

Инструменты РЕ/РС и консалтинга: зарубежный опыт и адаптация в РФ

Основные структуры сделок в Private Equity и Private Credit

Leveraged Buyout (LBO) – *рычаговый выкуп компании с использованием долга*. В LBO покупатель (часто РЕ-фонд) финансирует приобретение за счёт значительного объёма заемных средств, причём активы приобретаемой компании служат залогом по кредитам ¹. Цель – минимизировать собственный капитал покупателя и повысить доходность за счёт «финансового рычага». Типично соотношение долга к капиталу максимально высокое (могут занимать до ~70–80% цены сделки) ². Долговое бремя погашается из денежных потоков самой приобретённой компании после сделки. LBO – ключевой инструмент крупных РЕ-фондов (например, **KKR**, **Blackstone**), позволяющий им приобретать контроль над зрелыми компаниями, повышать их эффективность и через несколько лет продавать дороже ³ ⁴. Несмотря на агрессивную репутацию, LBO остаётся распространённым методом поглощений ², особенно в США и Европе, и вновь набирает популярность после спада 2008 года ⁵.

Management Buyout (MBO) – *выкуп компании действующим менеджментом*. Это частный случай LBO, когда инициатива исходит от руководства компании, желающего стать её владельцем ⁶. Менеджеры привлекают финансирование (собственные средства, средства РЕ-инвесторов и кредит, иногда ссуду от продавца) и выкупают бизнес у текущих акционеров ⁷ ⁸. MBO позволяет руководству, уверенному в потенциале компании, получить полный контроль над её деятельностью. Как разновидность LBO, такие сделки также обычно частично финансируются долгом (иногда говорят «leveraged MBO» ⁸). Примеры MBO часто встречаются при выходе корпорации из непрофильного актива или при желании основателя продать бизнес команде. Для инвесторов MBO привлекательны тем, что мотивируют команду (они становятся совладельцами) и снижают риски, ведь менеджмент лучше всех знает компанию. Однако долг, привлечённый для MBO, создаёт давление на бизнес и требует достаточных потоков для обслуживания.

Мезонинное финансирование (Mezzanine Financing) – *промежуточный, гибридный инструмент между старшим долгом и акционерным капиталом*. Мезонин чаще всего представляет собой субординированный (подчинённый) заем, который **при определённых условиях может быть конвертирован в долю в капитале компании** ⁹. Он «мостит разрыв» в структуре капитала: располагается по риску и доходности между банковским обеспеченным кредитом и собственным капиталом ⁹ ¹⁰. Мезонинные займы обычно не требуют залога и имеют высокую фиксированную ставку (например, 12–20% годовых и выше) ¹⁰, а также часто дают кредитору право на долю в росте компании – через варранты или опционы на акции ¹¹ ¹². В отличие от обычного долга, мезонин позволяет отложить выплаты основного долга (часто проценты могут капитализоваться) и не даёт кредитору прав требования до полного расчёта со старшими кредиторами. Это дорогой, но гибкий капитал: **заёмщик** получает финансирование без распродажи значительной доли бизнеса, а **инвестор** – повышенную доходность, компенсирующую высокий риск (в случае дефолта мезонин-кредитор получает выплату только после старших банков) ¹³ ¹⁴. Мезонин-финансирование широко используется в LBO/MBO для покрытия части цены сделки, а также для роста бизнеса, когда объём обычного кредита ограничен. Например, **Bain Capital** и др. РЕ-фонды имеют мезонин-фонды, предоставляющие такие займы. Также мезонин привлекателен тем, что проценты по нему обычно относятся на

затраты (уменьшая налог на прибыль) ¹⁵, а отсутствие залога и амортизации даёт компании больше финансовой гибкости ¹⁶ ¹⁷.

Unitranche – *единый комбинированный кредит*, объединяющий в одном инструменте признаки старшего и субординированного долга. По сути, это **“все в одном” кредитное финансирование**: вместо отдельного старшего банковского кредита и мезонина компания получает один синдицированный займ от одной группы кредиторов, но с **“смешанной” ставкой** процента ¹⁸. Ставка unitranche обычно находится между ставками старшего и мезонина, а обеспечение и договор один на весь кредит. Такой подход упрощает документальное оформление (один кредитный договор, один залог) и ускоряет сделку ¹⁹. Unitranche-займы появились около 2005 г. в США и с 2012 г. стали популярны в европейском мидл-маркете ²⁰. Их обычно предлагают не банки, а частные **кредитные фонды** и direct lending-платформы (например, подразделения **KKR, Apollo, Ares**), что повышает конкуренцию с банками на рынке кредитов среднего размера ²¹. Unitranche позволяет компаниям, особенно среднего бизнеса, получить больше гибкости (меньше ковенантов, дольше сроки) и доступ к большему кредитному плечу, чем дали бы банки ²². В сделках M&A unitranche стал популярным как способ профинансировать **buyout средней компании одной траншей**, избегая сложных межкредиторских соглашений между банками и мезонином.

Принцип unitranche: на схеме слева – традиционная структура с отдельными траншами старшего и субординированного кредита, справа – единый unitranche-кредит, покрывающий всю сумму.

Revenue-Based Financing (RBF) – *финансирование с возвратом в виде доли от выручки*. В этом альтернативном методе компания привлекает капитал от инвестора не под фиксированный процент или долю, а обязуется выплачивать инвестору **определённый процент от своих будущих валовых доходов** регулярно (например, ежемесячно) ²³ ²⁴. Выплаты продолжаются до тех пор, пока инвестор не получит оговорённую сумму (обычно первоначальные инвестиции + оговорённый возврат, напр. 1.5–2× от вложенного). Таким образом, возврат средств гибко зависит от успехов бизнеса: если выручка упала, платежи пропорционально снизятся ²⁵. Преимущества RBF: основатели **не размывают долю в капитале** (нет смены собственника), **не отдают залог** ²³ ²⁶, а также избегают жестких сроков – выплаты идут по факту поступлений. С другой стороны, инвестор получает повышенный доход (выше банковского кредита) и участвует в росте бизнеса, но принимает на себя риск падения выручки. В последние годы RBF стал популярен для финансирования технологических стартапов и компаний с регулярной выручкой, которым невыгодно привлекать венчурный капитал или банк-кредит. Например, фонды вроде **Kapitus, Clearbanc** (США) специализируются на revenue-based инвестировании. Однако RBF применим лишь к компаниям с устойчивой выручкой и высокими маржинальными показателями ²⁷. Формально RBF оформляется как займ с переменным платежом или как соглашение об участии в доходах (похожее на роялти). Это гибрид долга и долевого финансирования, вписывающийся в тренд **alternative lending**.

Конвертируемые инструменты – *различные формы инвестиций, которые могут переходить из долга в капитал*. К ним относятся **конвертируемые облигации, конвертируемые займы (Convertible Notes), конвертируемые привилегированные акции** и др. Отличительная черта – инвестор сначала предоставляет компании средства в форме займа или привилегированного инструмента, **а затем имеет право (или обязанность) обменять их на обыкновенные акции компании** по заранее оговорённым условиям ²⁸. Например, **конвертируемый займ** стартапа (аналог SAFE, Convertible Note) автоматически конвертируется в долю при следующем раунде инвестиций по дисконтированной цене. **Конвертируемые облигации** публичных компаний дают держателю купонный доход, но могут быть обменены на определённое количество акций эмитента ²⁸. Такие инструменты считаются **гибридом долга и капитала** ²⁹, позволяющим

инвестору сочетать защиту от потерь (через приоритет долга и фиксированный доход) с возможностью поучаствовать в росте стоимости компании (через конверсию в акции). В PE/VC-практике конвертируемые ноты и привилегированные акции с опцией конверсии – обычное дело, особенно на ранних стадиях, когда трудно оценить бизнес. В LBO-сделках конвертируемые облигации иногда используются как часть финансирования (давая кредиторам «equity upside»). Ключевые параметры конвертации – цена или коэффициент обмена, триггеры (события) для конверсии (дата, следующий раунд финансирования, IPO и т.д.), защита от разводнения и пр. Правильно настроенные условия конвертации позволяют сбалансировать интересы инвесторов и основателей.

Привилегированная доля (Preferred Equity) – вложение в капитал компании, дающее инвестору особые привилегии при распределении прибыли и возврате средств. Preferred equity обычно не обеспечивает контроля (не дает большинства голосов), но **при выходе имеет приоритет перед обыкновенными долями**: сначала привилегированные инвесторы получают оговорённую сумму дохода (например, фиксированный дивиденд или оговорённую норму доходности), а оставшаяся прибыль достаётся остальным акционерам ³⁰. **Привилегированные акции/доли** часто используются PE-фондами для структурирования сделок, когда инвестор хочет ограничить риск и получить преимущественную доходность. Например, при вложении в проект PE-инвестор может оформить часть вложений как привилегированную долю с правом на **первоначальный фиксированный доход 8–10% + возврат капитала** (т.н. **preferred return**), а всё сверх этого получают обычные акционеры ³⁰. Привилегированная доля не имеет залогов, поэтому формально не защищена как долг, но её статус в структуре капитала выше, чем у простой доли (на нее распределения идут раньше) ³¹. Этот инструмент широко применим в **real estate PE** и в **secondary transactions**: например, фонды могут выпускать привилегированные доли, чтобы привлечь доп. капитал в уже существующий портфель (не затрагивая права существующих обычных пайщиков) ³². В итоге preferred equity позволяет привлечь капитал без увеличения долговой нагрузки, при этом **инвестор получает более безопасную позицию**, хоть и зачастую отказывается от неограниченного роста (обычно привилегированные не участвуют в дальнейшем увеличении стоимости сверх оговорённого процента) ³⁰.

Earn-out (зарезервированный платёж) – условная часть цены сделки, зависящая от будущих показателей компании. В M&A-соглашениях часто применяется механизм, когда покупатель платит продавцу **часть суммы сразу, а дополнительную выплату – позже, при условии что бизнес достигнет определённых финансовых результатов (выручки, прибыли и т.п.) после сделки** ³³. Например, при покупке стартапа за \$50 млн покупатель может сразу выплатить \$30 млн, а ещё до \$20 млн – поэтапно за 2–3 года, если выручка превысит заданные цели. Earn-out служит **аллокатором риска** между сторонами: продавец как бы «зарабатывает» (earn) оставшуюся часть цены только при успехе компании ³⁴. Это защищает покупателя от переплаты за неоправдавшие ожидания активы, а продавцу даёт шанс получить желаемую цену при хороших результатах. Юридически earn-out фиксируется в договоре купли-продажи как обязательство доплаты при наступлении условий, часто с подробной формулой расчёта, периодом измерения, и механизмами разрешения споров (так как нередко возникают разногласия по поводу бухгалтерского учёта результатов). **Инвестиционные фонды** любят earn-outs при покупке компаний у основателей, оставляющих бизнес: это мотивирует бывших владельцев (которые могут остаться менеджерами) работать на рост после сделки, зная, что их вознаграждение зависит от успеха. Минус – сложность и потенциальные конфликты (продавцы могут чувствовать, что покупатель сознательно тормозит показатели, чтобы не платить earn-out). Тем не менее, в периоды неопределённости earn-out механики очень распространены, они **“закрывают разрыв” в оценке**, позволяя сделке состояться.

Vendor Loan (ссуда продавца) – финансирование сделки со стороны самого продавца компании. Это форма **отсрочки платежа**, по которой продавец соглашается получить часть цены не сразу, а позже – фактически предоставляя кредит покупателю ³⁵. **Продавец таким образом софинансирует покупку собственного бизнеса** на оговорённых условиях (с процентом или без) ³⁵. Например, компания продаётся за \$10 млн, из них \$7 млн покупатель платит сразу, а \$3 млн оформляются как заем продавца на 3 года. Vendor loan часто **субординирован** банкам (если есть банковский кредит), то есть погашается последним ³⁶. Такой инструмент популярен в LBO/MBO-сделках, когда у менеджмента или финансового покупателя не хватает собственного капитала и банковского долга для 100% оплаты. Продавец, соглашаясь на vendor loan, проявляет доверие к бизнесу и новому владельцу (и обычно берет на себя риск его платежеспособности) ³⁷. Для покупателя это облегчает финансирование (меньше аванс), а для продавца – возможность **получить более высокую цену**, чем дали бы без рассрочки (часто цена при vendor financing чуть выше). Кроме того, наличие займа мотивирует продавца помогать плавной передаче дел (он заинтересован, чтобы бизнес не рухнул, иначе заем не вернётся) ³⁸. В средних сделках vendor loans весьма распространены – исследования показывают, что до 10–20% цены M&A в Европе нередко оформляется как заем продавца, особенно когда банки не готовы покрыть весь разрыв ³⁹. В российской практике это иногда реализуется через **рассрочку платежа по договору продажи доли/акций** либо через **договор займа между продавцом и новой компанией**.

Bridge Financing (мостовое финансирование) – *временное краткосрочное финансирование для покрытия разрыва до получения постоянных средств*. Bridge loan обычно выдается на период **до 1 года** и служит “мостом” между **срочной потребностью в деньгах и ожидаемым притоком капитала (постоянный кредит, выпуск облигаций, новый раунд инвестиций)** ⁴⁰. Например, компания договорилась о долгосрочном банковском кредите, но получит его через 6 месяцев – на этот период она берет мостовой заем под более высокий процент. Bridge-финансирование используют **PE-фонды для сделок** (закрыть покупку сейчас, зная, что скоро привлекут долговое финансирование или продадут часть акций), **стартапы** (дожить до следующего венчурного раунда) и т.д. Такие кредиты дороги (ставки высокие, могут быть доп. комиссии), поскольку кредитор берет на себя значительный риск на короткий срок ⁴¹ ⁴². Иногда bridge оформляется как **конвертируемый заем** (если постоянного финансирования не случится, кредитор может конвертировать долг в акции). В контексте PE также распространены **bridge facility для фондов** – когда GP временно занимает под будущие капитал-вызовы от LP (чтобы быстро совершить сделку, не ожидая поступления от всех инвесторов). В целом мостовое финансирование – инструмент гибкости, позволяющий быстро закрыть финансовый гэп, но требующий четкого плана “чем заменить мост”.

SPV и холдинговые структуры. SPV (Special Purpose Vehicle) – *специально создаваемое юридическое лицо для изоляции рисков и реализации конкретной сделки или проекта*. В финансах и PE SPV (оно же SPE) играет роль «промежуточной компании», активы и обязательства которой обособлены от материнской структуры ⁴³. Например, для LBO часто создаётся SPV-покупатель, который берет кредиты и затем сливается с целью – долги остаются на уровне приобретённой компании, а учредитель-SPV не несёт прямой ответственности сверх вложенного (так достигается **non-recourse** для спонсора). SPV называют также “**банкротоустойчивыми**” – если они обособлены правильно, их обязательства не «заражают» материнскую фирму ⁴⁴. PE-фонды применяют SPV для разных целей: **структурирование владения** (например, каждый портфельный актив держится на отдельном холдинге), **секьюритизация** (выпуск облигаций под залог активов, вынесенных в SPV), **совместные инвестиции** (joint venture через отдельное юрлицо) ⁴⁵ ⁴⁶. Холдинговые компании (Holding Companies) используются для налогового планирования и консолидации владения: например, фонд может владеть европейскими активами через холдинг в Нидерландах или Люксембурге. **Важная роль SPV** – изоляция рисков:

инвесторы могут вкладываться именно в SPV, не опасаясь, что другие риски группы на них повлияют. В сделках **M&A в РФ** исторически часто применялись **иностраные SPV** (Кипр, BVI): российские акции/доли оформлялись на офшорную компанию, с которой заключались акционерные соглашения по английскому праву. Такая структура облегчала enforceability договорённостей (через зарубежные суды/арбитраж) и давала гибкость (потому что локальное законодательство было жестким). Сейчас роль классических офшоров снизилась, но SPV-концепция по-прежнему базовая: практически каждый РЕ-дил строится через цепочку SPV для оптимального сочетания юрисдикций, налогообложения и защиты активов.

Механизмы структурирования входа и выхода из инвестиций

Условия конвертации. Для **конвертируемых инструментов** важнейшее – на каких условиях и когда долг превращается в капитал. Например, конвертируемые ноты стартапов обычно автоматически переходят в привилегированные акции при наступлении **Qualified Financing** – раунда инвестиций свыше определённой суммы. Могут быть и *опционные* конверсии – по желанию инвестора (обычно в дату погашения он выбирает: вернуть деньги или получить акции). Условия конверсии включают **конверсионную цену** (часто через **discount** к цене нового раунда или по оценке, ограниченной **valuation cap** – максимальной оценкой для держателя ноты) ⁴⁷ ⁴⁸. Также оговаривается **минимальная доходность** – иногда конверсия происходит только если она выгоднее возврата долга с процентами. В **РЕ-сделках** конвертация может применяться, например, для мезонин-займа: если компания не погашает его к сроку, кредитор вправе конвертировать остаток в миноритарную долю. Либо привилегированные акции автоматически конвертируются в обыкновенные при IPO. Правильно прописанные **trigger events** (события-конвертации) защищают инвестора от вечного пребывания в долге, а компанию – от нежелательного захвата доли без шанса погасить долг деньгами. В итоге условия конвертации – это баланс: например, SAFE/ноты обычно конвертируются **при следующем раунде или продаже**, иначе – могут предусматривать возврат через X лет. Важен и **“waterfall” при конверсии**: если есть несколько траншей с разными капам/скидками, конверсия происходит по наименьшей цене (наиболее выгодной для инвестора) ⁴⁸ ⁴⁹. В общем, механика конверсии – ключевой элемент структурирования гибридных инструментов на входе и выходе инвестора.

Распределительная “водопад”-механика (Waterfall) – *правила распределения доходов между участниками сделки или фонда в оговорённой последовательности*. Термин часто применяется к **фондам**: **distribution waterfall** определяет, в каком порядке прибыль фонда делится между **LP (инвесторами)** и **GP (управляющими)** ⁵⁰. Стандартный РЕ-водопад имеет несколько **тиров (уровней)** ⁵¹: 1) **Возврат капитала LP 100%** – пока инвесторы не получают назад вложенное (Return of Capital) ⁵²; 2) **Preferred Return LP** – далее все доходы идут LP до достижения, скажем, 8% годовых на вложения (hurdle rate) ⁵²; 3) **Catch-up для GP** – затем большая часть (например, 80–100%) доходов идет GP, пока он не “нагонит” свою долю прибыли (обычно до 20% от общего профита) ⁵³; 4) **Carried Interest** – оставшаяся прибыль делится по долям, напр. 80% LP / 20% GP (это и есть классический 20% carry) ⁵³. В сумме такая схема обеспечивает, что **GP получает 20% прибыли фонда** (при условии успеха), но только после того, как **LP вернули вложенное и базовую доходность**. Существуют **“американский” водопад** (GP начинает получать carry с каждой удачной сделки, не дожидаясь полного закрытия фонда – по принципу deal-by-deal) и **“европейский”** (GP получает вознаграждение только после возврата всех инвестиций LP – более жёстко для GP) ⁵⁴ ⁵⁵. Помимо фондов, waterfall используется и при **продажах компаний с несколькими классами капитала**: напр., сначала из выручки идут выплаты кредиторам, затем возврат и фиксированный доход привилегированным пайщикам, и только потом остаток –

обычным акционерам. Это фактически **ликвидационная waterfall-последовательность**. В договорах часто прописывается и **clawback-условие** – если в конце срока окажется, что GP получил больше 20% совокупной прибыли (например, ранние сделки были успешны и GP взял carry, а позднее были убытки), он обязан вернуть излишек LP ⁵⁶. Такие **clawback-положения** защищают инвесторов от переплаты вознаграждения управляющему ⁵⁶. В итоге waterfall-механика – важнейший элемент **выхода из инвестиций**, определяющий **экономику участия** всех сторон.

Права drag-along / tag-along. Это положения акционерных соглашений, регулирующие совместную продажу долей при выходе из инвестиции. **Drag-along (право принудительного присоединения)** даёт мажоритарному инвестору возможность **обязать миноритариев продать свои акции на тех же условиях**, что и он, третьему лицу ⁵⁷. Т.е. если контрольный акционер нашёл покупателя на 100% компании, drag-along гарантирует, что миноритарии **“будут увлечены” в сделку** и не смогут заблокировать продажу, требуя особых условий. Это важно для **PE-инвестора**, владеющего, например, 70% – никто не купит бизнес без оставшихся 30%, а drag обязывает их продаться и позволяет продать компанию целиком ⁵⁸. **Tag-along (право совместной продажи)**, наоборот, защищает **миноритариев**: если контрольный пакет продаётся, **миноритарный инвестор имеет право присоединиться к сделке и продать свою долю на тех же условиях** ⁵⁹. Tag не даёт мажоритариям выйти, оставив миноров “запертыми” в компании с новым хозяином – они могут “прикрепиться” (tag along) и получить ликвидность ⁵⁹. Обычно в VC/PE-сделках **фонды требуют drag-along** (чтобы иметь свободу выхода из инвестиции полностью), а основатели/миноритарии – tag-along (чтобы их не бросили). Оба права обычно вступают в силу при продаже значительного пакета (напр., >50%). **Практика:** drag/tag почти стандартны для акционерных соглашений на Западе; они уравнивают интересы: drag защищает контроль от шантажа меньшинства, tag защищает меньшинство от ущемления их интересов при продаже контроля. В российском праве такие механизмы с 2014 г. тоже признаются в рамках корпоративных договоров (в АО/ООО можно включить обязательство совместной продажи долей).

Put & Call Options (пут- и колл-опционы). Эти права дают инвесторам гибкость при выходе, обеспечивая **выкуп доли по заранее оговорённой цене/методике по требованию одной из сторон**. **Call option** – право (но не обязанность) одного акционера **купить долю другого** по фиксированной цене (или формуле) в будущем. **Put option** – право **продать свою долю** определённому лицу на оговорённых условиях ⁶⁰. Опционы могут использоваться, например, так: PE-фонд входя в компанию договаривается с основателем, что через 5 лет **фонд имеет право продать (put) свою долю основателю** по мультипликатору от прибыли, либо основатель имеет право (call) выкупить долю фонда по той же формуле. Это заранее прописывает **механику выхода**, особенно когда нет уверенности в продаже третьей стороне. Опционы также применяются в **МВО-сценариях** – например, менеджмент получает колл-опцион выкупить долю фонда через N лет по оговорённой цене (позволяя им со временем вернуть контроль). В англо-американском праве put/call – обычные инструменты; с 2015 года в РФ они тоже стали легитимны через конструкции **опционов на заключение договора** (ст. 429.2 ГК РФ) и **опционных договоров**. Опцион может быть как отдельным соглашением (безотзывная оферта), так и частью акционерного договора. Важно продумать **триггеры** для исполнения: иногда опционы “american” – исполняются по желанию в любой момент до срока, а иногда “european” – строго в определённый период. Такие договорённости сильно **снижают риски выхода**: инвестор знает, что сможет ликвидировать позицию, а партнер – что не останется в компании навечно с инвестором. Однако слишком жесткие условия (фиксированная цена) могут привести к конфликтам, если бизнес резко вырос или упал – поэтому нередко цена опционов привязана к рыночной оценке на момент исполнения (или к показателям EBITDA).

Clawback (клаувбэк) – механизм “обратного взыскания” переплаченных сумм. В контексте PE он обычно относится к **возврату части ранее выплаченного вознаграждения GP (carry) в фонд**, если итоговая доходность оказалась ниже ожидаемой ⁵⁶. Пример: фонд выплачивал GP carried interest по сделкам deal-by-deal, но под конец несколько инвестиций провалились – тогда по условию clawback **GP должен вернуть LP излишне полученный carry**, чтобы суммарно у него осталось не более 20% прибыли фонда ⁶¹. Clawback-притязания оформляются в LPA и обычно реализуются по завершении срока фонда (GP часто подписывают гарантийные обязательства). В более широком смысле, clawback называют **право требовать обратно деньги при наступлении оговорённых обстоятельств**: не только в фондах, но и, например, в **менеджерских программах мотивации** (bonus clawback – компания может взыскать выплаченный бонус, если потом открылось мошенничество или пересмотрена отчётность). В сделках **M&A** clawback может подразумевать оговорку, что продавец вернёт часть цены, если после сделки выявлены скрытые проблемы (но обычно это решается через гарантии и возмещения). Именно же **клаувбэк как термин** закрепился за фондами и инвестиционными партнерствами как защитный механизм LP от **асимметричного распределения**. В итоге наличие clawback – признак **LP-friendly** структуры: инвесторы уверены, что GP не уйдёт с прибылью, если общие результаты потом ухудшатся.

Carried Interest (партнёрская прибыль) – *доля прибыли фонда, выплачиваемая управляющим в качестве вознаграждения за успех*. Кэрри – центральный элемент мотивации в PE/VC-фондах: обычно **GP получает 20% чистой прибыли фонда** после возврата инвесторам их капитала и оговорённого порога доходности ⁶². Этот 20%-ный “performance fee” напрямую увязан с результатом инвестиций, поэтому carry рассматривается как способ **ал игнировать интересы GP с LP** ⁶³. Например, фонд \$100 млн вернул LP \$200 млн, тогда из \$100 млн прибыли \$20 млн причитается команде GP. Однако если фонд под конец не достиг минимальной доходности (hurdle rate, скажем 8%), carry может не выплачиваться вовсе. Также в большинстве фондов действует **high-water mark** – GP получает carry только один раз с каждого доллара прибыли (не может брать вознаграждение за промежуточный успех, который потом обернулся убытком – это контролируется через clawback). Carried interest по структуре – **не доля в капитале**, а именно вознаграждение (юридически может оформляться как распределение прибыли товарищества). Тем не менее, **налогово** в США и ряде стран carry облагается как инвестиционная прибыль (capital gains), что много лет вызывает споры и попытки закрыть этот “льготный режим” ⁶⁴ ⁶⁵. Для самих же **PE-менеджеров carry – главный источник дохода**, превосходящий фиксированные 2% management fee. В долгосрочных партнерствах состав команды GP и их доли в carry очень важны: молодых партнеров мотивируют долей в carry, уходящих – лишают будущего carry и т.д. Таким образом, **carry-механика** – ключ к привлечению таланта в индустрию и к тому, что фонды настойчиво работают над ростом стоимости активов (их “ставка” – 20% от роста). В сделках private equity вне фондовой структуры понятие carry тоже может появляться: напр., команда менеджмента может получить условную долю (“management carry”) в прибыли от последующей продажи компании – фактически бонус за успешный выход, по аналогии с фондовым carry.

Эскроу (escrow) и удержания. Для обеспечения обязательств при сделке часто применяется **эскроу-счёт** – это **небольшая часть цены (обычно 5-15%) удерживаемая на независимом счёте на оговорённый период после закрытия сделки** ⁶⁶. Цель – покрыть возможные требования по гарантиям и indemnity от продавца: если после покупки всплывут скрытые долги или нарушения, из эскроу покупателю компенсируют убытки, не прибегая сразу к судам. Эскроу обычно хранится 12–24 месяца и потом остаток возвращается продавцу, если претензий не возникло. В современных M&A в США/Европе **escrow ~10% цены на 1–2 года – норма** ⁶⁶ при отсутствии страхования гарантий. Это повышает безопасность покупателя. Схожий механизм – **holdback** (удержание части суммы покупателем без эскроу-агента) – по сути то же, только деньги просто не выплачиваются продавцу сразу. Кроме того, эскроу может применяться и в

финансировании: например, **escrow account для процентных платежей** – когда при выпуске облигаций сразу резервируют деньги на купоны за 1–2 периода (часто в проектном финансировании). В общем, **эскроу** – универсальный юр. инструмент: третья сторона держит средства или активы до выполнения условий. В инвестициях помимо страхования рисков он ещё служит для **синхронизации сроков** – напр., покупка может закрыться раньше, а окончательный перерасчёт цены (с учётом оборотного капитала и др.) делается спустя пару месяцев – тогда часть цены лежит на эскроу до финального расчёта. В российском праве понятие эскроу-счёта тоже появилось (с 2014 г., и расширено в 2018 г.), и уже **применяется в сделках** – особенно в недвижимости (счета эскроу для долевого строительства) и M&A (хотя тут чаще пока ограничиваются рассрочкой или гарантийными удержаниями).

Гарантии и возмещения (Warranties & Indemnities). Представления и гарантии продавца – это *заверения о состоянии продаваемого бизнеса*, за достоверность которых он несёт ответственность ⁶⁷ ⁶⁸. В договоре продажи акций обычно содержится обширный перечень warranty: финансовая отчетность корректна, налогов нет, судов нет, активы принадлежат компании, экологические нормы соблюдены и т.д. Если после сделки выясняется, что гарантия была нарушена (например, неупомянутый долг или суд), покупатель может потребовать возмещения убытков. **Indemnity** – это более узкое обязательство продавца **возместить определённый вид убытков в полном объёме при их возникновении** ⁶⁹ ⁷⁰. В отличие от гарантии, для требования по indemnity не нужно доказывать неправоту заверения – достаточно факта наступления оговоренного события. Например, часто даётся **налоговая индемнити**: продавец обязуется оплатить любые налоги компании за периоды до сделки, если они начислятся после. Warranties обычно ограничены по времени и сумме (де минимис, basket, cap в соглашении), а indemnities могут не иметь таких ограничений (покрывают конкретные риски, выявленные на due diligence). Вместе **W&I** являются основным правовым механизмом защиты покупателя от скрытых проблем, а продавца – от неопределённости (т.к. условия оговорены). В крупных западных сделках сейчас распространено **W&I страхование** – страховой полис покрывает риски нарушений гарантий, позволяя сократить эскроу и снизить конфликты. В России концепция заверений об обстоятельствах и ответственности за их недостоверность закреплена в ГК (ст. 431.2), и сложилась практика включать обширные гарантии в сделки. Институт **indemnity** как таковой в законе РФ прямо не прописан, но стороны обычно используют конструкции возмещения убытков или отступного на случай конкретных обязательств – фактически выполняя функцию indemnity. Для инвесторов грамотный блок W&I – критически важен, он **перераспределяет риски пост-фактум**: продавец, лучше знающий компанию, либо раскрывает проблемы (дисклоужер), либо несёт ответственность рублём.

Структура и организация PE/PC-фондов

Типовой **Private Equity-фонд** – это **закрытый инвестиционный фонд с ограниченным сроком жизни (обычно ~10 лет)**, созданный обычно в форме **Limited Partnership (коммандитное товарищество)** ⁷¹. В такой структуре имеются: - **General Partner (GP)** – управляющий партнер, отвечает за инвестиции и управление фондом ⁷². GP обычно вносит лишь 1–5% капитала, но несёт полную ответственность за обязательства фонда (юридически на нём безграничная ответственность, хотя на практике GP – это LTD-компания с минимальными активами) ⁷³. GP через свою управляющую компанию принимает решения – куда инвестировать, когда продавать. - **Limited Partners (LP)** – ограниченные партнеры-инвесторы, которые **вкладывают основной капитал** и на него же ограничивают свой риск ⁷² ⁷⁴. LP не участвуют в повседневном управлении – они пассивны и не отвечают по долгам фонда сверх своего вноса ⁷⁴ ⁷³. LP – это институционалы (пенсионные фонды, страховщики, фонды благосостояния, фонды фондов) и богатые семьи/лица.

Фонд учреждается GP и группой первых LP, подписывается **Limited Partnership Agreement (LPA)** – ключевой договор, определяющий инвестиционный мандат, срок, **права/обязательства GP и LP, структуру комиссий и вознаграждений (2% management fee + 20% carry и hurdle)** ⁷⁵ ⁷⁶, ограничения на инвестирование (по странам, отраслям, доле в одной компании и т.п.) ⁷⁷, процедуры выхода LP, конфликты интересов и др. Также LPA описывает **сроки фонда** – обычно это 5 лет инвестирования + 5 лет выхода (с возможностью продления). В течение первых 4–5 лет GP делает **capital calls** – вызывает средства LP на конкретные сделки, формируя портфель. Затем, в фазе **hold & management**, GP работает с компаниями (может добавлять “добивочные” инвестиции, рекапитализации и т.п.). Наконец, **фаза выхода** – продажа активов через M&A или IPO, распределение средств LP и закрытие фонда. Параллельно GP может создать следующий фонд, и так постоянно (что обеспечивает преемственность команды и капитал).

Кроме GP и LP, зачастую есть **Advisory Committee** из представителей крупнейших LP – они контролируют конфликты интересов, одобряют сделки со связанными сторонами, продления фонда и т.д.

Организационно часто создаётся отдельная юрлицо-**GP-vehicle** (компания-генпартнер) и **управляющая компания (Management Company)**, через которую идут management fee, найм сотрудников, офисные расходы. **Management fee** (чаще 2% годовых на капитал фонда) идет именно на содержание команды. **Performance fee (carry)** обычно распределяется между GP-vehicle и командой управляющих по внутренней схеме (каждый партнер имеет долю в carry, называемую иногда “carry points”).

PE-фонды исторически мало подлежали регуляции, они не публичны (не листятся на бирже), поэтому действовали относительно свободно ⁷⁸ ⁷⁹. Однако после кризиса 2008 и других скандалов (например, политические дискуссии о налогообложении carry) регулирование усиливается – в ЕС действует AIFMD, в США – требование регистраций советников SEC и т.п.

Также существуют **вторичные фонды, фонды фондов, venture capital фонды** – по структуре они схожи. Различия могут быть в размере и профиле LP (например, в венчуре много **ангелов и корпораций** как LP), в сроках (венчурные могут жить 12–14 лет, так как стартапы дольше растут), в комиссии (иногда VC берут 2.5% fee). Но базовая GP/LP модель везде.

В британском праве аналог – Limited Partnership, в офшорах – тоже LP или unit trust. В российском праве прямого полного аналога долго не было, но с 2012 г. введена форма **инвестиционного товарищества**, позволяющая нескольким вкладчиков и управляющего вести совместную инвестдеятельность. Однако классические глобальные фонды чаще структурируются в **Delaware/Cayman LP** форматах с точки зрения юридического устройства.

Ключевые юридические инструменты и соглашения

Соглашения GP-LP (Limited Partnership Agreement). LPA – *основной договор фонда между управляющим партнером и инвесторами*. Он регламентирует всё: от инвестиционного мандата до распределения прибыли. Именно в LPA прописаны условия **взносов LP**, обязательство по вызову капитала, **лимиты на долги фонда** (могут ли брать кредит под залог неотребованного капитала), **распределительная waterfall и carry** (как обсуждалось), **комиссии GP**, порядок **созыва совета LP**, случаи досрочного роспуска фонда (например, *Key Man event* – уход ключевых людей, *Cause* – нарушение GP обязанностей, когда LP могут снять GP) и т.д. Также LPA часто содержит **ограничения для GP**: например, *GP commitment* – требование вложить свои 1–2%, **неконкуренцию** (GP не может запускать новый фонд с тем же фокусом, пока старый

инвестирует), **restrictions** – на инвестиции вне стратегии без согласия. В целом LPA – это “конституция” фонда, на основе которой строится всё взаимодействие GP и LP. В РФ аналог – **договор инвесттоварищества** или устав ПИФа, но гибкость их меньше. В международном контексте LPA обычно **не публичен**, двусторонний, но есть типовые модели (например, от ILPA – ассоциации LP – с рекомендуемыми условиями).

Акционерные соглашения (Shareholders’ Agreement). В каждой инвестиции фонда (портфельной компании) практически всегда заключается SHA – договор между акционерами (PE-фонд, соинвесторы, основатели, миноритарии), определяющий **права управления, защиты инвестора и условия выхода**. Типовой SHA включает: **права голоса** (какие вопросы требуют согласия фонда – veto rights по бюджету, крупным сделкам, найму топов и т.п.), **tag/drag along** для координации продажи (см. выше), **ограничения на передачу акций** (переуступка долей только с одобрения или с соблюдением преимущественного права), **обязательства по выходу** (например, через 5 лет совместно продать компанию или провести IPO – *planned exit*), **опционы put/call, неразмывание (anti-dilution)** – защита фонда от выпуска новых акций дешевле его цены (часто *full ratchet* или *weighted average* механизмы), **порядок разрешения тупиков (deadlock)** – если 50/50 партнеры, предусмотреть медиатора или пут/колл (*shoot-out clauses*). Также там могут быть **обязательства по non-compete, non-solicit** для основателей, **порядок привлечения доп. капитала** (права pro-rata на участие, право *first refusal* на покупку продаваемой доли). Акционерное соглашение – критичный инструмент защиты интересов PE-инвестора, т.к. по закону у миноритария обычно мало прав. В UK/US праве SHA исполняемы, можно штрафами, судебно обеспечить. В РФ до 2009 (АО) и 2014 (ООО) такие соглашения толком не признавались, но сейчас законодательство позволяет заключать корпоративные договоры участников, хотя enforcement их внутри РФ все еще ограниченно (суды принимают, но нет прямых механизмов присуждения “specific performance”, чаще убытки или расторжение). Поэтому крупные сделки с РФ-активами нередко “вынесены” на уровень иностранного холдинга с SHA по английскому праву.

Инвестиционные и кредитные соглашения (Financing Agreements). В сделках Private Credit ключевым документом будет **кредитный договор** (Credit/Loan Agreement) или **Indenture** (для облигаций). В нём прописываются сумма займа, срок, процентная ставка (фикс или **floating** – привязанная к LIBOR/SOFR/Euribor), порядок выплат (% периодически, основной долг – в конце или по графику), а также крайне важная часть – **ковенанты** (covenants). *Ковенанты* – это **специальные условия договора**, обязывающие заёмщика соблюдать определённые финансовые показатели или ограничивающие его действия ⁸⁰. Например, **финансовые ковенанты**: поддерживать Debt/EBITDA < 3.0x, Interest Coverage > 4.0x, минимальный объём собственного капитала и пр. **Операционные ковенанты**: запрет на новые кредиты, залоги на имущество без согласия кредитора (negative pledge), ограничения на выплату дивидендов, на сделки с аффилированными, обязательство страховать активы, предоставлять отчётность и т.д. ⁸¹. Нарушение ковенант (т.н. *covenant breach*) ведет к дефолту по договору и праву кредитора требовать досрочного погашения или штрафа. Таким образом, ковенанты – главный инструмент контроля риска кредитором, особенно в leveraged-финансировании (где долговая нагрузка высокая, как в LBO). В последние годы на Западе распространены **“cov-lite”** займы – с ослабленными ковенантами (только 1–2 финансовых и то мягких), что выгодно заемщикам, но рискованнее для кредиторов; это результат конкурентного рынка private debt. В дополнение к кредитному договору, часто оформляются **договора залога (Security Agreements)** – на акции, активы, недвижимость, счета компании – обеспечивая кредитору право обращения взыскания при дефолте. Также в финансировании могут быть **перекрёстные соглашения (Intercreditor Agreements)**, о них ниже.

Межкредиторские соглашения (Intercreditor Agreements). Когда у компании несколько уровней долгов (напр., **старший банк и мезонин-фонд**), между кредиторами заключается соглашение, определяющее **приоритеты и права сторон**. **Intercreditor Agreement (ICA)** обычно регламентирует: кто первый получает платежи, в каком порядке удовлетворяются требования при банкротстве, права второстепенного кредитора на залог (обычно **subordination** – младший кредитор ждёт полного расчёта со старшим перед получением чего-либо) ⁸² ⁸³, возможность младшего ускорить свой долг или начать взыскание (обычно запрещено без согласия старшего, кроме определённых случаев). В частности, **субординация** мезонина – ключевой пункт: мезонин-кредитор обязуется **не получать платежей по своему долгу до полного погашения senior-долга**, или при возникновении дефолта по старшему – замораживать получение платежей и, возможно, **трастом** переводить их старшему кредитору ⁸² ⁸⁴. Также ICA даёт младшему право **исправить дефолт старшего** (например, выплатить за заемщика просроченный процент – так называемый **right to cure**) ⁸⁵, чтобы предотвратить банкротство. Ещё один важный аспект – согласование, что мезонин может реализовать залог (чаще всего залогом по мезонину служат **акции заёмщика**) только выполнив условия: признать приоритет старшего залога, принять долг на себя или найти покупателя, который покроет долг старшему и т.д. ⁸⁶ ⁸². Все эти условия прописываются в ICA. Без такого соглашения, по общему праву в ряде стран младший кредитор мог бы попытаться конкурировать со старшим – что усложнило бы финансирование. В **русской практике** проблема: институт субординации кредиторов не был развит – есть понятие суборд. займов (например, в банках), но **общеграждански договориться “ты после меня” было сложно – при банкротстве суд мог не признать такие соглашения**. В 2020-х ситуация меняется (закон о субординации в банкротстве появился), но всё ещё межкредиторские соглашения в РФ не столь стандартны. В международных же сделках (особенно LBO) **ICA – фундаментальный документ**, без него разные кредиторы не согласятся финансировать.

Management Services Agreement (MSA) – *договор на оказание консультационно-управленческих услуг*. В контексте PE он обычно заключается между **портфельной компанией** и аффилированной с фондом **консалтинговой фирмой или менеджмент-компанией фонда**. По MSA портфельная фирма выплачивает ежегодно определённый **“advisory fee”** за стратегические консультации, финансовый надзор, помощь в сделках и т.д., предоставляемые ей. Фактически это способ **PE-фонду получать дополнительные доходы** от компании, помимо роста капитала. Например, **Apollo** или **Blackstone** нередко взимают с своих портфельных компаний 1–2% от выручки в год как плата за “management services”. В прошлом это было существенно – фонды зарабатывали миллионы через такие fees. Сейчас под давлением LP многие фонды **сокращают или полностью отдают эти MSA-фии в пользу инвесторов** (offsetting management fee). Тем не менее, MSA остаются: они формализуют роль фонда в управлении компанией (входящих консультантов, постановку KPI и т.д.). С другой стороны, **для компании MSA – это доп. затрата**, но получающаяся в обмен на экспертизу, связи (например, помощь в подборе CEO, улучшении операционки – то, чем славятся **McKinsey, Bain, BCG**, привлекаемые PE). В некоторых отраслях (например, здравоохранение в США) структура через MSA – единственный способ PE-фонду владеть экономикой бизнеса, не владея им юридически (из-за регуляторов): создаётся **управляющая организация (MSO)**, принадлежащая фонду, которая по MSA получает всю прибыль клиники, оставляя врачам формальное владение. Таким образом, MSA – гибкий инструмент, используемый как для **монетизации** (взимания мониторинговых и консультационных фи), так и для **структурирования собственности**.

Non-recourse structures (безрегрессное финансирование). Термин *non-recourse* означает, что кредитор или инвестор **не имеет права требования к остальным активам должника или спонсоров, кроме оговорённых** ⁸⁷. Проще говоря, если проект не генерирует прибыли, кредитор не может требовать погашения из других источников – он заберёт только заложенный проект и на этом всё. Такая структура характерна для **проектного финансирования**: кредиты

под строительство окупаются только за счёт доходов проекта (например, дорога, электростанция), а не за счёт гарантий материнской компании ⁸⁷ ⁸⁸. Для РЕ это актуально при финансировании отдельных сделок: фонд может организовать покупку через SPV, где долг **limited recourse – без гарантий со стороны фонда**. Тогда если компания обанкротится, банки не могут требовать у фонда оплаты долга (их регресс ограничен активами цели). Non-recourse придаёт **финансовую изолированность**: риски кредиторов выше (поэтому ставка выше, требуется надёжное обеспечение) ⁸⁹ ⁹⁰, зато спонсоры защищены от сверхубытков. В сделках **LBO** часто кредиты официально ограничены активами цели – хотя на практике РЕ-спонсоры могут давать **непрямые гарантии** (например, покрывать расходы через fee или давать субординированный акционерный займ). Тем не менее, структурно LBO-долг – это **non-recourse debt** к самому фонду (он не обязуется возвращать). В России чисто безрегрессное проектное финансирование редкость – обычно банки требуют поручительств и дополнительных гарантий. Но с развитием ГЧП и концессий появились **проектные долговые инструменты**, где единственный источник – доходы проекта и залоги по нему, а вне его у кредитора права нет. Для **private credit** инвесторов non-recourse – способ **кредитовать высокорискованные проекты**, получая залог проекта и высокий процент, но без “спины” крупных корпораций. Важно понимать: non-recourse loan защищает заёмщика – если проект провалился, отдал актив кредитору и свободен (без банкротства самой компании-спонсора) ⁹¹. Такая модель работает только если кредитор уверен в ценности залога или доходов проекта.

Covenants (ковенанты) – как отмечалось, **специальные условия в кредитных/инвестсоглашениях**, которые **обязывают** заёмщика/объект финансирования **делать или не делать** что-то ⁸⁰. Они бывают **позитивные** (affirmative) – напр. требование предоставлять отчётность, поддерживать страхование, выполнять законы, уведомлять о важных событиях. И **негативные** – напр. **не** привлекать новый долг, **не** продавать ключевые активы, **не** выходить за пределы бюджета без одобрения. Финансовые кovenанты (вынесем отдельно) – это поддержание показателей: **левередж-ковенант** (долг/EBITDA ≤ X), **ковенант покрытия** (EBITDA/проценты ≥ Y), **ковенант ликвидности** (минимум cash = Z) и т.д. Если компания нарушает кovenант – это **технический дефолт**. Кредитор может предоставить **waiver (освобождение)** или поправку (amendment) – часто за плату. Поэтому кovenанты – мощный рычаг влияния: даже если платежи идут вовремя, кредитор может диктовать пересмотр условий, увидев ухудшение метрик. РЕ-спонсоры стремятся **минимизировать кovenанты** в финансировании своих LBO (чтобы иметь гибкость), поэтому получили развитие **cov-lite** кредиты, где нет регулярного тестирования показателей. Но в менее конкурентных рынках кovenанты – норма. Например, **банковские кредиты среднему бизнесу в Европе содержат 2-3 финпоказателя + перечень негативных кovenант** (не менять контроль, не менять бизнес, не размывать капитал и пр.). Для частных кредиторов кovenанты – способ **раннего сигнала**: если KPI нарушены, они могут вмешаться, реструктурировать долг или потребовать доп. обеспечения, не дожидаясь банкротства. В **VC-инвестициях** тоже есть кovenанты, но иного рода: право вето, требования согласия на бюджет – можно считать их аналогом кovenант (управленческих). Всё это – инструменты контроля риска и обеспечения сохранности стоимости актива до выхода инвестора.

Гарантии исполнения (Performance Guarantees). В инвестиционно-банковской практике это **обязательства третьей стороны гарантировать выполнение договорных обязанностей основного должника/исполнителя** ⁹² ⁹³. Примеры: **Parent Company Guarantee** – материнская компания гарантирует по долгам дочерней (или по выполнению контрактов). **Performance bond** – банковская гарантия, выдаваемая подрядчиком заказчику, что проект будет завершен, иначе банк выплатит компенсацию. В РЕ-сделках performance guarantee может проявляться, когда, например, **продавец бизнеса гарантирует достижение определённых финансовых показателей после сделки**, иначе возвращает часть суммы (похоже на механизмы возмещения). Или **топ-менеджмент гарантирует инвестору выполнение бизнес-плана**,

иногда даже подкрепляя это личным депозитом или согласием лишиться выходного бонуса, если цели не достигнуты. В MBO часто **спонсоры требуют от менеджмента личного поручительства по кредитам** – это тоже их “performance guarantee” по работе компании. В проектном финансировании sponsor может дать **completion guarantee** – обязуется, что проект будет достроен к сроку, покрыть перерасходы. Таким образом, performance guarantees – это **дополнительный уровень безопасности для инвестора/кредитора**, когда ключевая сторона берет на себя ответственность за успех. В международных контрактах они обычно оформляются как **гарантии (guarantee или stand-by LC)** ⁹² или **indemnity letters**, зависящие от исполнения.

Для **консалтинговых сделок** (например, когда РЕ-фонд нанимает консультантов для интеграции) performance guarantee тоже бывает – консалтинг-фирма может гарантировать достижение определённой экономии или результата, иначе частично вернуть гонорар. Но это редкость – обычно консалтинги ответственность не несут за итог.

Примеры применения инструментов ведущими фирмами

Применение сложных структур крупными РЕ-фондами. Такие гиганты как **KKR, Blackstone, Carlyle, Apollo** славятся умением выстраивать многоуровневое финансирование и мотивацию команд. Например, **KKR** ещё в 1980-х популяризировал **высокий леверидж в LBO** (через джанк-бонды Милкена) – их знаменитая сделка RJR Nabisco 1989 г. была почти полностью на заемные средства. Сейчас KKR и коллеги оперируют собственными **кредитными подразделениями** и нередко предоставляют **unitranche** финансирование для своих же сделок, комбинируя банки и фонды. **Apollo** известен агрессивным использованием **mezzanine** и **привлечённых ко-инвесторов**: они привлекают в сделки сторонних инвесторов на условиях preferred equity, разделяя риск. **Blackstone** часто применяет **earn-out** элементы при покупках технологических и медиакомпаний, оставляя часть цены зависимой от будущих KPI, чтобы не переплатить за хайп. Все они широко практикуют **ролlover доли менеджмента**: при выкупе компании менеджменту предлагается заново инвестировать (или оставить) существенную часть акций – так формируется **Management Equity Plan**, мотивирующий топов растить стоимость компании (по сути, **соинвестирование**). Это снижает требуемый кэш аут при сделке и выравнивает интересы (management goes alongside PE).

После покупки крупные РЕ-фонды обычно внедряют **опционные программы для ключевых сотрудников** – предоставляют **виртуальные акции или опционы (Management Incentive Plan)**, которые дадут выплату при продаже компании, если она вырастет. Так достигается **мотивация команды**: фактически создаётся мини-**carried interest** для менеджмента компании. Например, **Carlyle** часто резервирует ~10% акций для менеджмента, распределяя их по опционному плану с вестингом к exit.

Управление рисками: РЕ-фирмы комплексно используют **ковананты** и **права контроля**. Стандартно оговаривается **ежемесячный контроль показателей, право замены CEO** при невыполнении плана, **право требовать досрочного возврата акционерного займа**, если что-то идёт не так. Чтобы **хеджировать финансовые риски**, фонды могут заключать **деривативы**: например, при купле сильно закредитованной фирмы хеджируют процентный риск (свопы фиксируют ставку), валютный риск (форварды). **KKR Capital Markets** подразделение часто прямо структурирует долговые выпуски и страхует части рисков через синдикаты.

Integration (интеграция): После приобретения бизнеса (**buy-side процесс**) наступает **постслияние интеграция**, особенно если РЕ объединяет несколько компаний в **roll-up** стратегию. Здесь в ход идут **консалтинговые инструменты**. **Bain Capital**, будучи связанным

исторически с Bain & Company, часто привлекает своих консультантов для **100-дневных планов**: вырабатываются срочные инициативы по улучшению эффективности, выстраивается **план синергии**, если объединяются предприятия. **McKinsey** и **BCG** консультируют PE-фирмы по **операционным улучшениям** (OEP – operations enhancement programs), внедряют **системы KPI** и **lean-подходы** на заводах портфельных компаний, помогают сократить издержки (что быстро повышает EBITDA и, соответственно, стоимость бизнеса). То есть консалтеры – важный элемент инструментария PE в фазе владения активом.

Кроме того, **sell-side процессы** – подготовка компании к продаже или IPO – также часто ведутся совместно с консультантами: например, **EY**, **PwC** помогают “почистить” финансовую отчетность, **McKinsey** – красиво упаковать стратегию для будущих покупателей. **Public story** (если планируется IPO) прорабатывается пиар-агентствами. Всё это – части комплексного процесса выхода.

Комплексные инструменты: такие фирмы как **Blackstone** применяют **escrow** и **залоговые механизмы** для гарантий при сделках: например, требуя от продающих основателей оставить деньги на эскроу, либо при партнерстве с другой фирмой – обмениваются **гарантиями выполнения обязательств**. В индустрии PE репутация дорогого стоит, поэтому топ-фонды стараются избегать судебных споров, предпочитая заранее согласовать механизмы. Например, вместо судиться потом о возмещении, они лучше сделают **Warranty & Indemnity страховку** – переведут риск на страховую и сохранят отношения с продавцом нормальными.

Применение в консалтинге: Сами по себе **консалтинговые компании (McKinsey, BCG, Bain)** не предоставляют финансирование, но активно участвуют на стороне клиентов в использовании этих инструментов. Например, при работе с корпорацией над **стратегией M&A** консультанты советуют, как структурировать сделку: **“можно привлечь mezzanine или vendor financing, чтобы снизить нагрузку”, “стоит предусмотреть earn-out, чтобы основатели были мотивированы”** – такие рекомендации типичны. **Big3 консалтинг** также консультирует правительства и институты по созданию условий для Private Equity, знает лучшие практики фондовой структуры, **юрисдикций** (советуют, где лучше зарегистрировать фонд или SPV под конкретный проект).

Интересно, что сами **консалтинговые фирмы** стали внедрять элементы PE-инструментов во внутреннюю мотивацию: например, **Bain & Company** имеет фонд **Bain Capital** (отдельный, но исторически связанный), куда партнеры Bain могли соинвестировать (это своего рода GP/LP модель внутри партнерства). **McKinsey** запустила MIO – инвестиционный офис для сотрудников, где они вкладываются в разные фонды. То есть они перенимают культуру **equity upside** даже для своих консультантов.

Интеграция buy-side и sell-side процессов подразумевает, что **PE-фирма с первых дней покупки думает о будущем выходе**. Поэтому команды консультантов часто работают и при входе, и при выходе, обеспечивая **преемственность**: те, кто делал коммерческий дью-дилидженс (CDD) при покупке, потом могут участвовать в подготовке информационных материалов для продажи (показывая выполненные улучшения). **Case-study**: Blackstone купила отельную сеть, наняла BCG для повышения маржинальности, а через 4 года при продаже представила инвесторам результаты, подтвержденные теми же консультантами – тем самым убедила покупателей заплатить премию. Это пример, как **консалтинг-инструменты (аналитика, презентации, валидированные улучшения)** сочетаются с **финансовыми инструментами** (рычаг, опционы для менеджеров, эскроу для гарантии качества сделки) для максимизации успеха.

Адаптация инструментов к юрисдикции РФ

Российская правовая и бизнес-среда имеет свои особенности, но многие перечисленные инструменты уже **находят применение в РФ в эквивалентной форме** – либо напрямую предусмотрены законом, либо реализуются сочетанием договоров.

Инструменты, уже представленные в российской практике: - **Договор займа, кредит** – базис для Private Credit. Прямое финансирование долгом широко используется (банки, МФО, частные займы). Многие механизмы – как ковенанты, залоги, поручительства – давно закреплены (ГК РФ, закон об ипотеке и т.д.). Например, **ковенанты** часто включаются в кредитные договоры с крупными корпоративными заемщиками (финансовые, ограничения на сделки). **Залог доли/акций** – обычное обеспечение (в ООО с 2009 г. разрешён залог долей, в АО – акций). Таким образом, инструментарий долгового финансирования (bridge, mezzanine как субординированный заем, конвертируемый заем) – технически реализуем в РФ. Конвертируемый заем можно оформить комбинацией: собственно договор займа + **опцион** на долю (см. ниже). - **Опционы** – российское законодательство с 2015 г. ввело ст.429.2 ГК (опцион на заключение договора) и ст. 429.3 (опционный договор исполнения по требованию), что позволяет легально фиксировать **put/call опционы** на покупку/продажу долей в будущем. До этого опционы делали через английское право или через предварительные договоры, теперь есть прямой механизм. Уже существуют примеры: венчурные сделки с опционом для фонда продать долю основателям по формуле, или опционы для топ-менеджеров на получение доли (вместо годового бонуса) ⁹⁴. Хотя практика еще формируется, но крупные юрфирмы (например, **Buzko Legal**) адаптировали типовые опционные соглашения под российский ГК ⁹⁵. - **Акционерные соглашения** – с 2014 г. в РФ разрешены корпоративные договоры участников ООО, а с 2009 – акционеров АО (с последующим расширением). Сейчас уже привычны для крупных компаний **SHA по российскому праву**: они могут содержать и drag-along (как обязанность продать долю при предложении от третьего лица на определенных условиях), и tag-along (право требовать от партнёра совместной продажи), и согласованный порядок голосования, и прочие механизмы. В Госреестр вносится пометка о наличии соглашения участников ООО. Конечно, enforceability их сложнее, чем в английском праве (невозможны, например, прямые судебные приказы о передаче доли – вместо них убытки), но при грамотном структурировании (арбитражная оговорка, обеспечение задатками/неустойками) они работают. Многие **VC/PE-сделки с российскими стартапами** заключали акционерные соглашения на **русском праве** (особенно после 2018, с трендом на локализацию). - **Привлеченные инвестиционные фонды (ПИФ, АИФ)** – в РФ есть аналоги структур фондов: **паевые инвестиционные фонды** (особенно закрытые ПИФы – ЗПИФ, могут инвестировать в недвижимость, акции непубличных компаний и т.д.). Через них реализуются некоторые PE-стратегии внутренними игроками: например, **РФПИ** и институты развития используют ЗПИФы для проектов. Есть форма **инвестиционного товарищества** (похожая на GP/LP договор, но все участники несут риск согласно договору, управляющий – товарищ управляющий). Это использовалось венчурными фондами (например, фонды РВК первой волны были так структурированы). Таким образом, базовая **организационная оболочка для PE/PC** в РФ существует – хотя она менее гибкая (больше зарегулирована ЦБ, налоговые нюансы). - **Производные и страховые инструменты** – доступны: эскроу-счета с 2018 г. чётко регламентированы (ГК гл. 45.1, закон о банках). Уже проводятся **M&A с эскроу у нотариуса или в банке**. **Банковские гарантии** широко используются (например, гарантия оплаты штрафов за нарушение заверений – аналог indemnity). **Страхование гарантий (W&I insurance)** пока редкость, но иностранные страховщики до 2022 г. предлагали, сейчас сложнее. - **DAO/цифровые права** – в РФ с 2021 г. появился закон о **цифровых финансовых активах**, понятие **цифрового права** (ст. 141.1 ГК). Пока это воплощается в виде токенизированных облигаций, прав требования. **DAO** как децентрализованная автономная организация не имеет юрлица, поэтому в чистом виде не вписывается. Но были кейсы, когда создавали **ассоциации или кооперативы**,

или использовали иностранные структуры (в Эстонии или на основе Ethereum) для коллективных инвестиций. Государство осторожно относится к таким экспериментам, но **токенизированный венчурный фонд** или платформа разделения прибыли на блокчейне – технически возможны (и некоторые fintech стартапы анонсировали подобное в РФ). Однако правоприменение не отлажено, поэтому DAO пока скорее на периферии практики.

Инструменты, требующие доктринального/законодательного переосмысления:

- **Unitranche** – как отмечалось, в российском праве не запрещено дать один большой займ и поделить проценты между кредиторами по договорённости. Но **проблема – субординация:** договор между кредиторами о порядке получения платежей может быть не исполнен при банкротстве, т.к. закон устанавливает очередность требований. Российское банкротное право не признаёт явную субординацию договорную (кроме акционерных займов, которые по закону идут в последнюю очередь). Таким образом, классический unitranche (где внутри кредита есть соглашение между “старшим” и “младшим” кредиторами о распределении) – может столкнуться с тем, что в суде младший всё равно потребует свою долю наравне. Чтобы внедрить unitranche, нужно либо **прямое признание договорной субординации** в законе, либо обходные конструкции (напр., один кредитор выступает формально единственным, а потом часть выплат перечисляет другому – но риски высокие). Это поле для реформ: бизнес-сообщество могло бы пролоббировать изменения в Закон о банкротстве, разрешающие делать **agreement among lenders** с юридической силой при банкротстве.
- **Revenue-sharing (доля от выручки)** – в ГК РФ есть понятие кредита с уплатой % (ставка фикс или плавающая), но **участие кредитора в прибылях заемщика прямо не предусмотрено**. Если оформить как долю от выручки, это не совсем процент, и суд может признать это скрытым участием в капитале. Пока что такие сделки можно делать через **договор инвестирования (простое товарищество)**: инвестор и компания заключают договор о совместной деятельности, где инвестор дает деньги, а взамен получает оговорённую долю от доходов совместной деятельности. Либо через облигации с плавающим доходом, привязанным к выручке (закон позволяет выпускать облигации с доходом, определяемым формулой). Но без законодательного признания RBF как отдельного инструмента, его массовое применение затруднено – налоговая может расценить выплаты как скрытое распределение прибыли и т.д. Тут нужен либо специальный **договор “об финансировании под доходы”** в ГК, либо регулирование на уровне ЦБ (как краудфинансирование). Пока что российские компании если и делают что-то подобное, то в серой зоне или через зарубежные юрисдикции.
- **Earn-outs** – сами по себе реализуемы (договором купли-продажи с условной частью цены). Однако есть нюанс: российское право ограничено в **условных обязательствах**, и налоговая может считать отложенный платёж частью первоначальной сделки. Кроме того, **валютные ограничения** (сделки между резидентами в валюте) могут затруднить выплаты, если они привязаны к показателям в валюте. Но главная сложность – **корпоративный контроль на период earn-out**: продавец уже не владелец, а его выплаты зависят от действий нового собственника, который может сознательно их снизить. В английском праве вставляют сложные ковенанты, запрещающие ухудшать бизнес без согласия, – у нас enforcement этого под вопросом. Поэтому earn-out требует **большого доверия или использования офшорного арбитража**. Возможно, российскому законодательству стоило бы предусмотреть спецмеханизмы (например, **независимый администратор earn-out**, как эскроу-агент, который следит за исполнением).
- **Фонды и партнерства** – в РФ до сих пор нет полного аналога Limited Partnership с гибкостью распределения прибыли, различием ролей, договорным порядком. **Инвесттоварищество** близко, но там все товарищи несут обязательства солидарно перед третьими лицами – что пугает LP, и оно неприменимо для широкого круга инвесторов. **ЗПИФ** решает часть задач (ограниченная ответственность пайщиков), но чрезмерно зарегулирован (нужна УК с лицензией, правила доверительного управления, отчётность ЦБ). То есть **порог входа** для создания своего фонда в РФ очень высок. Поэтому многие private equity платформы работают как **АО/ООО** – просто под каждую сделку привлекают соинвесторов в

капитал юрлица или через займы. Это неудобно и транзакционно затратно. Требуется **законодательное развитие**: либо упрощение инвестиционных партнёрств, либо введение нового инструмента (напр. “Фонд развития” вне жёстких рамок ПИФ). - **SAFE, привилегированные акции** – концепция **конвертируемого займа или соглашения на будущее участие в капитале** пока не оформлена явно. SAFE-подобный договор (Simple Agreement for Future Equity) – в РФ можно написать предварительный договор + опцион, но правовой статус сложный. Привилегированные акции в АО есть (правда, максимум 25% капитала, да и права ограничены – голосуют только по ликвидации да уставу). В ООО понятия привилегированной доли нет вообще – все доли равны по правам пропорционально, нельзя договором ООО выделить “префы”. Так что **классический preferred equity** нельзя реализовать в ООО, только через АО (что для малого бизнеса громоздко). - **Covenant-lite и финансирование без обеспечения** – российские банки традиционно требуют массу ковенант и залогов. Культура **unsecured cash-flow lending** (кредитования “под денежный поток” без залога) развита слабо, разве что у Сбербанк и ВТБ для крупнейших клиентов. Частные кредиторы тоже предпочитают брать обеспечение. Для роста **private credit** индустрии следовало бы на уровне регулирования/судов укреплять права кредиторов (ускоренный суд по дефолтам, электронные залоговые и пр.), чтобы стимулировать сделки с большим риском (как mezzanine без залога но с высокой ставкой). - **Tax pass-through** – еще один аспект: в классическом PE фонде LP получают доходы напрямую от реализации активов (через партнерство), избегая двойного налога. В РФ нет прозрачных партнерств – ПИФ отчасти прозрачен (на уровне фонда налог не платится, платят уже инвесторы при выплате дохода). Инвесттоварищество – тоже прибыль у товарищей, хотя администрирование сложно. Если усовершенствовать налоговый режим для инвестструктур (например, облегчить режим для “семейных инвестиционных партнерств” или фондов развития), это откроет дорогу большему числу локальных фондов.

Комбинирование доступных инструментов и участие иностранных элементов: - Несмотря на ограничения, многое можно достичь **комбинацией российских и иностранных субъектов**. Например, если **unitranche** трудно реализовать договорно между двумя рос. кредиторами, можно привлечь **одного иностранного кредитора-SPV**, который даст консолидированный заем компании, а потом по соглашению английскому между кредиторами поделит проценты – т.е. внутренний договор будет за пределами российского права. В случае дефолта иностранный SPV аккумулирует требования, а расчёты между кредиторами идут уже вне банкротства. - **Revenue-sharing** можно оформить через **иностранную инвестиционную компанию**, которая вступит в договор простого товарищества с российской фирмой, а права этой компании на долю выручки будут оформлены как ценные бумаги на Западе – инвесторы купят эти бумаги. Так делались некоторые проекты токенизации. Конечно, с текущими санкциями это сложнее – но возможны “дружественные” юрисдикции (ОАЭ, Сингапур). - **Escrow/агентские механизмы**: российские банки позволяют эскроу, но при международных сделках иногда используют **швейцарских агентов** – они действуют нейтрально. Даже для внутренних крупных сделок можно привлечь **нотариуса** как эскроу-держателя (что надёжно, хотя и дорого). - **Оффшорные холдинги**: всё ещё актуально, особенно для привлечения иностранного капитала. Если WISE (см. далее) захочет участвовать совместно с иностранным инвестором, скорее всего структура будет: **российский бизнес – на русском ООО, доля которого принадлежит кипрскому или эмиратскому холдингу, и уже там подписано SHA по английскому праву**. Это даёт привычную иностранцу защиту. Параллельно можно заключить **российский акционерный договор**, дублирующий основные положения, – на случай спора внутри РФ. - **Фонды в дружественных юрисдикциях**: сейчас появился тренд создавать фонды в **Казахстане (МФЦА)**, в **ОАЭ (ADGM, DIFC)**, в **Сингапуре** – где законодательство современное, а санкционных рисков меньше. Российским участникам это доступно, и некоторые проекты import substitution могут финансироваться через такие структуры (например, фонд с казахскими резидентами вкладывается в РФ-предприятие, используя инструменты, разрешённые там – конвертируемые ноты, опционы).

Важный момент адаптации – **учёт интересов государства**. Для WISE, позиционирующегося как платформа финансирования импортозамещения, вероятно потребуется баланс: **государство хочет прозрачности и контроля**, чтобы средства шли по назначению. Поэтому возможно применение **государственных гарантий** (МИНпромторг даёт гарантии по кредитам для важных проектов) или **софинансирование через институты** (в сделке, помимо частных инвесторов, участвует, например, Фонд развития промышленности с льготным займом). Тогда структура сделки включает ещё и типовые инструменты **госпрограмм**: субсидирование ставок, специальные инвестиционные контракты (СПИК) – у них свои условия.

Рекомендации для платформы WISE (Private Credit & PE в РФ)

С учётом всего выше, **институт WISE** – ориентированный на Private Credit/PE в сфере реального сектора РФ – может выстроить свой инструментарий следующим образом:

1. Фокус на гибридные долговые инструменты. Раз законодательство акцентирует заёмные механизмы, WISE целесообразно использовать **квазидолговое финансирование с участием в будущих потоках**: - Например, **конвертируемые займы** предприятиям: WISE выдаёт компании-заемщику средства под умеренный процент + получает опцион на долю. Если проект успешен, опцион можно реализовать (или продать стратегическому инвестору), если нет – остается долг (в худшем случае списывается). Это аналог венчурных нот SAFE, адаптированный под ГК РФ. Опцион можно оформить по ст. 429.2 ГК, привязав долю и цену конверсии к параметрам (например, к выручке через 3 года). - **Займы с платежами от выручки (Revenue-sharing loans)**: заключить с компанией договор займа, где проценты привязаны к выручке: скажем, платить ежеквартально 5% от выручки, но не более определённой суммы. Формально это проценты, но рассчитываются от динамики бизнеса – в рамках допустимого (можно обосновать как плавающую ставку). Либо оформить как **договор участия в прибыли** (простое товарищество). Этот инструмент даст гибкость: если проект импортозамещения “выстрелит”, WISE получит высокий доход, если будет просадка – предприятие не рухнет под фиксированным долгом. - **Структуры “не доля, а долг”**: можно использовать **облигации, привязанные к проекту**. Например, предприятие создаёт SPV, выпускает **целевые облигации** (под конкретный инвестпроект), которые покупают инвесторы WISE. Облигации могут иметь **купон, зависящий от прибыли проекта** (в РФ это допускается – структурная облигация). Так удастся привлечь других инвесторов (возможно, с господдержкой – госбанки или корпорации могут купить часть выпуска).

2. Использование рычагов (LBO, проектное финансирование) в рамках закона. Хотя классический LBO труден (банки в РФ редко дают кредиты “на покупку компании”, нет культуры кредитования M&A), **внутригрупповое финансирование** и **залог активов** могут имитировать LBO. Например, WISE может: - Приобретать контрольные доли в стратегических предприятиях, привлекая **банковские кредиты под залог активов этих предприятий**. Формально банк кредитует предприятие “на развитие/инвестпрограмму”, деньги идут на счет, оттуда выплачиваются продавцу за акции – фактически LBO, но оформленный как кредит самой компании. Закон о АО/ООО не запрещает компании брать кредит и выплатить дивиденды или выкупить доли у акционеров (кроме определённых ограничений по выкупу собственных акций). Важно соблюдать ограничения, чтобы сделка не квалифицировалась как незаконная “финансовая помощь для приобретения акций” (в некоторых странах это запрещено, но в РФ прямого запрета нет, кроме выкупа своих акций). - Использовать **лизинг и проектные схемы**: например, если надо профинансировать покупку импортозамещающего оборудования – WISE организует **лизинговую сделку**, где минимальный аванс от предприятия, а остальное – заемные. По сути LBO на уровне активов, не акций. - Для **LBO российских активов иностранных компаний** (актуально из-за ухода зарубежных фирм) WISE может стать мостом: предоставить менеджменту кредит (или совместно с менеджментом создать SPV), выкупить актив

у уходящей фирмы с рассрочкой (vendor loan) + кредит от WISE. Закон не против – так уже прошли десятки сделок по уходу западных брендов (часто менеджмент приобретал доли с финансированием от государственных банков или фондов).

3. Простота масштабирования и стандартизации. WISE, как институт, вероятно, будет работать с множеством средних предприятий. Чтобы быстро и унифицированно структурировать сделки, стоит разработать **типовые документы**, аналогичные зарубежным шаблонам SAFE, CLA, и т.п.: - **Аналог SAFE/конвертируемого займа:** шаблон договора займа + опцион, назовём его например **CRL (Convertible Revenue Loan)** – “конвертируемый займ с участием в доходах”. Он мог бы включать: сумму, базовую процентную ставку, дополнительный “процент успеха” (например, +X% от выручки свыше плана), опцион WISE потребовать долю Y% в капитале, если долг не погашен к сроку (или по достижении определённых условий). Такой документ можно отработать с юристами, согласовать с регуляторами (при необходимости) и предлагать всем компаниям на одинаковых условиях, как **стандарт инвестсоглашения**. Это снизит транзакционные издержки (не надо каждый раз всё с нуля обсуждать) и повысит доверие (прозрачная модель). - **RSA/CRSA (Revenue Share Agreement / Convertible Revenue Share Agreement):** фактически тот же CRL. Можно также сделать вариант **прямого договора об инвестировании с долей выручки** – для проектов, где конверсия в долю не требуется (например, бизнес неинтересен на владение, но способен гасить из выручки). Это будет аналог **Revenue Sharing Agreement**, где WISE финансирует запуск линии, а получит, скажем, 5% доходов от продаж с неё на 5 лет. Такие соглашения в РФ пока кастомны, но WISE может стать пионером стандартизации. - **Опционные соглашения с менеджментом:** шаблон, позволяющий ключевым фигурам получать миноритарную долю при выполнении KPI. Это аналог **FAST (Founder/Advisor Standard Template)**, но для ситуации фонда и менеджмента. То есть WISE на входе договаривается: “мы вам даём долг, но если вы перевыполните план, вы получите X% акций как бонус” – оформляется опционом на долю за 1 рубль при достижении показателя. Это мотивирует управленцев (близко к западным stock option plans). Нужен типовый документ, чтобы каждый раз не изобретать.

4. Учет стратегических интересов государства. Проекты импортозамещения часто получают поддержку госорганов, но и контроль. WISE может интегрировать инструменты: - **Совместные SPV с государством:** например, для крупного проекта можно создать SPV, куда WISE и, допустим, региональный фонд развития входят акционерами. У государства будет **золотая акция** или особые права (в SHA это оформить), у WISE – преимущественное право на дивиденды (через привилегированную долю). Это отчасти имитирует **государственно-частный фонд**. - **Covenants на KPI, социальные обязательства:** В договор с предприятием включить не только финансовые ковенанты, но и **показатели локализации, объёма производства критической продукции** – так государство (если оно косвенно участник WISE) будет уверено, что инвестор не просто наживается, но и цель достигается. За невыполнение – санкции вплоть до **call-опциона государства выкупить проект** (например, если инвестор бросает проект, госбанк может выкупить долю по номиналу – такое можно прописать). - **Performance guarantees от государства:** возможно, WISE сможет получать **госгарантии по кредитам**, или наоборот давать гарантии государству, что профинансированные проекты достигнут целей. Тогда механизм: предприятие получает финансирование, а если не выпускает продукцию в нужном объёме, WISE компенсирует часть субсидий государству. Это сложная конструкция, но для WISE как института с госучастием – может быть условие эффективной работы.

5. Привлечение иностранного капитала через дружественные юрисдикции. Модель WISE могла бы: - Создать **параллельный фонд в юрисдикции AIFC (Астана) или ADGM (Абу-Даби)**, куда могут вкладываться ближневосточные, азиатские инвесторы, не опасаясь санкций. Этот фонд инвестирует в проекты WISE в РФ, пользуясь своими правовыми инструментами. По сути это **“фидер”** для иностранцев. Документация между казахским фондом и WISE может быть по

английскому праву – в ней удобнее прописать многие вещи (например, гарантии, возмещения). Это расширит капитализацию платформы и принесет лучшие практики. - Использовать **экспортно-ориентированные инструменты**: импортозамещение подразумевает, что потом эту продукцию и экспортировать можем. Тогда можно сотрудничать с **экспортно-кредитными агентствами (ЭКСПАР)**: они страхуют риск WISE, если проект не вернет – государство компенсирует. Это повысит риск-аппетит WISE, позволяя финансировать более смелые начинания.

Вывод: Российская платформа Private Equity/Private Credit способна освоить богатый арсенал мировых финансово-юридических инструментов, **адаптировав их к местным реалиям**. Многие механизмы (опционы, акционерные соглашения, конвертируемые займы) уже **легально реализуемы** ⁹⁶ ⁹⁷, требуется лишь правильная структура и стандартизация. Некоторые инновационные подходы (unitranche, чистый revenue-based lending) потребуют **творческих договорных решений и, возможно, продвижения изменений в законодательство**.

Институт WISE, опираясь на лучшие практики McKinsey, KKR, Bain и др., может построить **гибкую финансирующую инфраструктуру**, где **интересы инвестора, предпринимателя и государства сбалансированы**. Инвестор получает защищённость (через залоги, опционы, привилегии), предприниматель – капитал без потери полного контроля (через долевые займы вместо прямой продажи доли), государство – уверенность в достижении стратегических целей (через условия и контроль результатов). Используя **самые эффективные механизмы – вне зависимости от их происхождения и “возраста”** – WISE может ускорить импортозамещающие проекты, привлекая широкий круг капиталов. Даже если не все инструменты идеально ложатся на российскую почву, их **умелое сочетание и поэтапное внедрение** позволит создать новую **формализованную инфраструктуру финансирования**, отвечающую вызовам времени и локальным ограничениям. Главное – действовать проактивно: брать рабочие модели (LBO, опционы, привилегии, SAFE, RBF) и **адаптировать** (через договорные конструкции, новые стандарты) под российскую юрисдикцию, заручившись поддержкой регуляторов. Такая стратегия сделает WISE **пионером** Private Credit/Equity в России, способным масштабировать и эффективно инвестировать в реальный сектор, не уступая глобальным игрокам по изощрённости инструментов.

Источники:

- Investopedia: определение LBO ¹ ; MBO как разновидность LBO ⁶ ; механизм mezzanine финансирования ⁹⁸ ; unitranche как гибридный долг ¹⁸ ; revenue-based financing, структура выплат с выручки ²³ ; привилегированная доля в приоритетном положении ³⁰ ; earn-out как условный платёж по результатам ³⁴ ; vendor loan – отсрочка части цены, финансируемая продавцом ³⁵ ; bridge loan как временное финансирование до постоянного ⁴⁰ ; определение SPV ⁴³ .
- DWF Law: объяснение drag-along (право мажоритария принудить миноров продать) ⁵⁷ ; tag-along (право миноров присоединиться к продаже) ⁵⁹ .
- Taylor Wessing: put-option – право продать свою долю, call-option – право купить долю другого участника ⁶⁰ .
- Investopedia: distribution waterfall – порядок распределения прибыли фонда между LP/GP ⁵⁰ , типовые уровни (возврат капитала, префдоход, catch-up GP, carry) ⁵¹ + упоминание clawback как защиты LP ⁵⁶ .
- Investopedia: carried interest – суть (20% прибыли фонда GP как performance fee) ⁶² .
- SRS Acquiom: практика эскроу в M&A (удержание ~10% цены на срок) ⁶⁶ .
- Pennington Law: разница warranty vs indemnity – гарантия это заявление о состоянии дела, indemnity – обязанность возместить конкретный убыток ⁷⁰ .

- Corporate Finance Institute / AAPL: intercreditor agreement – соглашение между старшим и мезонин-кредитором о правах/субординации ⁸³ .
 - Investopedia: non-recourse financing – кредитор получает возврат только из прибыли проекта, не из других активов должника ⁸⁷ .
 - BDC.ca: определение ковенант – условия в договоре, требующие от заемщика делать/не делать нечто, часто привязаны к финанс. показателям ⁸⁰ .
 - SwiftBonds: performance guarantee – гарантия, что обязательство будет выполнено согласно контракту (иначе выплатит гарантирующая сторона) ⁹³ .
-

- 1 2 3 4 5 **Leveraged Buyout (LBO): Definition, How It Works, and Examples**
<https://www.investopedia.com/terms/l/leveragedbuyout.asp>
- 6 7 8 **What Is Management Buyout (MBO)? Definition, Reasons, and Example**
<https://www.investopedia.com/terms/m/mbo.asp>
- 9 10 11 12 13 14 15 16 17 98 **Mezzanine Financing: What Mezzanine Debt Is and How It's Used**
<https://www.investopedia.com/terms/m/mezzaninefinancing.asp>
- 18 19 20 21 22 **Unitranche Debt - Hybrid Loan with Senior and Subordinated Debt**
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/commercial-lending/unitranche-debt/>
- 23 24 25 26 27 **Revenue-Based Financing - Overview, How It Works**
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/revenue-based-financing/>
- 28 29 **Convertibles: Definition, Types, and How They Work**
<https://www.investopedia.com/terms/c/convertibles.asp>
- 30 31 32 **Navigating preferred equity in private funds: What to expect and key considerations**
<https://www.aima.org/article/navigating-preferred-equity-in-private-funds-what-to-expect-and-key-considerations.html>
- 33 **Earnouts | M&A Definition + Examples - Wall Street Prep**
<https://www.wallstreetprep.com/knowledge/earn-outs-ma/>
- 34 **Earnout - Definition, Structuring, Disputes - Corporate Finance Institute**
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/financial-modeling/earnout/>
- 35 36 37 38 39 **What is a vendor loan and why would I (not) want to offer it?**
<https://www.businessforsale.eu/knowledge-base/vendor-loan>
- 40 41 42 **Bridge Financing - Definition, How it Works, Example**
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/commercial-lending/bridge-financing/>
- 43 44 45 46 **What Is a Special Purpose Vehicle (SPV), and Why Do Companies Form Them?**
<https://www.investopedia.com/terms/s/spv.asp>
- 47 48 49 **What is a Convertible Instrument? - StartupProgram.com**
<https://startupprogram.com/what-is-a-convertible-instrument/>
- 50 51 52 53 54 55 56 **Distribution Waterfall Definition**
<https://www.investopedia.com/terms/d/distribution-waterfall.asp>
- 57 58 59 **What are Drag-Along and Tag-Along Rights? | Key Negotiating Points | DWF**
<https://dwfgroup.com/en/news-and-insights/insights/2024/3/drag-along-and-tag-along-rights>
- 60 **Taylor Rose**
<https://www.taylor-rose.co.uk/posts/shareholder-agreement-put-and-call>
- 61 62 63 64 65 **Carried Interest Explained: Who It Benefits and How It Works**
<https://www.investopedia.com/terms/c/carriedinterest.asp>
- 66 **M&A Escrows: What You Need to Know - SRS Acquiom**
<https://www.srsacquiom.com/our-insights/ma-escrow/>
- 67 68 69 70 **The role of warranties and indemnities in protecting a buyer**
<https://www.penningtonslaw.com/news-publications/latest-news/2023/buying-a-business-the-role-of-warranties-and-indemnities-in-protecting-a-buyer>
- 71 72 73 74 75 76 77 78 79 **What Is the Structure of a Private Equity Fund?**
<https://www.investopedia.com/articles/investing/093015/understanding-private-equity-funds-structure.asp>

80 What are loan covenants? | BDC.ca

<https://www.bdc.ca/en/articles-tools/entrepreneur-toolkit/templates-business-guides/glossary/covenants>

81 Banking and loan covenants guide - Moore Kingston Smith

<https://mooreks.co.uk/insights/banking-and-loan-covenants-guide/>

82 83 84 85 86 Understanding Mezzanine Debt and Key Intercreditor Issues | American Association of Private Lenders

<https://aaplonline.com/articles/operations/understanding-mezzanine-debt-and-key-intercreditor-issues/>

87 88 89 90 91 Non-Recourse Finance: Definition, Uses, Vs. Recourse Loan

<https://www.investopedia.com/terms/n/non-recoursefinance.asp>

92 Performance guarantee | Practical Law - Westlaw

[https://content.next.westlaw.com/practical-law/document/Ifd8166e7d95a11e8a5b3e3d9e23d7429/Performance-guarantee?viewType=FullText&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://content.next.westlaw.com/practical-law/document/Ifd8166e7d95a11e8a5b3e3d9e23d7429/Performance-guarantee?viewType=FullText&transitionType=Default&contextData=(sc.Default))

93 Performance Guarantee Agreement - Swiftbonds

<https://swiftbonds.com/performance-bond/performance-guarantee-agreement/>

94 Опцион вместо годового бонуса: как безопасно передать долю в ...

<https://www.garant.ru/ia/opinion/author/toplakalcyan/1661966/>

95 97 Глоссарий терминов корпоративных сделок - Buzko Krasnov

<https://www.buzko.legal/content-ru/glossariy-terminov-korporativnyh-sdelok>

96 ОСОБЕННОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ ОПЦИОННЫХ СОГЛАШЕНИЙ В ...

<https://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-primeneniya-optsiionnyh-soglasheniy-v-rossiyskom-prave>