

Анализ венчурной модели WISE: риск и доходность в современной России

Модель WISE и инвестиционное товарищество (ФЗ-335-ФЗ)

WISE (Venture Investment Structure) – это модель венчурного фонда, основанная на правовой форме **инвестиционного товарищества** согласно Федеральному закону №335-ФЗ от 28.11.2011 «Об инвестиционном товариществе». Инвестиционное товарищество представляет собой договор, фактически аналогичный западному **ограниченному партнерству (Limited Partnership)** ¹. Такая форма была специально создана для развития прямых и венчурных инвестиций в России ², внедрив лучшие мировые практики в российскую юрисдикцию ³.

Ключевые характеристики WISE/инвесттоварищества: Инвестиционное товарищество не является самостоятельным юрлицом – это договор между управляющим партнером (аналог ГП) и ограниченными партнерами (аналог LP) ⁴. Договор гибко регулирует взаимоотношения: размеры и типы взносов, механизмы *capital call*, распределение прибыли, создание инвестиционного комитета и порядок выхода участников ⁵. Управляющий товарищ ведет дела от имени всех и несет ответственность, тогда как вкладчики-товарищи (LP) рискнут только своим взносом ⁴ ⁶. Важное преимущество – сквозное налогообложение: сам договор не платит налог на прибыль, прибыль облагается только у партнеров (пропорционально их доле) ⁶. Кроме того, не требуется лицензия Центрального банка или длительная регистрация – договор удостоверяется нотариусом, а условия конфиденциальны ⁷ ⁸.

Ограничения и эволюция регулирования: Закон изначально ограничивал срок договора **15 годами**, и участие физлиц напрямую было запрещено (только через статус ИП или через юрлицо) ⁹. На 3 февраля 2023 года в России заключено лишь около *140 договоров* инвесттовариществ ¹⁰ – форма оказалась нишевой. В 2023–2024 гг. регулирующие органы инициировали реформу: предлагается снять ограничение 15-летнего срока ¹¹, разрешить управляющему партнеру вести несколько товариществ сразу ¹¹, а также расширить спектр инвестиций (в том числе в иностранные компании и инструменты) ¹². Эти изменения направлены на повышение привлекательности модели WISE как для российских, так и для зарубежных инвесторов.

Выводы для инвесторов (WISE / инвесттоварищество): Инвестиционное товарищество (WISE) сочетает преимущества классического LP/GP-фонда – гибкость договора, пассивное участие инвесторов и налоговую прозрачность – с российской правовой базой. Для **частных инвесторов** это означает возможность участвовать в венчурном фонде на российских условиях, однако пока только опосредованно (через компании или статусы ИП). **Институциональные инвесторы** (фонды, корпорации развития) получают знакомую модель с ограниченной ответственностью, но должны учитывать новизну инструмента и ограниченную практику применения (что отражается в малом числе таких фондов). **Корпоративные инвесторы** могут использовать WISE для создания совместных фондов с партнёрами, получая контроль через позицию управляющего товарища; при этом высокая гибкость договора позволяет настроить структуру под стратегические цели корпорации, избежав строгого регулирования публичных форм.

Горизонты инвестирования: 5, 10, 15 и 20 лет

Венчурные инвестиции – долгосрочный вид вложений, поэтому оценка риска и доходности зависит от инвестиционного горизонта. Рассмотрим периоды **5, 10, 15 и 20 лет** и их влияние на модель WISE в условиях современной российской экономики.

Горизонт 5 лет

Пятилетний горизонт – это минимальный срок, на котором венчурные проекты только начинают реализовывать свой потенциал. За 5 лет типичный венчурный фонд (сроком жизни ~10 лет) обычно делает начальные вложения и наблюдает первые *экзиты* небольшого масштаба. В российских условиях за последние 5 лет (2020–2024) ситуация была особенно турбулентной: рынок пережил пандемию и санкционный шок. Например, объем венчурных сделок в РФ в 2020 г. составил ~\$703 млн (на 19% меньше 2019) ¹³, а в 2022–2023 гг. сократился практически в 10 раз ¹⁴. За 4 кв. 2024 г. суммарно было заключено всего **34 сделки** на \$26,4 млн ¹⁵ ¹⁶ – средний чек очень невелик. Для горизонта 5 лет это означает **высокий риск недополучить доходность**: велика вероятность, что стартапы еще не достигнут стадии крупной продажи или IPO. В России краткосрочные перспективы осложнены макроусловиями – ростом ставки (ключевая ставка ЦБ > 15%), оттоком капитала и низкой ликвидностью. Даже перспективные проекты могут столкнуться с отсутствием покупателей: напр. частная космическая компания **SR Space** привлекла лишь 1,5% от желаемого объема на pre-IPO раунде, что в компании объяснили ростом ставки и отсутствием интереса крупных институционалов к рискованным активам ¹⁷. **Вывод:** на 5-летнем горизонте риск очень высок, а **доходность** скорее всего проявится ниже ожидаемой – инвестору стоит готовиться к тому, что за этот срок венчурный портфель может не успеть раскрыться и потребуются продление участия.

Горизонт 10 лет

Десятилетний горизонт – стандартный жизненный цикл венчурного фонда. Мировая практика показывает, что именно за ~10 лет фонд реализует основные выходы. Ожидаемая доходность венчурных инвестиций обычно **25–30% годовых** на таком горизонте, чтобы оправдать риск ¹⁸ ¹⁹. Лучшие фонды достигают 3х и более на вложенный капитал за десятилетие ²⁰. В России 10 лет – срок, за который может существенно измениться экономическая конъюнктура. Например, **2013–2023:** за это десятилетие венчурный рынок сначала рос (появлялись новые фонды при поддержке РВК, сделки с участием зарубежного капитала), а затем пережил резкий спад к 2022–23 гг. Тем не менее, на горизонте 10 лет у фонда WISE есть шанс дождаться **нескольких успешных экзитов**. Некоторые российские технологические компании достигали оценок >\$1 млрд (Yandex, Ozon, Avito и др.), хотя зачастую их успех реализован через IPO/продажи за рубежом ²¹ ²². **Доходность** российских венчурных фондов сильно варьирует: топовые случаи могли принести инвесторам кратный возврат, тогда как средние – едва отбить вложения. 10-летний горизонт в текущих условиях можно считать необходимым минимумом, чтобы портфель WISE реализовал хотя бы часть изначальных высокорискованных ставок. **Риск** за десятилетие сглаживается диверсификацией по проектам и возможными циклами экономики, однако остается значительным – особенно системные риски России (санкции, ограничение рынков сбыта) могут сдерживать потенциальную доходность даже к концу периода.

Горизонт 15 лет

Пятнадцатилетний горизонт – расширенный срок, раньше бывший максимальным по закону для инвестовариществ ²³. За 15 лет стартапы либо вырастают в зрелый бизнес, либо прекращают существование. Для фонда WISE такой горизонт позволяет переждать

неблагоприятные фазы рынка и попытаться реализовать *поздние выходы*. Например, если в ближайшие 5–7 лет международные IPO для российских проектов недоступны, то за 15 лет возможно наступление окна возможностей (например, смягчение геополитической обстановки к концу 2030-х или развитие альтернативных азиатских рынков капитала). С другой стороны, **15 лет – очень долгий период с точки зрения политических и экономических рисков**. Инвесторы должны учитывать вероятность кардинальных изменений в правилах (налоги, ограничения на валютные операции и пр.) и даже смены технологических эпох. В венчурном портфеле через 15 лет может сильно измениться состав: часть компаний будет продана стратегам, часть – трансформируется или сменит юрисдикцию. Российским институциональным инвесторам (напр., пенсионным фондам), которым регулятор недавно разрешил небольшие вложения в венчур, 15-летний горизонт ближе к их натуре “длинных денег”²⁴. Однако **доходность** венчурных инвестиций, даже на 15 лет, не гарантирована – она по-прежнему зависит от нескольких “звездных” проектов. В мире топ-квартильные фонды за 15-летний период показывают ~15–20% годовых¹⁹, но в России средняя отдача может быть ниже ввиду ограничения роста компаний (невозможность масштабироваться глобально). **Вывод:** 15 лет повышают шансы на успех отдельных вложений и позволяют пересидеть кризисы, но требуют от инвесторов повышенной терпимости к неопределенности и заморозке капитала.

Горизонт 20 лет

Двадцатилетний горизонт – экстрадлинный срок, выходящий за рамки одного венчурного цикла. По сути, это **два поколения стартапов**. За 20 лет можно последовательно инвестировать в несколько волн технологий. Например, инвестор, начавший в 2005 году, видел зарождение социальных сетей, мобильных приложений, затем AI и т.д., и к 2025 году мог зафиксировать несколько технологических циклов. В контексте российского рынка 20 лет – это почти вся история современного венчура (с начала 2000-х). За этот период РФ пережила *несколько кризисов* (2008, 2014, 2020, 2022) и изменения в инвестклимате. **Риск на 20-летнем горизонте** приобретает стратегический характер: самые острые циклические колебания сглаживаются, но *системные риски* (см. ниже) возрастают по влиянию. Например, политическая изоляция или структурные проблемы экономики могут как решиться, так и усугубиться за два десятилетия. Для модели WISE столь долгий горизонт потребует особых условий договора – гибкости в реинвестировании средств, перезапуска фондов или ротации управляющих. Институциональные инвесторы типа государственных фондов развития могут мыслить 20-летними категориями, ставя целью выращивание целых отраслей. **Доходность** за 20 лет теоретически может быть очень высокой – при удачном стечении обстоятельств портфель мог бы пережить “уникорна” и дожидаться IPO на открывшемся рынке. Например, мировые данные показывают, что *топ 50% венчурных фондов за 20 лет в среднем опережали индекс S&P 500 в разы* (за 20-летний период глобальный VC топ-50% дал ~76% годовых против ~6% по S&P)²⁵ ²⁶ – но эти цифры во многом отражают успехи американских фондов в эпоху технологического бума. В российской реальности ожидать такого нельзя, однако 20 лет дают надежду на **экстраординарные результаты** в случае радикального улучшения внешних условий (например, снятия санкций или интеграции в новые международные рынки). **Вывод:** горизонт 20 лет приемлем лишь для игроков с очень долгим планированием – государства, крупных корпораций. Для частных инвесторов это практически несовместимо с горизонтом их личных финансовых целей. Риск неопределенности огромен, но и потенциальная награда может быть максимальной при крайне редком благоприятном исходе.

Краткие выводы (горизонты и окупаемость):

- **5 лет:** Высокий риск *не успеть получить значимый доход*. Рекомендовано как промежуточный этап – **частные инвесторы-ангелы** могут пробовать ранние выходы

(продажа доли более крупным фондам), но институционалам и корпорациям такой срок слишком мал для стратегической отдачи.

- **10 лет:** Базовый горизонт венчурного фонда. **Институциональные LP** обычно ориентируются на 8–10 лет для оценки успеха. В России за 10 лет можно ожидать 1–2 крупные сделки при удачном стечении обстоятельств. **Корпорации** могут за 10 лет проверить гипотезы и интегрировать технологии, **частные инвесторы** – рассчитывать на мультипликацию капитала (хотя бы 2–3х).
- **15 лет:** Повышает вероятность выхода на окупаемость и прибыль. **Пенсионные и государственные фонды** могут рассматривать 15 лет как приемлемый срок ради развития отраслей. **Частникам** столь долгий горизонт сложен (слишком долго заморожены средства), **корпорациям** – допустим, если венчур рассматривается как стратегический инкубатор.
- **20 лет:** Экстремально длинный срок. **Государство и крупные корпорации** могут планировать в таких масштабах (например, развитие национальной технологической экосистемы). **Институциональные частные LP** (фонды фондов, семьи) редко идут на 20 лет без опции выхода, разве что с возможностью вторичного рынка долей. **Для частных инвесторов** 20 лет – практически недостижимый горизонт (слишком много может измениться в жизни и экономике).

Категории участников: институциональные, частные и корпоративные инвесторы

При анализе модели WISE важно учесть интересы **разных категорий инвесторов:** институциональных, частных и корпоративных. У каждой группы свой профиль риска и ожиданий доходности, и венчурная структура WISE влияет на них по-разному.

Институциональные инвесторы

Институциональные инвесторы – это организации, управляющие крупными капиталами: **фонды (пенсионные, благотворительные, фонды богатства)**, страховые компании, банки, госинституты (например, РФПИ, РВК) и крупные **VC/PE-фонды**. Для них характерны строгие регуляторные ограничения, высокая ответственность перед бенефициарами и обычно консервативный подход к риску. В контексте венчура институционалы требуют высокой премии за риск: им нужны убедительные данные, что вложения могут принести существенно больше, чем публичный рынок, иначе венчур не оправдан ¹⁸. Например, **топ-квартильные венчурные фонды** дают 15–27% годовых, что ощутимо выше S&P 500 (~10%) ¹⁹, – именно на такую сверхдоходность и нацелены институционалы, входя в VC.

В современной России до недавнего времени участие институциональных инвесторов (особенно пенсионных фондов, НПФ) в венчуре было ограничено законодательством. Однако в 2023 году произошел перелом: НПФ разрешили направлять небольшую долю активов в венчурные фонды через закрытые паевые фонды или иные структуры ²⁴. Для таких инвесторов модель WISE может стать подходящим инструментом, если она адаптирована под их требования. **Преимущества WISE для институционалов:** гибкость условий позволяет прописать права крупного LP (вето на определенные решения, регулярный отчет по МСФО, механизм выхода), налоговая прозрачность исключает двойное налогообложение, а отсутствие лицензии снижает бюрократию. **Риски/ограничения:** Инвестоварищество – новая форма, и некоторые комплаенс-отделы могут

настороженно относиться к отсутствию привычного контроля со стороны ЦБ (как в случае с ПИФ). Также, **политические риски** и санкции влияют на институционалов сильнее: международные организации (IFC, EBRD и т.п.) сейчас не могут быть LP в российских фондах из-за санкций. Внутренние же институционалы (например, госбанки) стали осторожнее: «80% *прежних инвесторов ушло из России*» к 2023 году ²⁷, оставив рынок венчура без привычных зарубежных фондов. Это вынуждает оставшихся игроков переходить на более **консервативные модели** – многие ориентируются на инвестиции с быстрой отдачей (дивидендные, инфраструктурные), чем на классический венчур ^{14 28}. Тем не менее, некоторые госструктуры (Минэкономразвития, институты развития) поддерживают адаптацию WISE под институционалов – например, обсуждается введение реестра договоров и снятие ограничений по сроку и числу партнерств ²⁹, что повысит доверие.

Резюме (институционалы): Эта категория склонна входить в венчур только при **балансе риск-доходность** не хуже, чем в зарубежных альтернативах. В модели WISE их интерес будет, если: (а) есть **гарантии защиты прав** (прозрачная структура договора, возможность арбитража споров), (b) **доходность** обоснована данными (например, историей успехов команд-управляющих или господдержкой), (с) **риски системные** минимизируются (например, фонд инвестирует в проекты, не попадающие под санкции, или имеет страховочные механизмы). В идеале институционалы хотели бы видеть в WISE мост к глобальному рынку – например, участие иностранного соинвестора или опцию выхода на международную биржу, о чем ниже.

Частные инвесторы (ангелы и HNWI)

Частные инвесторы включают **бизнес-ангелов**, предпринимателей, высокообеспеченных лиц (*High Net Worth Individuals*) и в последнее время – даже розничных инвесторов через краудинвестинговые платформы. Их мотивация – более агрессивный поиск доходности и участие в новых идеях. Частные инвесторы готовы мириться с высоким риском ради потенциально очень высокой отдачи (они мечтают попасть в «новый Google» на ранней стадии). Так, в США отдельные **ангелы** часто получают сотни иксов на удачных сделках. Пример – ранние инвесторы **Airbnb** или **Uber** получили огромную прибыль на IPO. Однако статистически шансы малы: даже у акселератора Y Combinator ~4% стартапов стали «единорогами» (>\$1 млрд) ³⁰, а среди обычных посевных стартапов – лишь ~2,5%. То есть *примерно 1 из 40* может выстрелить до \$1 млрд, остальные либо закроются, либо принесут скромный доход.

Для частных инвесторов российская венчурная сцена – сложное поле. С одной стороны, порог входа снизился: появились **крауд-платформы** (типа StartTrack, brainbox.VC), через которые сотни мелких инвесторов скидываются на долю в стартапе (пример – платформа brainbox.VC привлекла 643 частных инвестора на сумму \$168 тыс. для стартапа Flip ^{31 32}). Также активизировались клубы ангелов и family offices на местном рынке. Но с другой стороны, **дефицит “выходов”** отпугивает состоятельных людей: много кейсов, когда вложения 2010-х в российские стартапы до сих пор нереализованы из-за отсутствия покупателей и закрытых рынков. Многие частные инвесторы предпочитают инвестировать в проекты, сразу ориентированные на глобальный рынок (и часто зарегистрированные за рубежом).

Модель WISE для частных инвесторов может быть привлекательна как способ **объединиться для диверсификации**. Ангелы могут складываться в инвестиционное товарищество, чтобы сформировать портфель из нескольких стартапов, снизив риск одиночной неудачи. Преимущество – отсутствие двойного налога при выходе (в отличие от совместной инвестиции через ООО). Однако сейчас прямого участия физлица в инвесттовариществе закон не предусматривает ⁹ – нужно выступать через статус ИП или компанию. Это *барьер* для небольших частных инвестиций. Поэтому ангелы продолжают действовать либо напрямую

(покупая небольшие доли в ООО стартапов), либо через зарубежные инструменты (SAFE, конвертируемые ноты на уровне иностранной юрисдикции стартапа).

Доходность и стратегия частных инвесторов: Частные инвесторы часто нацелены на **более короткий горизонт**, чем институционалы – им предпочтительно увидеть существенный рост в 3–5 лет, чтобы либо продать долю следующему инвестору, либо вывести часть прибыли. В условиях РФ они начали приспосабливаться: появился тренд на инвестиции с *фиксированным доходом* (например, займы стартапам под процент с опционом на конверсию, то есть комбинация венчура и долгового инструмента). Это снижает потенциал дохода, но дает хоть какую-то гарантию возврата. Тем не менее, по-прежнему есть и классические ангелы, готовые полностью рискнуть капиталом. Их расчет – что оценка стартапа может вырасти в десятки раз при удачном стечении обстоятельств. Исторических данных по среднему ROI российских ангелов мало (рынок непрозрачный), но видно, что *единичные* удачные кейсы были: например, фонд-акселератор ФРИИ (финансируемый государством, но управляемый как ангельский пул) утверждал о **доходности своего портфеля ~15% годовых** до 2022 года, хотя без «уникорнов». После 2022 многие проекты ФРИИ либо закрылись, либо стагнируют.

Резюме (частные инвесторы): Для этой группы WISE интересен как способ **соинвестирования** (прийти небольшим чеком в более крупный фонд). Частники более лояльны к риску, но их критичный фактор – **ликвидность**. Если WISE-фонд предусматривает механизмы частичного выхода (к примеру, продажу доли другому участнику или внешнему инвестору, что возможно по договору при согласии участников), это добавит привлекательности. В современных условиях частники двигаются в сторону *умеренного венчура*: меньшие суммы на большее число стартапов, иногда через полуконвертируемые инструменты (SAFE) или через участие в гос-программах (гранты с софинансированием). Они будут довольны и средней доходностью (например, удвоить капитал за 5–7 лет), если риск не реализуется полной потерей. А потенциал сверхдохода рассматривают как лотерейный билет, который, учитывая экосистему, скорее всего «не выиграет» – в России по состоянию на 2023 год *нет ни одного частного стартапа-единорога моложе 10 лет* ²², то есть шанс на мега-выигрыш крайне мал.

Корпоративные инвесторы

Корпоративные инвесторы – это **компании**, инвестирующие в стартапы либо для финансовой отдачи, либо (чаще) ради стратегических целей. Сюда относятся **корпоративные венчурные фонды (CVC)**, подразделения развития новых бизнесов при корпорациях, а также промышленные и ИТ-компании, приобретающие доли в технологических стартапах для дальнейшей интеграции. В России до 2022 года корпоративный венчур набирал популярность: такие гиганты, как Сбер, МТС, Mail.ru Group (VK) создавали свои венчурные подразделения. Корпорации часто рассматривали венчур как способ не отстать от инноваций и получить долю в потенциально важных технологиях.

Риск-профиль корпораций отличается: им важнее **стратегический результат**, чем максимизация финансового ROI. Например, промышленный холдинг, инвестируя в стартап по новой энергии, смотрит на синергию с основным бизнесом и опцию полного поглощения. Доходность в денежном выражении может быть вторична – главное, чтобы технология дала конкурентное преимущество. Однако финансовый аспект тоже играет роль: корпоративные фонды обычно имеют KPI по кратности вложений (хотя бы >1x через несколько лет, чтобы не было убытка).

Для корпоративных инвесторов модель WISE может выступать как **гибкая платформа** совместных инвестиций. Например, несколько корпораций и банк могут заключить договор

инвестоварищества, чтобы вместе финансировать стартапы в своей отрасли, делясь рисками. Управляющим товарищем может быть либо одна из корпораций, либо приглашенная управляющая компания. Это удобно: нет отдельного АО со сложной структурой, и каждый участник может прописать права в договоре. **Альтернатива – ООО/АО фонд:** некоторые корпорации просто учреждают дочернее ООО и финансируют через него стартапы (так делал, например, Сбербанк с несколькими своими проектами). Но у ООО есть недостатки (недостаточная гибкость в привлечении внешних соинвесторов, налогообложение).

Корпорации и горизонты: Обычно бизнес-план корпорации рассчитывается на 3–5 лет вперед, поэтому **венчурный горизонт 7+ лет** для них – испытание терпения. На практике корпоративные фонды склонны делать *ранние экзиты*, если не видят развития – могут продать долю обратно стартапу или другим акционерам, либо вовсе закрыть программу. Тем не менее, некоторые стратегические инвестиции выдерживались и дольше: к примеру, «Ростелеком» и «Росатом» поддерживали отдельные стартапы годами из соображений нацбезопасности/импортозамещения, несмотря на отсутствие коммерческой отдачи.

Системные риски для корпораций: Политическая конъюнктура играет двоякую роль. Крупные российские корпорации зачастую сами являются госструктурами или аффилированными с государством, поэтому **политические риски (санкции)** для них особенно актуальны. Многие западные CVC в 2022 году заморозили или прекратили деятельность в РФ. Российские корпорации, с другой стороны, получают от государства установки инвестировать в технологическое предпринимательство (пример – программы «Национальной технологической инициативы»). Это своего рода *административный драйвер*: даже если чисто рыночные перспективы неочевидны, корпорации вкладывают средства, выполняя стратегические указания. Так, в 2023 правительство запустило несколько **отраслевых фондов** (например, в промышленном софтвере, ИИ) при госкомпаниях. Их доходность пока неизвестна, но их цель – скорее **создать локальные аналоги** зарубежных решений, чем достичь рыночной оценки в \$1 млрд.

Резюме (корпоративные инвесторы): Для корпораций венчурные инвестиции – инструмент стратегического развития. Модель WISE позволяет им быть **гибкими**: можно инвестировать совместно с другими игроками, не беря всю нагрузку на себя, и одновременно избежать излишнего регулирования. **Доходность** для них проявляется не только в виде финансовой прибыли, но и через **рост собственного бизнеса** (новые продукты, рынки). Поэтому **risk-reward** баланс оценивается иначе: если стартап не принес денег, но сэкономил корпорации время на разработку технологии – это уже *reward*. Тем не менее, корпоративный венчур требует дисциплины. WISE-договор может зафиксировать метрики успеха проекта, сроки принятия решения о выкупе стартапа корпорацией или продаже доли. Корпорации выигрывают от венчура при условии, что интегрируют процессы – иначе инвестиции рискуют оказаться несистемными расходами. В современных условиях, когда доступ к западным технологиям ограничен, **роль корпоративных инвесторов возрастает**: они стали одним из немногих источников «умных денег» для российских стартапов (доля иностранных VC упала до минимума). Таким образом, **корпорации** в модели WISE получают управляемый риск (они сами участники рынка, понимают свою отрасль) и вознаграждение в виде инноваций, которые трудно оценить простым ROI.

Краткие выводы (по типам инвесторов):

- **Институциональные:** Консервативны, требуют доказанной высокой доходности. WISE для них привлекателен гибкостью, но нужен трек-рекорд и снижение регуляторных барьеров. В текущей ситуации российские институционалы участвуют в венчуре ограниченно,

фокусируясь на длительном развитии отраслей, и ожидают скорее *умеренной доходности (10–15%)* с потенциалом роста при улучшении обстановки.

- **Частные:** Агрессивнее идут на риск, готовы к потере капитала ради шанса на сверхприбыль. Однако из-за малой ликвидности рынка они стали осторожнее – диверсифицируют через клубы и платформы, иногда предпочитают *конвертируемые займы* вместо чистого капитала. Для них WISE – способ коллективно инвестировать, но прямых механизмов участия физлиц пока нет. Их цель – хотя бы **удвоить/утроить** вложения за несколько лет или найти «юнит-экономику счастья» в виде экзита как у западных единорогов (шанс очень низок).
- **Корпоративные:** Рассматривают венчур как стратегию развития. Готовы терпеть низкий финансовый ROI, если получают технологический эффект. Risk-reward для них измеряется не только финансами, но и **ценностью для основного бизнеса**. Модель WISE позволяет им делить риск с партнерами; они склонны требовать опций выкупа стартапа. Их вознаграждение – новые продукты и рынки; риск – потратить ресурсы впустую. В современной РФ корпорации – ключевые драйверы венчура (особенно госкомпаний), балансируя между указами государства и рыночной логикой.

Сравнение WISE с альтернативными формами фондов

Модель WISE (инвестиционное товарищество) конкурирует или сочетается с другими организационно-правовыми формами венчурного инвестирования. Рассмотрим основные **альтернативы** и их особенности:

- **Закрытый паевой инвестиционный фонд (ЗПИФ)** – традиционная структура коллективных инвестиций в РФ, применяемая и для венчурных фондов. Управляется лицензированной управляющей компанией, активы хранятся у спецдепозитария, пайщики получают паи. Преимущество: высокий уровень контроля и привычность для регулятора. НПФ и банки охотнее вкладываются через ЗПИФ, т.к. деятельность фонда поднадзорна Банку России. Недостатки: громоздкость и негибкость. *Регулирование сильно ограничивает операции* – например, состав активов, оценку, требуется регламент и доверительное управление. Для небольших венчурных проектов ЗПИФ **непрактичен**: лицензирование и издержки делают его дорогим ³³. Кроме того, изменения стратегий фонда трудно вносить «на лету» – паевой фонд менее гибок, чем договор товарищества.
- **Простое товарищество / договор о совместной деятельности (аналоги «товарищества на вере»)** – исторически применялись до появления инвесттоварищества. Однако простой договор не дает тех возможностей, что WISE: там нет разделения на ГП/ЛР, все участники равноправны и отвечают по обязательствам солидарно. В результате использовать простое товарищество для венчура рискованно (инвестор-ангел мог бы оказаться ответственен по долгам проекта всем своим имуществом). Именно эти **жесткие нормы и отсутствие налоговой прозрачности** сделали простое товарищество непопулярным для инвестиций ³⁴.
- **Хозяйственное общество (ООО или АО)** – ряд венчурных фондов оформлялись как обычные компании. Например, команда могла создать ООО, куда несколько инвесторов вкладывают деньги в обмен на доли, а ООО уже инвестирует в стартапы как корпоративный фонд. Преимущество: простота создания (любое ООО регистрируется за 3 дня), знакомая правовая форма, возможность включать физлиц напрямую. Однако **налоги**

взимаются дважды – прибыль от продажи стартапа облагается налогом на прибыль у ООО, а затем дивиденды – налогом у участников ³⁵ (если не применять специальные льготы, которые сложны). Кроме того, ООО не позволяет гибко распределять прибыль несоразмерно долям или иметь разные классы участников без сложных акционерных соглашений. В отношении венчурного управления – нет механизма *carry* (вознаграждения за успех) кроме как выплат бонуса или выдачи доли менеджеру. То есть для классической схемы “2 и 20” (2% комиссия, 20% прибыль – стандарт VC) ООО/АО неудобно. В итоге ООО/АО годятся для **корпоративных фондов одного инвестора** или *partnerskih* историй с очень узким кругом, но плохо масштабируются под полноценный фонд с десятками LP.

- **Западная LP/GP структура** – имеется в виду создание фонда в зарубежной юрисдикции, обычно в форме Limited Partnership (LP) с General Partner управляющим. До 2022 года это был стандарт для привлечения иностранных денег: почти все крупные фонды с участием западных LP создавались либо в **Делавэре (США)**, либо в Европе (Люксембург, Кипр), либо офшорах (Кайманы). По сути, закон об инвестовариществе 2011 г. и стремился дать аналог внутри РФ, чтобы держать деньги в стране ³⁶. Зарубежная модель дает проверенную судебную систему, **привычные условия для иностранцев**, возможность применять англосаксонское право (например, в договоре LP можно прописать *clawback*, *vesting* и прочие механизмы, которые в российском праве не были очевидны в 2011 г.). Сегодня, ввиду санкций, **создание фонда за рубежом с российским фокусом затруднено**: иностранные банки и администраторы отказываются работать с российскими управляющими или активами. Тем не менее, ряд фондов эмигрировали: например, некоторые VC с российскими корнями перерегистрировались в ОАЭ или Казахстане, чтобы иметь нейтральную зону. С точки зрения risk-reward для LP, западная структура надежнее (правовая защита, отсутствие валютных ограничений), но для инвестиций в *российские стартапы* она несет другие риски – например, возможность считать инвестицию «иностранной» с точки зрения РФ, что потенциально проблемно для стратегических отраслей.

- **SAFE/конвертируемые инструменты** – это не фонд, а способ инвестирования. Однако их упоминают как альтернативу фондам, потому что некоторые инвесторы предпочитают **входить напрямую в стартап через конвертируемый заем или SAFE**, вместо того чтобы класть деньги в фонд. **SAFE (Simple Agreement for Future Equity)** – распространенный в Кремниевой долине договор, по которому инвестор дает компании деньги сейчас, а взамен при следующем раунде получает акции по оговоренной оценке (или скидке). Конвертируемый заем – близкий по смыслу: это заем, который может быть погашен акциями. Они популярны у **акселераторов и ангелов** (Y Combinator выдает SAFE на \$150k каждому стартапу). Преимущества: скорость и простота сделки, нет необходимости сразу оценивать компанию, а также в случае неудачи – в случае займа есть приоритет при ликвидации как у кредитора. Недостатки: инвестор не имеет прав до конверсии (не влияет на управление), а в российской практике SAFE не закреплён – приходится оформлять через договор займа + опцион, что юридически сложно. Фактически SAFE – это инструмент *ранней стадии*, который **дополняет** венчурные фонды. Например, тот же фонд WISE может решать: инвестировать ли ему в стартап напрямую долей или через конвертируемый займ (в РФ многие предпочитают займы, чтобы если проект не взлетит – списать долг). В контексте risk-reward SAFE снижает риск полной потери капитала (в случае займа может хоть часть вернуть), но и потолок доходности чуток режет (часто SAFE дают с потолком оценки). В России наблюдается **рост интереса к конвертируемым инструментам**: к 2024 году примерно четверть сделок ранней стадии идет через механизмы займа/SAFE, особенно когда сделку структурирует корпоративный инвестор или акселератор (им так проще оформить на балансе).

Ниже приведена **сравнительная таблица** ключевых характеристик модели WISE и альтернативных структур фондов:

Критерий	WISE (инвесттоварищество)	ЗПИФ (закрытый фонд)	ООО/АО фонд	Западный LP/GP
Правовая форма	Договор (без юр.лица)	Пайовый фонд (траст)	Хоз. общество (компания)	LP Partnership (товарищество)
Регулирование	Спец. закон №335-ФЗ; без лицензии ЦБ	Сильно регулируется ЦБ; нужна УК	Общий закон об ООО/АО; регистрация в ФНС	Юрисдикция фонда (США, ЕС); англосаксонское право
Участники-инвесторы	До 50 партнёров; только юр.лица и ИП (физлица косвенно) ⁹	Потенциально множество пайщиков (как правило квалифицированных)	1–50 участников (ООО ≤50) – могут быть физлица	До нескольких сотен LP (зависит от закона юрисдикции)
Срок жизни	Гибко, по договору (ранее ≤15 лет) ¹¹	Обычно фиксируется 7–10 лет (с возможностью пролонгации)	Бессрочно, но возможно ограничить уставом	Фиксируется в LP Agreement (чаще 10–12 лет + продление)
Налогообложение	Сквозное: прибыль облагается только у участников ⁶	Сквозное: налог на прибыль не платит, доход облагается у пайщика при выплате	Двойное: налог на прибыль общества + налог на дивиденды участникам ³⁵	Сквозное (в классич. LP в офшоре/Делавэре фонд не платит налог)
Гибкость управления	Очень высокая – договором можно предусмотреть практически любые условия (распределение прибыли, выход, комитеты) ⁵	Невысокая – деятельность по правилам доверительного управления, отклонения ограничены нормативами	Низкая – все регулируется законом об ООО/АО, нестандартные условия через соглашения акционеров	Высокая – LP Agreement по англ.праву свободно устанавливает права/обязательства
Плюсы	Нет лицензии, конфиденциальность, гибкость, пассивные инвесторы ограничены в ответственности ⁶	Прозрачность и контроль, привычный инструмент для больших денег, возможен широк. круг инвесторов	Простота создания, знакомая форма, можно включать физлиц напрямую	Международное признание, защита прав в устойчивых правовых системах, легче привлечь иностранный капитал

Критерий	WISE (инвесттоварищество)	ЗПИФ (закрытый фонд)	ООО/АО фонд	Западный LP/GP
Минусы	Мало распространён (инвесторы менее знакомы); требует нотариального оформления; физлица прямо не могут участвовать; возможны неудобства (ранее срок ≤15 лет, одно лицо не могло быть ГП в неск. товариществах – эти огр. планируются к снятию) ³⁷	Дорого и долго запускать (лицензии, оформление); неподходит для маленьких фондов; низкая гибкость менять стратегию; требует квалиф. инвесторов; отчётность публична	Двойное налогообложение; трудно выходить участникам (продажа доли ООО затруднительна); нет механизмов вознаграждения управленцев (carry); корпоративные процедуры медленные	Дорого администрировать (юристы, администраторы фонда); в текущих условиях – санкционные и валютные риски при инвестировании РФ; иностранные LP могут избегать «российского направления»
Примеры использования	Венчурные фонды РФ новой волны (совместные фонды РВК с частными управляющими, региональные IT-фонды по модели инвесттовариществ)	Фонды при банках и НПФ (например, ЗПИФ «ВТБ – Венчурный фонд» для пенсионных накоплений); фонды недвижимости и прямых инвестиций	Корпоративные венчурные подразделения (Сбербанк Digital Ventures как ООО, и т.п.); небольшие клубы инвесторов, где 3–5 партнёров создают ООО	Большинство глобальных VC-фондов: Sequoia, Andreessen Horowitz, DST Global и др. привлекают LP через офшор/ Delaware; фонды российскими основателями, нацеленные на глобальные стартапы (Runa Capital – изначально Кипр, Люксембург, DST BVI и др.)

Выводы (WISE vs альтернативы): Модель WISE выгодно отличается **гибкостью и налоговой эффективностью** от громоздкого ЗПИФ и простого ООО. Она ближе всего к международному LP/GP и задумана как его замена внутри страны. Важное преимущество – отсутствие двойного налога и свобода договоренностей – делает WISE оптимальной формой для частных и корпоративных фондов, желающих минимизировать издержки и бюрократию. Однако **на практике** WISE пока не стал массовым: многие инвесторы консервативно выбирают привычные формы (ЗПИФ для крупных денег, ООО для мелких), а иностранцы вообще предпочитают офшоры. Это связано с тем, что инфраструктура (компетенции юристов, понимание рынка) еще формируется. **Risk-reward сравнение:** Альтернативные формы не столько влияют на сами риски стартапов (они объективно высоки), сколько на *юридические и операционные риски* для инвесторов. ЗПИФ снижает операционный риск (госконтроль), но повышает издержки и уменьшает потенциальную доходность из-за расходов. ООО проще, но налоговый и корпоративный риск (споры между участниками, налоги) выше, что может съесть прибыль. Западная структура идеальна с точки зрения защиты прав и привлечения капитала, но сейчас

несет риск неприменимости (санкции, запреты). SAFE и конвертируемые ноты – удобны для стартапов, но для инвестора риск *недополучить долю* или столкнуться с юридической неясностью. **Таким образом, WISE стремится объединить достоинства:** снизить издержки, дать юридическую прозрачность и при этом оставить максимальную гибкость партнёрам. В условиях современной РФ, вероятно, мы увидим **комбинированные схемы** – например, инвестиционная платформа (в рамках закона о краудинвестинге) собирает средства многих частных лиц, затем эта платформа заходит как один из товарищей в WISE-фонд вместе с корпорацией и госфондом. Подобные гибриды могут обеспечить и массовость привлечения капитала, и профессиональное управление.

Системные риски: политические, юридические, экономические, валютные, санкционные

Венчурная модель WISE в России сталкивается не только с обычными стартап-рисками, но и с масштабными **системными рисками** среды. Рассмотрим каждую категорию и ее влияние на соотношение риск/доходность.

- **Политические риски:** Российская политическая система подвержена резким изменениям регуляторного курса и внешнеполитическим конфликтам. Для венчурного инвестора это означает риск **непредсказуемых правил игры**. Пример – введение санкций и контрсанкций после 2022 года, коренным образом изменившее доступ к зарубежному капиталу и технологиям. Политическая нестабильность может привести к ужесточению контроля над капиталом, запрету на вывод средств иностранным инвесторам, национализации отдельных отраслей. Такие события напрямую влияют на exit-стратегию: даже если стартап успешен, политический климат может закрыть ему дорогу к IPO на Западе или к продаже глобальному игроку. Внутренняя политика тоже важна: госпрограммы поддержки (напр., ИИ, импортозамещение) могут создавать *рыночные искажения*, когда деньги идут не самым эффективным командам, а “нужным”. Это снижает общую результативность венчурного портфеля. С другой стороны, политическая воля может и помогать: активное участие государства (через РВК, Фонд Сколково и пр.) снизило часть рисков для локальных фондов, предоставив соинвестиции и гарантии. В любом случае, для инвестора в РФ политический риск – один из самых существенных. Доходность венчура здесь должна включать премию за страновой риск. Если, например, в США LP соглашаются на 20% IRR, то в РФ логично требовать условно 30%+, чтобы компенсировать возможность неблагоприятного политического сценария.

- **Юридические риски:** Несмотря на улучшение законодательства (появление инвестовариществ, защита прав миноритариев частично), российская правовая система еще далека от англосаксонской гибкости. **Суды могут непоследовательно трактовать** сложные инвестиционные договоры. Принуждение к исполнению условий SHA (shareholders agreement) или опционов в российских судах – зона неопределенности. Кроме того, законодательство может внезапно меняться. Пример: законопроекты о запрете иностранного владения IT-компаниями или о приоритете прав российских юрлиц – их периодически обсуждают. Для венчурной модели риск состоит в том, что **инвестконтракт может быть оспорен или признан недействительным** по формальным причинам. Также специфичный риск инвестоварищества – необходимость нотариального заверения и отсутствие публичного реестра (хотя его хотят ввести ³⁸). Пока договор не виден рынку, контрагенты могут с подозрением относиться: «контрагенты товариществ хотят уменьшить риски, требуя прямого участия физлиц со стороны товариществ», отмечают эксперты ³⁹. То есть некоторые сделки могут не

состояться, если контрагент не доверяет конструкции инвестоварищества и требует личной ответственности партнеров – а физлица-участники, как уже упомянуто, сейчас исключены законом, чтобы не подвергать их таким рискам. Всё это юридические тонкости, но они влияют на риск. **Доходность** венчура может пострадать, если, скажем, при выходе возникнут судебные споры между партнерами или с основателями стартапа – длительный процесс может заморозить экзит или “съесть” часть выигрыша на судебные издержки. В сравнении с западом, где процедура exit через слияние/IPO отточена и защищена, у нас *юридический риск сделки выше* – надо закладывать премию или избегать сложных структур.

- **Экономические риски:** Сюда относятся макроэкономическая ситуация – рост ВВП, инфляция, процентные ставки, общая конъюнктура. Российская экономика последние годы стагнировала, а санкции 2022 привели к рецессии и перестройке торговых потоков. Для венчурного рынка это означает **меньше денег на рискованные вложения** (бизнес ориентируется на выживание, а не на инновации). Кроме того, высокая ключевая ставка (например, 2023: 15–17%) делает **альтернативные вложения** привлекательными: инвестор может получить двузначные проценты в облигациях почти без риска, зачем ему венчур с туманными перспективами? Это так называемый *crowding-out* эффект – венчур оказывается вытеснен из портфелей. Также экономический риск – низкая покупательная способность рынка. Стартапы в РФ ограничены локальным спросом, который невелик (ВВП России ~1.7 трлн \$ против, скажем, 23 трлн \$ США, рынок в разы меньше). Значит, даже вырастая, компания может не достичь больших масштабов выручки, а оценки стартапов коррелируют с ожидаемыми денежными потоками. **Доходность** фондов в слабой экономике ниже, потому что “хиты” менее вероятны. Дополнительный фактор – отток талантов (он же частично экономический, частично политический). По оценкам, десятки тысяч IT-специалистов эмигрировали. Это **увеличивает риск провала проектов** из-за нехватки кадров, либо повышает издержки (зарплаты оставшихся инженеров растут, так как их мало). Система образования и наука также влияют на венчур косвенно: если экономические приоритеты смещаются, финансирование фундаментальных исследований падает – будущих технологических стартапов будет меньше. Институциональные инвесторы называют проблему: «*инновационным стартапам в России не хватает человеческих ресурсов и интеграции в мировые рынки*» – это следствие общесистемных экономических и социальных факторов ⁴⁰. **Итого**, экономический фон РФ повышает риски неуспеха стартапов и уменьшает потенциальный *reward* от них (даже успешные могут быть оценены дешево). Венчурные инвесторы должны либо акцептовать более низкую целевую доходность, либо сужать инвестиционные темы к тем, что не зависят от локального спроса (экспортные проекты, SaaS на глобальный рынок – но им мешают санкции, замкнутый круг).

- **Валютные риски:** Российский рубль исторически волатилен и склонен к девальвации. Для иностранного инвестора прямой валютный риск – вложив доллары, на выходе получить обесцененные рубли, если не будет возможности конвертации по выгодному курсу. Для российского фонда валютный риск проявляется если стартап ориентирован на внешний рынок или оперирует с импортными компонентами: колебания курса влияют на его финансовые показатели. Также валюта влияет на **оценку**. Традиционно стартапы оцениваются в USD. В 2022, когда рубль резко укрепился весной из-за контролируемого рынка, а затем ослаб к концу года, возникли парадоксы: локальные инвесторы и основатели могли по-разному смотреть на оценку в рублях vs в долларах. Применение **валютных оговорок** в сделках – доп. сложность для модели WISE. Нужно предусматривать, что если рубль упадет, инвестору может потребоваться защита (например, привязка стоимости доли к USD или к индексу). Но такие условия усложняют сделки, особенно с иностранцами. Отдельно стоит упомянуть **валютный контроль**: сейчас резиденты РФ

обязаны репатриировать валютную выручку, ограничены в переводах за границу. Это значит, что даже если фонд продаст стартап иностранному покупателю за валюту, он столкнется с требованиями конвертации в рубли или заморозки части средств на спецсчетах. Например, после 2022 года правило об обязательной продаже 80% валютной выручки сначала ввели, потом смягчили до 0%, но возможность реинтродукции остается. Такое регулирование снижает привлекательность получения дохода в валюте – часть *reward* может “сгореть” на курсовых разнице и ограничениях. **Для хеджирования** некоторые фонды стараются держать структуру через дружественные юрисдикции (Казахстан, Армения), но тогда возникают иные риски. В целом, **валютный риск** делает доходность венчура в РФ менее определенной. Инвесторы, оперирующие в рублях, фактически получают более низкий эквивалент в твердых валютах, если рубль падает. Например, инвестор заработал 30% годовых в рублях, но за то же время рубль девальвировался на 50% – в USD он потерял деньги. В истории России такие периоды бывали (1998, 2014, 2022). Таким образом, риск/доходность нужно оценивать с поправкой на ожидаемую динамику рубля. Сейчас многие делают ставку, что рубль будет слабеть (из-за сокращения экспортной выручки и т.д.), поэтому требуют от проектов либо привязки к валютной выручке, либо большей рублевой доходности.

- **Санкционные риски:** Выделим их отдельно, хотя они связаны и с политикой, и с экономикой, и с правом. **Международные санкции 2014–2023 гг.** затронули практически все аспекты: от ограничения инвестиций в определенные компании/сектора до отключения РФ от финансовых рынков. Для венчурного рынка санкции критичны тем, что *отсекают российских игроков от глобальной экосистемы*. Раньше типичная история успеха: стартап с российскими основателями привлекал американский VC и переезжал в Калифорнию – тогда и инвесторы (в т.ч. российские) зарабатывали на IPO. Сейчас американские (и европейские) VC избегают проектов с основателями-резидентами РФ. Многие российские фонды, в свою очередь, попали под санкции (например, РФПИ) или потеряли доступ к западным соинвестициям. **Иностранные LP** практически исчезли: по оценкам, 80% прежних ушли ²⁷. Это уменьшило емкость рынка – крупные раунды стали невозможны, если только их целиком не покроет государство или олигарх. Санкции также закрыли **рынки сбыта и биржи**: ни одна российская технологическая компания сейчас не может разместиться на NASDAQ или привлечь инвестиции от фондов из США публично. Более того, даже нероссийские компании опасаются покупать российские стартапы (репутационные риски, сложность комплаенса). В итоге **система экзитов резко сузилась**: либо внутрироссийское поглощение (чаще всего большим госкорпорацией), либо продажа в “дружественные” страны (китайским или ближневосточным инвесторам, но такие сделки единичны и с большим дисконтом). *Доходность венчурных инвестиций упала вместе с мультипликаторами*: если раньше успешный стартап мог рассчитывать на мультипликатор к выручке как в Кремниевой долине, то теперь оценки более приземленные. Например, финтех-стартап может стоить 3–5 годовых выручек при продаже российскому банку, в то время как аналогичный стартап в США мог бы стоить 10–15 выручек при IPO. Разница колоссальна – значит и инвесторы получают намного меньше прибыли. **Дополнительный риск** – вторичные санкции: зарубежные партнеры опасаются взаимодействовать даже с неконтролируемыми российскими инвесторами, чтобы сами не попасть под ограничения. Поэтому участие российского фонда в международном раунде может быть заблокировано по негласным причинам. Все это делает **санкционный фактор одним из главных** в уравнении risk-reward. Пока санкции сохраняются, венчур в РФ – это игра в закрытом контуре, с ограниченной ликвидностью и оценками “по отечественным меркам”. Соответственно, и требовать от него американской доходности было бы неправильно. Возможно, на время санкций инвесторы согласятся на более **низкий таргет по доходности** (например, 10-15% годовых в валюте) в расчете на то, что и риски

снизились (конкуренции меньше, все локальные сделки достаются местным фондам). Но системный риск санкций – что ситуация может ухудшиться (новые пакеты ограничений) – сохраняется, значит каждый последующий раунд финансирования может не случиться. Это заставляет инвесторов закладывать более короткий горизонт и требовать от портфельных компаний быстрее выходить на **самоокупаемость**, чтобы не зависеть от внешнего финансирования. Можно сказать, что санкции трансформировали часть венчурных инвесторов в **псевдо-Private Equity**, ориентированных на прибыль и дивиденды компаний, а не на стремительный рост и большой экзит.



Рис. 1: Пример ограниченности локальной ликвидности – топ-5 венчурных сделок в России за 4 квартал 2024 г. по данным RB.RU. Даже крупнейшие раунды скромны по мировым меркам (единицы миллионов долларов), отражая эффект санкций и оттока капитала.

Выводы (системные риски): Системные риски в России значительно снижают привлекательность венчурной модели WISE для всех участников. **Политические и санкционные факторы** – главный «надстройкой риск» сверх обычного стартап-риска: они ограничивают *reward*, «обрезая» пути масштабного роста и выгодной продажи, зато могут в любой момент усилить *risk* (новый кризис, ограничения). **Юридические и экономические риски** делают операционную деятельность труднее, что косвенно уменьшает вероятность суперуспехов и увеличивает издержки. **Валютный риск** подрывает ценность полученной прибыли для иностранных инвесторов и усложняет расчеты. В итоге требуемая доходность венчурных инвестиций в РФ должна быть выше, чем в юрисдикциях без этих рисков – однако на практике достичь высокой доходности трудно из-за тех же ограничений. Это своего рода *замкнутый круг*: повышенные риски не компенсируются повышенными доходами, потому что риски мешают появлению сверхдоходов. Поэтому инвесторам приходится искать баланс: либо смириться с более низкой доходностью (но тогда неясно, оправдан ли венчур вообще), либо пытаться **хеджировать риски**. Хеджирование принимает форму: диверсификация географии (вкладываться в проекты, способные перебраться в приоритетные юрисдикции), структурирование через дружественные страны, привлечение госгарантий (например, страхование вложений от политических рисков). Каждый инвестор в модели WISE должен выработать свою стратегию работы с этими системными рисками, понимая, что они будут определять предел возможной прибыли. Как отмечал директор ФРИИ Кирилл Варламов, *«появляющиеся перспективные стартапы не вырастают в крупный бизнес, способный на мировую экспансию... они вынуждены перевозить компании в более развитые экономики или довольствоваться органическим*

ростом» ⁴⁰ – эта фраза ёмко описывает последствия системных барьеров. До тех пор, пока риски не снизятся, венчурный рынок России останется относительно небольшим и **нишевая доходность (ниже глобальной)** будет нормой.

Выход на международные рынки и роль иностранных LP

Для венчурной модели WISE, функционирующей внутри России, **выход на международные рынки** – ключевой фактор повышения доходности и снижения локальных ограничений. Исторически практически все крупные успехи российских технологических компаний связаны с международной экспансией или участием иностранного капитала. Например, **«Яндекс»** и **Mail.ru (VK)** выросли в миллиардные компании благодаря IPO в Нью-Йорке и Лондоне в 2000-х; **Avito** достиг высокой оценки, будучи частично профинансирован шведскими инвесторами и затем продан южноафриканской Naspers; **Miro** (стартап с корнями в Перми, ранее RealTimeBoard) стал «единорогом» после переезда штаб-квартиры в США и привлечения западных фондов, его оценка >\$17 млрд в 2022 (один из топ-10 *US-единорогов с иммигрантскими основателями* ⁴¹ ²¹). Эти примеры показывают, что **иностраные LP и рынки** служили «трамплином» – без них компании остались бы локальными игроками гораздо меньшей стоимости.

В текущих условиях, когда прямое участие западных инвесторов осложнено, ищутся альтернативные пути интеграции в глобальную экосистему: через **инвесторов из дружественных стран** (Ближний Восток, Азия), через структуры за пределами РФ и через российскую диаспору. **Роль иностранных LP** в фондах WISE может быть двоякой: с одной стороны, они приносят капитал и опыт, с другой – *служат мостом для портфельных компаний*. Например, если в фонд WISE вложился сингапурский инвестфонд, он потенциально может помочь стартапам фонда выйти на рынки Юго-Восточной Азии или привлечь следующий раунд уже в международной юрисдикции. Особенно ценны **стратегические иностранные LP** – крупные технологические корпорации или акселераторы, которые могут выступить **покупателями долей** (экзит для фонда). Без таких «мостов» российский венчур обречен на циркуляцию денег внутри страны.

Международная ликвидность: Под этим понимается возможность продать долю по выгодной цене на глобальном рынке (IPO, продажа транснациональной корпорации) либо привлечь зарубежный капитал на более высокой оценке. Для иностранных LP участие в российском фонде раньше было способом *арбитража оценок*: российские стартапы оценивались дешевле аналогов в Кремниевой долине, и иностранцы могли инвестировать «дешево» в надежде потом вывести компанию на глобальный уровень и продать «дорого». Сейчас такой арбитраж привлекателен теоретически (оценки ещё ниже из-за кризиса), но мало реализуем из-за санкционных ограничений и высоких рисков. Тем не менее, некоторые **возможности выхода на международные рынки остаются:**

- **Через «дружественные» юрисдикции.** Стартап может перерегистрироваться, скажем, в ОАЭ или Казахстане, и привлечь капитал там. Фонд WISE, инвестировавший в него на ранней стадии, может тоже получить долю в зарубежной «дочке». Дальше эта компания может выйти на биржу в Гонконге или привлечь стратегов из Индии/Китая. Уже есть примеры: ряд проектов в сфере крипто и блокчейн из РФ переехали в ОАЭ и привлекли инвесторов из Азиатско-Тихоокеанского региона. Риск для фонда: российские юристы и партнеры могут потерять контроль над проектом после переезда, поэтому нужны юридические мосты – например, прописать в договоре инвестоварищества механизм, что доля фонда в российской компании должна быть конвертирована в эквивалентную долю иностранной холдинговой компании при редомициляции стартапа.

- **Участие иностранных LP как “облигационного” капитала.** Некоторых внешних инвесторов может привлечь фиксированная доходность. Например, ближневосточный фонд готов зайти как LP, если ему гарантируют приоритетное получение условных 6% годовых с капитала, а уже сверх того – раздел прибыли. Такие схемы (типа *preferred return*) иногда применяются в Private Equity. Для венчура это не совсем стандартно, но может быть способом привлечь консервативный иностранный капитал, который видит в РФ высокие ставки и хочет получить *yield*, а не только рискованную долю. Впрочем, это ближе к меценатству/долгу, чем к классическому венчуру.
- **Иностранные акселераторы и партнёры.** Хотя напрямую Y Combinator или Techstars сейчас не работают с россиянами, возможны новые форматы. Например, фонды из ОАЭ или Китая могут играть роль акселераторов для российских проектов: отбирать лучшие и доводить их до глобального уровня. Если такие игроки станут LP в фонде WISE, они могут забрать на себя последующие раунды финансирования. **Reward** для российского фонда – удачный выход (продать долю тому же иностранному инвестору по заранее оговоренному мультипликатору или ко-инвестировать с ним в следующий раунд с ростом оценки).

Адаптация под иностранцев: Модель WISE должна быть **привлекательна и понятна иностранным LP**, иначе они не придут. Сейчас основные вопросы иностранца к российскому фонду: “Будут ли мои деньги в безопасности? Как я выйду и конвертирую прибыль? Не попадет ли мой имидж под удар?”. Решение – **максимальная прозрачность и соответствие международным практикам**. Например, фонд может нанять международного администратора для учета (Big4 фирму в Казахстане или Армении), обеспечить аудит по IFRS, прописать в соглашении LP, что споры решаются в Стокгольмском арбитраже, а право применимо английское субсидиарно. Закон прямо этого не запрещает – многие вещи можно оговорить (хотя окончательно все равно применение российское, но наличие арбитражной оговорки придаст уверенности). Иностранные LP, особенно из Азии, также ценят **присутствие государства** как соинвестора – парадоксально, но факт: если в фонде есть доля РФПИ или другого госфонда, они чувствуют, что проект не “вне закона” и можно иметь дело (конечно, западным это наоборот сигнал риска санкций, но мы говорим про нейтральные страны).

Выходы и экзиты: В идеале, для повышения доходности фонд WISE должен целиться на **международные экзиты**. В условиях закрытости прямых путей, остается вариант – **опосредованные экзиты через иностранные SPV**. Например, фонд может продать свою долю иностранному SPV, созданному командой стартапа за пределами РФ, за долю в этом SPV. Затем SPV привлекает крупный зарубежный раунд, размытие фонда компенсируется ростом оценки, и фонд может продать часть уже по этой оценке. Подобные схемы сложны, но уже используются некоторыми венчурными игроками как workaround.

В целом, **иностранные LP** в нынешней ситуации – скорее исключение (в силу известных причин). Однако **роль их как мостов** можно отчасти заместить “полу-иностранными” структурами: русскоязычная диаспора инвесторов за рубежом, фонды в дружеских странах, мультинациональные корпорации, не подчиняющиеся западной юрисдикции. Их участие способно повысить **reward** для всех: и российским инвесторам откроется окно в мир, и сами иностранцы получают выгоду, купив перспективы дешевле. Без такого моста российский венчур рискует деградировать в локальный рынок стартапов, которые никогда не станут крупнее определенного предела.

Выводы (международный выход и иностранные LP): Для институционалов присутствие иностранцев в фонде – знак качества и возможность разделить риск. Им важно, что кто-то с глобальным взглядом оценил перспективы. Для частных инвесторов международный выход –

шанс на многократную окупаемость, иначе в локальной среде максимальный экзит может быть продать стартап условному «Сберу» за пару миллионов. Для корпоративных инвесторов иностранные партнеры – источник новых технологий и рынков, а также валидATION гипотез (если, например, большой азиатский игрок вложился, значит технология действительно стоит того). Таким образом, **интеграция с международным рынком – ключ к улучшению баланса риск-доходность**: снижает риск (диверсификация по странам, приток компетенций) и увеличивает потенциальный доход (масштаб аудитории и оценки). В краткосрочной перспективе добиться этого сложно из-за политических барьеров, но фондам WISE имеет смысл строить стратегию с расчётом на будущую нормализацию: например, **держат часть активов в юрисдикциях, готовых к интеграции**, работать с юрлицами резидентами дружественных стран. Если санкции смягчатся или появятся правовые окна, те фонды, что уже готовые мосты выстроили, получают огромный выигрыш. Это своего рода *венчур внутри венчура*: ставка на то, что изоляция не вечна. Если эта ставка сыграет, **доходность** портфеля WISE может резко взлететь до сопоставимой с мировыми показателями.

Адаптируемость модели WISE для зарубежных инвесторов и регуляторов

Чтобы иностранные инвесторы (LP) и регуляторы были готовы иметь дело с российским фондом по модели WISE, сама модель должна **адаптироваться к их требованиям**. Здесь можно выделить несколько аспектов: юридическая адаптация, финансовая прозрачность, соответствие комплаенс-стандартам, удобство репатриации капитала, и даже *ментальное* соответствие ожиданиям.

Юридическая адаптация: Как уже упоминалось, инвестиционное товарищество – это конструкция российского права. Зарубежным LP привычнее видеть Limited Partnership с юрисдикцией Делавэр или Кайманы. Чтобы **привлечь их доверие**, договор инвесттоварищества можно постараться привести в эквивалент с Limited Partnership Agreement. Например, чётко прописать роли: *управляющий товарищ* = General Partner, *вкладчики* = Limited Partners. Составить договор двуязычно (рус/англ) с равноценными текстами, включить положения о распределении прибыли (водопад) аналогично западным, описать ограничение ответственности LP прямо (хотя это и так в законе есть). Некоторые фонды могут пойти на **привлечение иностранного соуправляющего**: например, создать управляющую компанию в дружественной юрисдикции, которая будет выступать управляющим партнером (ГП) в договоре. Закон 335-ФЗ позволяет иностранным компаниям быть управляющими товарищами, если у них есть представитель в РФ (ранее было ограничение про постоянное представительство) ⁴. Если, скажем, GP – компания из ОАЭ, а LP – и российские, и иностранные, это может повысить доверие последних, ведь их “компания” управляет.

Арбитраж и право: Зарубежные инвесторы обычно требуют, чтобы споры решались не в местных судах контрагента. Решение – **арбитражная оговорка**. Допустимо прописать, что споры между партнерами решаются, например, в Арбитраже при Торговой палате Стокгольма по регламенту UNCITRAL, а материальным правом по вопросам, не урегулированным договором, служит право Англии и Уэльса. Хотя основной договор подпадает под российское право, такая оговорка даст уверенность, что при конфликте инвестор сможет судиться на нейтральной территории с предсказуемым исходом (и потом арбитражное решение исполнить в РФ). Российский суд может не принять полностью иностранное право для договора инвесттоварищества (поскольку это институт российского ГК), но арбитражную оговорку, вероятно, уважит, учитывая коммерческий характер спора.

Финансовая прозрачность: Иностранные LP, особенно институциональные (фонды фондов, университетские эндаументы и т.д.), потребуют **регулярной отчетности** по международным стандартам. Фонд WISE должен быть готов готовить отчеты, как будто он Cayman LP: quarterly NAV, отчеты о движении денежных средств, аудированные годовые отчеты. Вероятно, придется привлечь аудиторов из уважаемых фирм. К счастью, топ-аудиторы (большая четверка) продолжают работать в РФ под другими брендами, так что это решаемо. Также важно соблюдать стандарты **ESG, KYC/AML** – сейчас это не пустые слова, многие LP просто не вложатся, если фонд не сможет показать политику противодействия отмыванию денег, проверки бенефициаров, экологической и социальной ответственности (например, что фонд не инвестирует в запрещенные виды бизнеса). Для российских венчурных фондов это новое поле, но адаптация необходима.

Репатриация и валютные операции: Зарубежный инвестор захочет уверенности, что сможет **вести и вывести капитал без произвола**. Здесь задача сложнее, потому что валютный контроль – это норматив, на него фонд повлиять не может. Однако можно заранее продумать структуру: например, иностранные LP вкладываются не напрямую в рубли, а через **Side-car фонд за рубежом**. То есть создается параллельный фонд (feeder) в условном Казахстане или ОАЭ, который собирает деньги с иностранных LP и входит от их имени в российское инвестоварищество одним партнером. Тогда взаимодействие иностранцев происходит на уровне понятной им юрисдикции (казахский фонд под правом Англии), а уже тот фонд инвестирует в РФ. При выходе деньги от экзитов идут этому иностранному фонду, который затем распределяет LP. Такая схема снимает головную боль иностранного LP – он вроде как не напрямую в РФ инвестировал. Правда, это требует лишних затрат и усложняет управление, но для крупных сумм оправдано.

Санкционная проверка: Иностранные LP, даже из стран не вводивших санкции, все равно опасаются вторичных последствий. Поэтому фонд WISE должен **избегать инвестиций в чересчур чувствительные сферы** (например, военные технологии, где потенциально могут быть санкции). Если фонд заявлен как инвестирующий в коммерческие ИТ (fintech, edtech, SaaS) – это более приемлемо. Также важно, чтобы среди российских участников фонда не было лиц под санкциями. Например, иностранный LP не станет партнером в товариществе, где другой партнер – какой-нибудь санкционный банк или олигарх. Фонду придется тщательно формировать состав участников. Возможно, даже государство на время лучше не брать напрямую – как мы отмечали, госденьги повышают доверие инвесторов из Азии, но точно отпугнут западных (если такие вдруг появятся). Значит, надо балансировать или создавать **отдельные контуры**: скажем, фонд может состоять из нескольких “сегрегированных портфелей” (идея, заложенная в поправках – специнвестоварищество с обособленным имуществом, как СПС) ⁴². Это позволило бы, например, иностранцам участвовать в одном сегменте активов, не пересекаясь с нежелательными партнерами в другом сегменте. Минэкономразвития предлагает отменить норму, что такие СПС позволены только РФПИ ⁴² – если это примут, появится инструмент гибкости.

Регуляторы иностранных юрисдикций: Помимо инвесторов, есть еще регуляторы. Например, если иностранный LP – американский фонд, на него распространяется правило OFAC (санкции) и возможно ограничение от Минфина США. Европейские – правила ЕС санкций. То есть даже если сам инвестор готов, его регулятор может запретить. В целом, до завершения горячей фазы геополитического конфликта массово западных LP не привлечь, тут адаптируйся – не адаптируйся. Но можно ориентироваться на **нейтральных регуляторов** – тех же ОАЭ, Сингапур. У них важно, чтобы бизнес был легальный и прозрачно структурированный, а политические нюансы вторичны. Поэтому основная адаптация – под бизнес-стандарты: прозрачность, отчетность, юридическая чистота. Это в силах команды фонда.

Выводы (адаптируемость для зарубежных): Модель WISE, будучи продуктом российской юрисдикции, тем не менее может и должна **маскироваться под “международный стандарт”** при взаимодействии с иностранцами. Необходимо предоставить им: уверенность в защите прав (арбитраж), качественную информацию (аудит), возможность участия через понятные каналы (feeder-фонды), и исключить соседство с токсичными элементами. **Институциональные иностранные LP** зайдут только при соблюдении всех этих условий плюс при политической приемлемости – сейчас с этим трудно, но хотя бы фонды из стран Залива или Юго-Восточной Азии могут рассматриваться. **Частные иностранные инвесторы** (например, богатые выходцы из России за рубежом) более гибки – с ними достаточно решить вопрос перевода средств (они часто уже структурировали капиталы вне РФ). Для них WISE можно подать как “клубный формат” – это близко к тому, как работают family offices. **Корпорации зарубежные** (не западные) могут участвовать, если видят в этом стратегический интерес – тогда важно соответствовать их корпоративным процедурам (например, отчетность по IFRS, прозрачность структуры собственности фонда и стартапов для их due diligence). В идеале, адаптировавшись, фонды WISE смогут выступать как часть глобальной сети: например, заключать партнерства с иностранными фондами (cross-border venture partnerships). Сейчас есть примеры в малом масштабе: фонды в Армении и Казахстане с участием российского капитала сотрудничают с местными инвесторами, совместно вкладывая в стартапы, которые могут работать и на российском, и на международном рынках. Это прообразы будущих моделей. **Регуляторы же** (российские) в этом плане настроены достаточно прогрессивно – они понимают, что без привлечения иностранцев больших успехов не будет, поэтому и идут на либерализацию (снятие ограничений 15 лет, разрешение иностранным товариществам вкладывать в ценные бумаги и доли иностранных компаний ¹²). Такая адаптивность законодателя – добрый знак для инвесторов: правила делают более удобными, значит рамки для вашего участия расширяются.

Исторические данные по доходности западных венчурных фондов и акселераторов – экстраполяция на Россию

Для прогнозирования risk-reward модели WISE полезно взглянуть на **исторические результаты западных венчурных фондов и акселераторов**. Они задают ориентиры того, чего в принципе можно достичь, а затем нужно скорректировать эти ориентиры под российские реалии.

Доходность венчурных фондов в мире (история): Венчур как класс активов известен своей *высокой дисперсией результатов*. По данным Cambridge Associates, за последние ~10 лет **средний венчурный фонд** (медианный) часто **уступал фондовому рынку**, но **топ-квартильные фонды существенно опережали** индексы ¹⁹. Так, топ-25% VC-фондов показывали ~15–27% годовых, тогда как S&P 500 ~10% ¹⁹. Более того, **топ-дециль** фонды могут давать и >30% IRR. Пример: легендарные фонды **Sequoia Capital**. По утечке данных, фонд Sequoia 2010 года дал инвесторам 11.1x на вложенный капитал (т.е. +1010%) за десятилетие, а фонды 2006 и 2003 – ~10.9x и 8x соответственно ⁴³. Это феноменальные показатели – они стали возможны благодаря инвестициям в WhatsApp, Airbnb, Stripe, LinkedIn, YouTube и др. мегахиты ⁴⁴ ⁴⁵. Однако таких результатов достигает верхушка рынка. Многие фонды едва возвращают деньги: bottom-quartile VC может иметь <5% годовых (почти ноль в реальном выражении) ⁴⁶. **Средняя доходность** по индустрии за длительные периоды оценивается около 10–15% годовых, что лишь чуть выше акций – но инвесторы идут в венчур ради шанса попасть в топ-децили.

Структура успехов в венчуре – пауэр-закон: львиная доля прибыли фонда формируется 1–2 компаниями из десятков. Статистика от Correlation Ventures: ~65% вложений VC приносят меньше вложенного (убыток), около 25% дают небольшой плюс (1–5x), и лишь ~10% дают >5x, причём <5%

сверхуспешных (>10x) обеспечивают 90% дохода портфеля. В этом смысле, **риск** крайне асимметричен: большая часть стартапов “сгорит”, но одна “звезда” окупит всё.

Акселераторы (Y Combinator, Techstars): Эти организации инвестируют небольшие суммы в очень большое количество стартапов, плюс предоставляют программу развития. **Y Combinator (YC)** – самый успешный акселератор мира – за ~2005–2023 профинансировал более 5000 компаний ⁴⁷. Совокупная оценка этих компаний превышала \$600 млрд ⁴⁷ при суммарных инвестициях от YC около \$1 млрд. Это означает гипотетический мультипликатор ~600x (!) на портфель – конечно, такая цифра не равнозначна доходности LP, т.к. YC не владеет 100% в компаниях. Но факт: *4% компаний YC стали единорогами* ³⁰ (это ~200 стартапов), включая гигантов Airbnb, Dropbox, Coinbase, Stripe и т.д. Для инвесторов YC (партнёров акселератора) это вылилось в огромную прибыль. Однако заметим: если бы кто-то пришёл “с улицы” и купил акции всех компаний YC только на IPO, то, по анализу самого YC, он бы **проиграл индексу** – 14 из 17 IPO-компаний YC упали с момента размещения ⁴⁸. То есть ценность создаётся **до IPO**, а к моменту выхода на биржу весь “вентиль” уже в руках ранних инвесторов и основателей, а не достаётся рознице ⁴⁸. Это подтверждает правило: зайти надо рано, а выйти – на пике хайпа.

Другой акселератор, **Techstars**, тоже имеет впечатляющий охват: >3700 компаний прошли программы с 2006 г. ⁴⁹. По состоянию на 2025, суммарная оценка портфеля Techstars alumni > \$120 млрд, они привлекли \$30+ млрд инвестиций, и среди них **21 единорог** и 118 компаний с оценкой >\$100 млн ⁵⁰. Это чуть более 0,5% “единорожности” (21 из 3700) – скромнее, чем у YC, но всё же значимо. Techstars отмечает, что спрос на его программы высок и условия они улучшили (инвестируют \$220k за ~5-6% вместо прежних \$120k) ⁵¹ ⁵⁰.

Крупнейшие венчурные фонды (Sequoia, Andreessen Horowitz): Эти фонды на слуху благодаря громким сделкам. Sequoia – ветеран (с 1972 г.), A16Z (Andreessen Horowitz) – более молодой (с 2009), но агрессивный. **Sequoia** славится тем, что из фонда в фонд остаётся на вершине: вкладывали в Apple, Cisco в 80-х, Google, PayPal в 90-х, WhatsApp, Instagram в 2000-х, Airbnb, Dropbox, Stripe в 2010-х, и продолжают – успехи распределены по десятилетиям. Это позволило некоторым их фондам вернуть >10x, как упомянуто. **A16Z** тоже имеет единороги: вкладывались в Facebook (у основателя А.Хоровица особая история – он был ангелом FB), Skype, Twitter, позднее – в Coinbase, GitHub, Airbnb, Stripe, и много в криптовалюты. Точных данных по их доходности нет в открытом виде, но известно, что они быстро нарастили размеры фондов (с \$300 млн первого до \$4.5 млрд шестого фонда, не считая отдельных фондов на биотех, крипто и пр.). Это свидетельствует о доверии LP, основывающемся на результатах. Можно предположить, что их IRR тоже двузначные высокого уровня.

Анализ стратегий: Западные фонды отличаются стратегиями: одни специализируются на ранних стадиях (Seed, Series A), другие на более поздних (Growth). Также есть **акселераторы** (раньше вход, больше диверсификация, меньше чек, больше стартапов) и **венчурные билдэры** (типа Rocket Internet, которые сами создают стартапы – это ближе к корпорациям). *Risk* у ранних стадий выше (больше вероятность, что стартап не взлетит), но *reward* максимален (доля покупается дешёвая, вырастает в сотни раз если успех). Поздние стадии – более понятный бизнес, риск ниже, но и мультипликатор меньше (инвестируют в уже дорогие компании). Акселераторы берут на себя значительную часть рисков, “рассекая” их на сотни проектов; их модель – *портфельная, индексная*. Топовые VC более концентрированы (Sequoia делает десятки инвестиций в фонд, не сотни).

Экстраполяция на Россию: Теперь, как эти цифры соотносятся с российской экосистемой? Нужно учесть **различия в экосистеме, ликвидности, регуляции и зрелости институтов:**

- 1. Размер и ликвидность рынка:** как отмечено, глобальный венчурный рынок – сотни миллиардов долларов в год, российский – считанные сотни миллионов (в лучшие годы около \$1 млрд, сейчас <\$0.1–0.2 млрд). Это прямо влияет на вероятность появления “больших побед”. Если в США ежегодно создаются тысячи стартапов с притоком капитала, из которых десятки могут вырасти в компании стоимостью \$10 млрд+, то в России за год запускается меньше качественных стартапов, и для них даже \$1 млрд оценка – огромный вызов из-за ограниченного рынка. **Вывод:** статистическую долю единорогов (2-4%) мы не можем достичь при таком n , а значит и экстраординарные доходности фондов (10x) – крайне маловероятны. Наши “хиты” скорее будут локальными чемпионами, их потолок – несколько сотен млн \$ ценности. Следовательно, *потолок доходности фондов* ниже. Если западный хороший фонд может дать 3-5x за срок, то российский, вероятно, 2-3x максимум даже при хорошем исполнении (конечно, исключая сценарий снятия санкций и бурного роста).
- 2. Институциональная зрелость:** западные фонды работают с 1960-70х, за это время выработаны стандарты: как оценивать стартапы, как привлекать LP, как строить выходы. Россия всерьез занялась венчуром ~с 2006 (создание РВК) – прошло мало времени, многие процессы еще *импровизационные*. Это добавляет транзакционных издержек и ошибок. Акселераторы западные могут похвастать большими числами (YC, Techstars), у нас тоже были акселераторы – тот же ФРИИ (Интернет-инициатив), GenerationS, Сколково. **ФРИИ** отчитался за первые 5 лет (2013–2018) о ~400 профинансированных стартапах, из них несколько десятков привлекли последующие раунды. Но ни одного “выхода” крупного ФРИИ не достиг; портфельные компании либо развиваются органически, либо закрылись. Это показывает разницу эффективности акселераторов: YC дал миру Airbnb и Coinbase, а ФРИИ – ни одного биржевого успеха. Причины – опять же, размер рынка и качество стартап-среды. Т.е. *статистика успехов в РФ слабее*. Возможно, проценты такие: вместо 4% единорогов – 0%, вместо 10% >5x успехов – 1-2%. Значит, фондам сложнее выйти на окупаемость за счет одной звезды – её может просто не быть.
- 3. Регуляторика и риски:** западные фонды оперируют без валютно-контроля, с отложенной защитой IP, с возможностью нанять лучших специалистов со всего мира в свои стартапы. Российские – сталкиваются с ограничениями (санкции, discussed above). Поэтому даже равный по таланту и идее стартап, оставшийся в РФ, будет расти медленнее и оценится ниже, чем если бы он же был в Калифорнии. **Пример:** стартап в области ПО, достигший \$5 млн годовой выручки. В США при росте 100% в год его могут оценить в \$50–75 млн (мультипликатор 10-15x на выручку с учетом роста). В России компания с такой выручкой, скорее всего, ориентирована на B2B внутренний рынок, рост может замедлиться из-за ограниченности клиентов, да и инвесторы предложат скромнее мультипликатор – скажем 3x, оценив в \$15 млн, если вообще будут инвестировать на этой стадии. Разница огромна – соответственно, **венчурный инвестор** на ранней стадии (который вошел, когда выручки не было) там получил бы >10x, а здесь 2-3x. Множество таких ситуаций складываются в общую картину: ROI фондов в РФ системно ниже.
- 4. Инвестиционные стратегии:** западные фонды могут позволить себе *чисто венчурную стратегию* – гнаться за ростом, не думая о прибыльности, т.к. exit доступен. Российские инвесторы стали более **ориентированы на выживание** стартапов (прибыль, дивиденды, реальный бизнес-модель), что сближает венчур с private equity. Это снижает верхний порог доходности, но повышает вероятность хотя бы какого-то возврата. То есть, у нас

сознательно или нет происходит *сдвиг к низкому риску, низкой доходности*. Например, фонд развития регионов может вложиться в IT-компанию, которая выйдет на окупаемость и начнет платить дивиденды – хороший исход в условиях РФ, но на Западе венчур так не работает, там бы стремились реинвестировать и масштабироваться, а не выплачивать прибыль. Для LP это значит: рассчитывай на **IRR в районе 10-20%** в лучшем случае, зато шанс полного нуля поменьше (компании с выручкой и прибылью не обнуляются полностью).

Конкретные цифры/данные: Если попытаться *экстраполировать*, можно взять гипотетический портфель из 20 российских стартапов. Вероятности: - Допустим, 10 закроются с потерей, - 5 вернут примерно свой капитал (1-1.5x), - 4 дадут 2-3x, - 1 станет очень успешным, даст 10x. Перемножив, получим совокупно $(100 + 51.2 + 42.5 + 110) / 20 = (0 + 6 + 10 + 10) / 20 = 26/20 = 1.3x$ на портфель, т.е. +30% к сумме инвестиций за период фонда (скажем, 7-8 лет инвестпериод+выходы). Это **очень усредненно**. Преобразуем в годовой показатель IRR – будет порядка 4% годовых. Это не привлекательно. Чтобы фонд дал хотя бы 15% IRR (~2x за ~5 лет или ~4x за 10 лет), нужны или больше «десяток» (что маловероятно), или общий уровень возвратов повыше. Например, пусть 2 стартапа дадут 5x, 2 дадут 3x, 4 дадут 2x, 4 дадут 1x, 8 – 0x. Тогда $(25 + 23 + 42 + 41 + 80) / 20 = (10+6+8+4) / 20 = 28/20 = 1.4x$ – чуть лучше. Чтобы выйти на 2x (100% прирост, ~7% годовых за 10 лет), например: 1 стартап 20x (чудо-единорог), 2 по 5x, 5 по 2x, 5 по 1x, 7 по 0x. Тогда $(20+10+10+5) / 20 = 45/20 = 2.25x$. Это уже 125% совокупно, отлично. Но наличие 20x единорога* – практически невероятно в нынешней РФ. Без него получалось 1.25-1.5x.

Конечно, это грубые оценочные прикидки. Реальные фонды могут либо сфокусироваться узко и добиваться лучше результатов (скажем, инвестировать только в тех, кто сразу ориентируется на глобал – шанс на хороший экзит выше), либо миксовать с не-венчур активами для надежности (например, часть средств держать в облигациях, это снизит среднюю доходность, но уберет риск полного провала фонда).

Сравнение с западными акселераторами/фондами: Если бы, гипотетически, российский аналог Y Combinator вложил \$1 млрд в 5000 стартапов, как YC, вряд ли совокупная оценка стала бы \$600 млрд. Возможно, несколько десятков миллиардов в лучшем случае (что тоже огромно, но в разы меньше). В России просто нет такого объема рынка, чтобы породить одновременно ~200 единорогов, как получилось у YC. У нас нет 200 новых публичных технокомпаний за десятилетие – от силы несколько (Ozon, HeadHunter, и то они частично зарубежом листинг).

Выводы (исторические данные -> ожидания в РФ): Западные данные показывают **высокий потенциальный reward** (лучшем случае) при очень высоком риске (большинство вложений не дают отдачи). В России риск не ниже, а reward потолок ниже. Поэтому модель WISE должна учитывать: средняя доходность фондов здесь, вероятно, **скромнее**. Возможно, таргетировать стоит уровень **10-15% годовых в валюте** для фонда – что ближе к “private equity средним” показателям, чем к top-tier VC. Отдельные фонды могут превзойти это, но опираться на это как на план не стоит. Тем не менее, даже на Западе были периоды, когда венчур долгие годы давал низкую среднюю доходность (2000-е после краха доткомов, например). А потом пришел фейсбук/убер-бум 2010-х – и показатели резко выросли. Россия может в будущем тоже пережить такой *подъем*, если внешние условия улучшатся и цифровая экономика накопит потенциал. Тогда фонды WISE, работающие сейчас, могут внезапно получить сверхдоходность от проектов, которые на локальном рынке были средней успешности, а, получив доступ глобально, резко переоценятся. Но это больше спекуляция на тему “что будет, если...”.

Итоговое сравнение risk-reward:

- **Запад (US/EU):** Вероятность успеха выше (больше кандидатов, развитая экосистема), возможная доходность – от отрицательной (в худшем случае) до десятков процентов годовых в лучших фондах. Инвесторы ждут 20%+, лучшие получают 30%+, средние ~10%. Риск частично нивелируется портфельным эффектом, но в целом венчур считается риск-классом с волатильностью ~30-50% ежегодно (по расчетам, риск венчурного портфеля сравним с акциями малой капитализации, но с более жирным хвостом).
- **Россия (нынешняя):** Вероятность крупного успеха очень низка, большинство проектов ограничены в росте. Ожидаемая доходность для осторожных инвесторов – на уровне 5-15% годовых (чтобы не проиграть облигациям и инфляции), в лучшем случае отдельные фонды могут дать 20-25% если несколько проектов “выстрелят” вопреки обстоятельствам. Риск же приближается скорее к развивающимся рынкам: высокая вероятность частичной или полной потери (много факторов могут обнулить инвестиции, от плохого рынка до вмешательства регулятора). Поэтому **профиль риск-доходность** сейчас смещён: риск высок, доходность ожидается относительно умеренная. Это не очень привлекательная комбинация, если честно. Чтобы обосновать венчурные инвестиции в РФ, нужны либо *негативные корреляции* (диверсификация от других активов), либо *стратегические мотивы* (как у корпораций или государства, которые инвестируют не только ради прибыли, но и ради технологического суверенитета и т.п.).

Заключительные выводы по данным и их применимости: *Западные фонды и акселераторы продемонстрировали, что венчур может генерировать колоссальную стоимость, превращая небольшие инвестиции в сотни миллиардов капитализации. Однако это происходит в уникальной среде – с масштабными рынками, культурой предпринимательства, притоком капиталов. Российский рынок пока не создал условий для повторения таких историй в том же масштабе. Модель WISE должна действовать исходя из этого: более тщательно отбирать проекты, часто ориентируя их на глобальный масштаб (пусть даже через релокацию), активно привлекать партнеров извне и управлять рисками. Тогда есть шанс, что экстраполяция постепенно улучшится – т.е. показатели наших фондов приблизятся к мировым. Например, если удастся хотя бы одного-двух “полу-единорогов” воспитать (скажем, компания до оценке \$500 млн с экзитом иностранцу) – уже фонд может выйти в хороший плюс. Стратегия для инвесторов – смотреть на венчур в РФ как на опцион: рискованный, но необходимый для присутствия в возможных новых технологиях, с пониманием, что вероятность мега-доходов низкая, но умеренную прибыль с опцией на большую получить можно. Такая **непрямая доходность** тоже важна: участие в венчуре развивает экосистему, что может принести косвенные выгоды основной деятельности (для корпораций – инновации, для государства – рост экономики, для частных – социальный капитал и влияние). В итоге, хоть цифры Запада впечатляют, следует трезво их поправить вниз для России – но не терять надежды, что со временем разрыв сократится.*

Краткие выводы (доходность Запада vs Россия):

- **Институционалы:** Видя данные Cambridge Associates и истории успеха (Sequoia 10x и т.п.), понимают, почему мировые LP инвестируют в венчур. Российским институционалам нужно ориентироваться реалистично: пониженный базовый сценарий, но с опцией роста, если внезапно улучшится ситуация. Им стоит требовать от управляющих фондов **консервативного планирования** (чтобы даже без единорогов фонд вернул деньги + некий процент) и одновременно поощрять попытки “вырастить звезд” (потому что одна крупная победа существенно повышает ROI). Они также могут учиться у западных коллег

принципам диверсификации: инвестировать не в один фонд, а небольшой частью в несколько фондов, чтобы повысить вероятность попасть в тот, где случится “удача”.

- **Частные инвесторы:** Западные истории (ангелы, которые стали миллионерами от одного чека в Uber) подпитывают интерес к венчуре, но в РФ надо понимать контекст. Частнику не стоит вкладывать последнюю рубашку, думая что каждый стартап – потенциальный Google. Лучше придерживаться правила портфеля (много небольших ставок) и быть готовым, что **90% из них ничего не принесут**. Но зато одна может “выстрелить” – пусть не до \$1 млрд оценки, но, скажем, до \$100 млн, что все равно даст десятки иксов. В среднем частные инвесторы в РФ могут довольствоваться меньшими мультипликаторами. Тем не менее, сдвиг в сторону глобальных проектов или работа через синдикаты с привлечением зарубежных ко-инвесторов может дать шанс приблизиться к западной динамике. Например, если участвовать через secondaries в международных сделках или поддерживать уехавшие российские стартапы за рубежом – можно получить кусочек того самого global venture pie.
- **Корпорации:** Для них западный венчур – пример того, как инновации могут окупаться. Но корпорации оценивают еще и *технологическую ценность*. Если западная корпорация инвестирует в стартап, она надеется либо заработать X денег, либо приобрести новую технологию. Российским корпорациям, возможно, придется больше упираться на второе: прибыль от продажи стартапа на глобальном рынке сомнительна, зато *внедрение его разработки* может дать им конкурентное преимущество, эквивалентное большой сумме. То есть return для них может прийти не через финансовый канал, а через бизнес-эффект (экономия или новый доход). В цифрах это трудно посчитать, но нужно учитывать при оценке эффективности CVC. Например, если инвестиция в стартап 100 млн руб позволила через 3 года создать продукт, который приносит корпорации 1 млрд руб выручки ежегодно – для корпорации это огромный успех, даже если сама доля в стартапе не продана никому. Западные корпорации также так делают (Google Ventures часто инвестирует больше ради информации о рынке, чем ради прибыли). Просто в Западных условиях они получают и информацию, и деньги, а у нас, может, будут довольствоваться только информацией/технологией.

В заключение, знание **исторических метрик** (как работают YC, Techstars, Sequoia и др.) помогает российским участникам ставить реалистичные цели. Это показывает, что венчур – игра долгая и статистическая: нельзя судить по 1-2 годам или по единичным провалам. Нужна стратегия на десятилетие, чтобы хотя бы *попробовать повторить* успехи. При правильной адаптации модели WISE – привлечении лучших практик и партнёров – через 5-10-15 лет можно ожидать улучшения показателей. Но на текущий момент **risk/reward профилируется в более консервативную сторону**: выше риски – ниже ожидаемая награда, чем в США. Инвесторам в WISE нужно это учитывать и формировать портфели и ожидания соответственно. А задача управляющих – максимально приблизить локальный венчур к мировым стандартам по управлению рисками и раскрытию потенциала, чтобы со временем сократить этот гандикап.

1 2 10 11 12 23 29 37 38 39 42 Минэкономики предложило реформу инвестиций в стартапы через товарищества — РБК

https://www.rbc.ru/technology_and_media/09/01/2024/659becde9a7947687566ab0e

3 36 Disclosure by Venture Capital Funds Formed Under Investment

<https://ideas.repec.org/a/fru/finjrn/220207p113-129.html>

4 5 6 7 8 9 33 34 35 Russian Investment Partnerships: A New Flexible Investment Vehicle
https://www.squirepattonboggs.com/~media/files/insights/publications/2012/03/russian-investment-partnerships-a-new-flexible-i_/files/russianinvestmentpartnershipsanewflexibleinvestm_/fileattachment/russianinvestmentpartnershipsanewflexibleinvestm_.pdf

13 14 28 Венчурные инвестиции в России - TAdviser
https://www.tadviser.ru/index.php/%D0%A1%D1%82%D0%B0%D1%82%D1%8C%D1%8F:%D0%92%D0%B5%D0%BD%D1%87%D1%83%D1%80%D0%BD%D1%8B%D0%B5_%D0%B8%D0%BD%D0%B2%D0%B5%D1%81%D1%82%D0%B8%D

15 16 17 31 32 Кто получил инвестиции: венчурные итоги 4 квартала 2024 года
<https://rb.ru/analytics/vc-q4-24/>

18 19 46 Venture Capital Fund Returns | Seraf-Investor.com
<https://seraf-investor.com/compass/article/dividing-pie-how-venture-fund-economics-work-part-ii>

20 The really difficult math of Venture Capital | by Brendan Richardson
<https://medium.com/@brichardson1122/the-really-difficult-math-of-venture-capital-71dd02943f08>

21 22 41 Тайна единорогов: Узнайте больше о стартапах
<https://roscongress.org/materials/tayna-edinorogov/>

24 Эксперт: инвестиции НПФ в венчурные фонды станут ... - ТАСС
<https://tass.ru/ekonomika/8158165>

25 26 Portfolios and venture capital | Venture Capital Investing Report
<https://www.deutschewealth.com/en/insights/investing-insights/asset-class-insights/venture-capital-investing-closer-look/portfolios-venture-capital.html>

27 Про инвестиции в стартапы, или Импортозамещённый венчур / Хабр
<https://habr.com/ru/companies/alfa/articles/765754/>

30 47 48 IPO компаний Y-Combinator / Хабр
<https://habr.com/ru/articles/871534/>

40 Почему в России не растут единороги - Ведомости
<https://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2021/03/31/864081-rossii-edinorogi>

43 44 45 3 of Sequoia Capital's Recent Funds Have Earned Returns of up to 11X - Business Insider
<https://www.businessinsider.com/sequoia-capital-recent-fund-returns-2020-12>

49 Portfolio: Startup Companies We've Grown - Techstars
<https://www.techstars.com/portfolio>

50 51 Techstars Investment Terms Update
<https://www.techstars.com/newsroom/investment-terms>