрачность управления инвестициями. Вместо пачек PDF-отчетов раз в квартал, многие ожидают **онлайн-доступ** к информации о фонде. Платформы вроде Carta, iLEVEL, Northstar позволяют LP видеть актуальные метрики портфеля, графики вызова капитала и возвратов, проекции cash-flow. Например, **Carta** предлагает единый дэшборд фонда, где отображаются все события – инвестиции, оценки портфельных компаний, распределения – в режиме реального времени. LP могут группировать и выгружать данные. WISE может

либо воспользоваться готовым SaaS (Carta Fund Administration, AngelList, Allocations), либо создать свой портал на базе BI-инструментов. В портале LP могли бы видеть: текущий собранный фонд, список портфельных RBF-сделок (с обезличенными названиями, если конфиденциально, но с отраслями и цифрами), сколько выручки получено от каждой сделки, сколько распределено LP, расчетные показатели DPI, TVPI и IRR фонда на текущий момент. Также можно интегрировать модуль для **электронного документооборота** – хранить LPA, отчеты, налоговые формы (K-1 для США, например) – LP сами могут зайти скачать нужное. Такие решения уже стандарт: AngelList, например, предоставляет инвесторам возможность видеть все их инвестиции (стартапы и фонды) и их статус. Для GP внедрение LP-портала уменьшает нагрузку IR-команды на отвечание индивидуально на вопросы инвесторов (все есть в системе). Кроме того, повышает доверие – \*\*86% LP считают важным повышение прозрачности и четкости в вопросах сроков дистрибуций и структуры waterfall]. С дэшбордом, LP сами могут моделировать, когда и сколько они получают, на основе введенных данных.

- **Генераторы юридических документов.** Сделки фонда WISE по RBF, по сути, заключаются стандартными договорами: соглашение о финансировании, где прописаны сумма, процент от выручки, сар, ковенанты, и права фонда (например, проверка финансов). Вместо того чтобы каждый раз писать с нуля, можно создать шаблон и использовать **генератор документов**. Существуют legaltech решения – от простых (конструкторы на основе анкет, как в DocuSign CLM) до продвинутых (Clausewitz, Avokaado, которые могут подтягивать данные из CRM прямо в шаблон). Для WISE можно настроить: инвестиционный комитет одобрил сделку – юрист вводит основные параметры в форму – система генерирует комплект документов (соглашение, уведомления, гарантии, залоги если есть). Это сократит время и снизит риск ошибок. Более того, можно подумать о **смарт-контрактах** или блокчейн-решениях: например, занести условия RBF в смарт-контракт, куда стартап будет отчислять проценты, и он автоматически распределяет доли LP. Но это, пожалуй, избыточно для начала и встретит регуляторные сложности. Проще начать с автоматизации шаблонов и электронной подписи.

AngelList Stack, к примеру, при запуске стартапа предлагает основателям автоматом сгенерить устав, опционный план и соглашения с акционерами. Аналогично, **AngelList для фондов** оформляет все документы при создании Rolling Fund или SPV – GP только вводит параметры, и платформа выдаёт подписные документы LP, банковские реквизиты, ведёт отчётность <sup>13</sup>. WISE может использовать эти наработки: если фонд структурируется через AngelList – большая часть бэк-офиса уже закрыта. Но если хочется иметь свой стек, можно воспользоваться API от **Carta** или аналогов для создания цифрового LPA и каптаблицы фонда. Например, **Allocations** – платформа, позволяющая быстро запускать SPV и фонды – фактически автоматизирует legal and admin, взимая за это скромную плату.

- **Автоматические платёжные шлюзы RBF.** Одно из самых инновационных направлений – интеграция системы фонда с системами платежей портфельных компаний. Идея: упростить сбор доли выручки, чтобы он происходил автоматически и прозрачно. Например, если стартап продает подписки через Stripe, можно настроить, что определенный процент от платежей клиентов сразу перенаправляется на счет фонда WISE. Собственно, Pipe пошел к этому – последние продукты Pipe предполагали интеграцию с payment processors, где возврат инвесторам осуществляется как часть потока оплат клиентов. Для WISE можно разработать **API или посредника**, куда компании будут подключать свои учетные системы. Каждый месяц система будет сама считать 5% от выручки, генерировать инвойс компании и списывать через АСН или direct debit нужную сумму. Это снимает риск человеческой ошибки или задержек – GP не придется

выпрашивать платеж, все работает по оговоренному алгоритму. Конечно, потребуется согласие компаний и надёжное техническое решение с безопасностью. Возможно, имеет смысл партнёрство с финтехом: например, Stripe имеет функцию Connect для распределения долей платежей между несколькими получателями. Fintech “SteadyPay” или “dwolla” – тоже позволяют программно управлять регулярными платежами. WISE мог бы выступить как платформа: стартап регистрируется, подключает свой банковский счет или платежный аккаунт, и дальше выплаты RBF приходят автоматом фонду вплоть до достижения суммы CAP. Это сильно облегчит администрирование, особенно при десятках портфельных компаний. И LP можно давать доступ смотреть эти платежи (например, “Realized revenue this month: \$X”).

- **Аналитика портфеля и отчетность.** Помимо LP-дэшборда, внутренней команде GP нужен инструмент для мониторинга портфеля: централизованная база данных о каждой инвестиции (сумма, условия, получено сколько, остаток, IRR, прогноз). Раньше делали в Excel, сейчас существуют специализированные системы. **Carta** запустила модуль Portfolio Insights – он генерирует “one-pager” по каждой компании с историей финансирования, оценками, ключевыми показателями. В случае RBF нужен немного иной функционал: учет графика платежей, пересчет IRR и мультипликатора в режиме реального времени. Возможно, имеет смысл адаптировать инструмент для кредитных фондов (private debt software), потому что RBF ближе к кредитному потоку, чем к equity оценкам. Некоторые фонды используют **собственные BI**: например, выгружают данные из администратора в Tableau/PowerBI и строят там панели. WISE может инвестировать в небольшую разработку BI панели, интегрированной с CRM (например, HubSpot или Airtable) и бухгалтерией фонда.

**Использование существующих платформ vs разработка с нуля.** Сейчас рынок предлагает множество готовых решений “Fund as a service”. **Angellist vs Carta vs Emerging Platform:** Angellist позиционируется как “полностью интегрированная платформа для управления фондом” – они берут на себя все, вплоть до вызова капитала и K-1 налоговых форм <sup>13</sup>. Carta – больше про администрирование и данные, плюс каптаблицы компаний. Есть также платформы как **InvestCloud, Allvue**, они ориентированы на private equity и LP коммуникацию. Решение “из коробки” экономит время и часто дешевле содержания штатной команды бэк-офиса <sup>14</sup>. Однако кастомные вещи (например, автоматическое снятие % от выручки) могут не поддерживаться – придется допиливать самостоятельно. Поэтому возможно сочетание: воспользоваться API от платформы для основных функций и надстроить свой модуль для RBF-специфики.

**Безопасность и конфиденциальность.** Поскольку фонд будет обрабатывать финансовые данные стартапов и персональные данные LP, важна надежная IT-инфраструктура: шифрование данных, контроль доступа, резервирование. Может стоить разместить критичные приложения на облачных сервисах с хорошей защитой (AWS, Azure) и регулярно проходить аудит безопасности, особенно если LP – крупные учреждения (они могут требовать кибер-аудит).

**Кейсы внедрения технологии:** - **4Degrees (упомянутый ранее)** – сервис для управления отношениями в венчуре – советует активно применять **relationship intelligence** платформы для отслеживания взаимодействий с LP и даже с фаундерами. Т.е. CRM наподобие Affinity, используемая венчуристами, которая автоматически собирает коммуникации, напоминает когда связаться – крайне полезно, учитывая сколько контактов у фонда. - **Waystone и другие администраторы** предлагают GP помощь в **геополитическом мониторинге** на основе data analytics – например, дэшборды риска по странам. Это иллюстрирует, как цифровые инструменты входят даже в область комплаенса. - **Cadence (Percent)**, обсуждавшаяся ранее, построила платформу на блокчейне, хранящем данные о каждой сделке, что дало инвесторам уверенность

и прозрачность по статусу своих нот. У WISE, возможно, нет нужды идти в блокчейн, но принцип – “цифровой реестр прав” – стоит принять. Реестр LP можно вести на распределенном реестре, обеспечивая неизменность записей – но это пока не требование рынка.

**Выводы и рекомендации (Раздел 6):** Технология – не просто вспомогательный элемент, а часть конкурентного преимущества фонда WISE. Рекомендуется: (1) **Сформировать IT-стратегию фонда** – определить, какие процессы автоматизируем, какие SaaS используем, где нанимаем разработчиков. Лучше покрыть полный цикл: от deal sourcing до отчетности LP, пусть даже поэтапно. (2) **Инвестировать в data-инфраструктуру** – настроить сбор данных от портфельных компаний максимально в режиме реального времени. Например, требовать от них подключения к нашей системе учета выручки (сделать это условием договора RBF). Тогда у фонда будет уникальный dataset для анализа, из которого ML-модели смогут учиться и улучшаться. (3) **Выбрать платформу управления фондом** – между AngelList, Carta и др. сравнительный анализ: AngelList – удобство и низкие затраты для небольшого фонда (многое на них аутсорсится), Carta – сильна в data и может лучше кастомизироваться для RBF. Возможно, начать на AngelList (быстрый запуск, меньше головной боли на старте)<sup>14</sup>, а когда объемы вырастут – перейти на свое (тем более AngelList позволяет экспортировать все данные). (4) **Разработать LP-portal** – даже если используем аутсорс, иметь свой брендированный портал важно для имиджа. Многие фонды делают white-label приложение для LP. Оно может быть простым веб-кабинетом с данными из администратора. Главное – удобство и актуальность. (5) **Автоматизировать legal & compliance** – внедрить систему каптаблицы фонда (например, возможность LP электронно подписывать LPA, видеть свою долю). Платформы как DocuSign CLM и Carta поддерживают **capital calls**: GP вбивает сумму – LP получают уведомление с кнопкой оплатить, деньги отслеживаются. Стоит этим воспользоваться, чтобы не было “manual errors”. (6) **Использовать AI для повышения эффективности команды GP** – например, для первичного отбора заявок стартапов можно настроить чат-бот (с AI), отвечающий на типовые вопросы основателей, собирающий информацию, и даже делающий первичную оценку потенциальной выручки. Это снимет часть рутины с инвестиционных менеджеров, позволяя им концентрироваться на ключевых решениях. Для внутренних задач – AI может помочь анализировать финансовые отчеты портфельных компаний, генерировать черновики квартальных обзоров для LP и т.д. Сегодняшние модели (GPT-4 и аналогичные) вполне справятся с составлением отчета на основе данных, что сэкономит время на оформление.

Подытоживая, технологическая архитектура фонда WISE должна быть построена с учетом масштабируемости: система, которая прекрасно работает на 10 сделках, должна без перебоев поддерживать 100 сделок, 1000 ежемесячных платежей и сотню LP. Инвестируя в robust IT сейчас, фонд закладывает фундамент для роста без пропорционального роста издержек (operational leverage). Как отметил один из лидеров рынка, **“мы даем возможность фонду работать как топ-тиновой фонд при ограниченных ресурсах”** – современные платформы позволяют даже маленькой команде GP оперировать эффективно и прозрачно, не хуже именитых фирм<sup>11</sup>. WISE следует воспользоваться этим: стать не только новатором в финансовой модели RBF, но и в способе, каким фонд ведет свою деятельность – цифровым, аналитически подкованным и ориентированным на удобство инвесторов и партнеров.

---

**Заключение.** В данном отчете разобраны шесть критически важных аспектов архитектуры фонда WISE с моделью Revenue-Based Financing. Анализ показал, что успех фонда будет определяться способностью сбалансировать интересы LP и GP через грамотный дизайн стимулов и прозрачность, обеспечить достаточную ликвидность и гибкость механиками вторичного рынка, выстроить устойчивую финансовую модель управления, учитывать внешние макро- и политические факторы в структуре и стратегии, интегрировать принципы импакт-

инвестирования для доступа к “длинным” деньгам развития, а также применить новейшие технологии для оптимизации всех процессов.

**Рекомендации общего характера:** Фонду WISE следует позиционировать себя как **инновационный гибрид**: сочетание лучших практик классического private equity (жесткое следование выравниванию интересов, дисциплина в инвестициях и отчетности <sup>8</sup>) с новыми подходами финтеха (ликвидность, быстрота, децентрализация доступов) и ответственными инвестициями (ESG/impact ориентир). Стратегически, это значит: - Строить доверие LP на основе прозрачности, надежных условий LPA и активного общения. - Создавать экосистему вокруг фонда – вторичный рынок, партнерства с банками, техническую платформу – чтобы фонд был не просто пассивным держателем контрактов, а настоящей **платформой финансирования роста**. - Быть готовым к турбулентности внешней среды: прописать политики на случай санкций, валютных потрясений, иметь план B для самых пессимистичных сценариев (например, фонду может понадобиться продление срока или реинвестирование – LP должны понимать такую возможность заранее). - Встраивать импакт и ESG не как дань моде, а как органичную часть DNA фонда WISE – это откроет двери для unique LP, а также повышает вероятность долгосрочного позитивного влияния, что в итоге хорошо и для финансов (компании с высоким ESG-рейтингом часто лучше управляются). - Опередить конкурентов за счет **цифровой трансформации**: фонд, где большая часть рутинных операций автоматизирована, сможет тратить больше времени на качественную работу с портфелем и инвесторами, а значит – достигать лучших результатов и масштабироваться.

Каждый из рассмотренных блоков сам по себе требует глубокой экспертизы и постоянного мониторинга новых трендов. Рекомендуется пересматривать подобный анализ ежегодно, чтобы учитывать изменения регуляций, появление новых технологий (AI стремительно развивается и через год даст еще более мощные инструменты), сдвиги в настроениях LP. Фонд WISE должен оставаться **“на острие”** – быть прозорливым в психологии инвесторов, гибким в финансовой инженерии и крепким в операционном исполнении. Только так можно успешно реализовать потенциал модели RBF и построить фонд, создающий ценность и для инвесторов, и для портфельных компаний, и для общества в целом.

---

1 2 3 4 5 6 7 8 Understanding Private Market Fund Distribution Waterfalls - iCapital  
<https://icapital.com/insights/private-equity/understanding-private-market-fund-distribution-waterfalls/>

9 10 11 The operational costs of running a first-time VC fund | Sifted  
<https://sifted.eu/articles/ops-costs-launching-vc-fund>

12 Blended Finance | Convergence  
<https://www.convergence.finance/blended-finance>

13 14 Start a Venture Fund | AngelList  
<https://www.angellist.com/venture-funds>