

# Частный кредит и инновационное финансирование: стратегии, риски и сравнение с венчурным капиталом

## Что такое частный кредит (Private Credit)

**Частный кредит (private credit)** – это сегмент альтернативных инвестиций, представляющий собой предоставление заемного капитала частным компаниям через закрытые фонды, минуя публичные рынки и традиционные банки. Фактически это **небанковское корпоративное кредитование**, осуществляемое фондами в форме классического партнерства (аналогично фондам венчурного или прямого инвестирования). В мировой практике private credit вырос в крупный класс активов – по состоянию на 2024 год объем активов под управлением превысил \$1,6 трлн <sup>1</sup>. Такая модель позволяет инвесторам получать доход по договорам займа с компаний (проценты и возврат основного долга), а заемщикам – привлекать капитал на гибких условиях, когда **банковский кредит недоступен или недостаточен**. Частный кредит изначально развивался через фонды мезонинного финансирования и вложений в проблемные долги, но после финансового кризиса 2008 года спектр стратегий значительно расширился <sup>2</sup>. Новый банковский регуляторный режим (Базель III и др.) вынудил банки сократить рискованное кредитование бизнеса, создав нишу для **независимых кредитных фондов** <sup>2</sup>. В результате, private credit стал своего рода «третьим столпом» рынка частного капитала наряду с прямыми (PE) и венчурными (VC) инвестициями <sup>3</sup>.

**Организация фондов частного кредита.** Как и фонды прямых/венчурных инвестиций, фонд private credit обычно создается как **закрытое партнерство с ограниченной ответственностью** (Limited Partnership) – инвесторы выступают в роли вкладчиков (LP), а управляющая компания – генерального партнера (GP). В российской практике аналогом такой структуры служит **«инвестиционное товарищество»** – договорная форма объединения капиталов, введенная в 2012 году специально для совместных инвестиций в рискованные проекты <sup>4</sup>. Инвестиционное товарищество является вариантом простого товарищества и прямо задумывалось как российский аналог зарубежных ограниченных партнерств <sup>5</sup>. Таким образом, если организовывать фонд частного кредита в России, наиболее подходящей юридической формой будет именно инвестиционное товарищество, позволяющее объединить средства нескольких инвесторов для финансирования проектов.

## Взаимодействие частных кредитных фондов и банков

**Частный кредит vs банки.** Фонды private credit изначально возникли как ответ на **сокращение доли банков в корпоративном кредитовании** после кризиса. В 90-х годах банки доминировали в финансировании LBO (до 70% долговых средств), но к 2020 г. их доля упала ниже 15% <sup>6</sup>. Строгие требования к капиталу и регулирование сделали крупные банки более осторожными в выдаче необеспеченных или субординированных займов, особенно среднему и малому бизнесу <sup>2</sup>. Это открыло возможности для **некредитных финансовых институтов** – частных фондов, которые, не будучи банками, могут более свободно выдавать займы за счет капитала инвесторов.

Одновременно происходит и **сотрудничество банков с private credit**. Наблюдаются случаи, когда банки *партнерствуют* с кредитными фондами для совместного финансирования сделок <sup>7</sup>. К примеру, крупный банк может привлечь частный фонд для участия в выдаче крупного кредита, деля риски и капитал. Более того, некоторые банки **продают часть своего кредитного портфеля или рискованных экспозиций** фондам через инструменты типа синтетических секьюритизаций (synthetic risk transfers), чтобы разгрузить баланс и снизить регуляторную нагрузку <sup>8</sup>. Таким образом, частные кредиторы иногда выступают как покупатели сложных долговых инструментов у банков, фактически забирая на себя часть риска банковской системы.

С другой стороны, присутствует и **конкуренция между банками и фондами**. Private credit фонды активно заняли нишу финансирования средних компаний, часто предлагая более быстрые и кастомизированные сделки там, где банк отказал бы. В последние годы крупные фонды начали финансировать и более *крупные компании* (EBITDA > \$100 млн), тем самым конкурируя с банковскими синдицированными кредитами на рынке **leveraged loans** <sup>9</sup> <sup>10</sup>. Чтобы выиграть сделки у банков, фонды порой соглашались на более мягкие условия для заемщиков – например, уменьшают требования по ковенантам или снижают процент, сужая спрэд. В 2019–2021 гг. наблюдалось **сжатие доходности (spread compression)**: разница между ставками по прямым частным займам и доходностью публичных кредитов сократилась до менее 200 б.п. (2 процентных пункта) <sup>11</sup>. Однако с ростом процентных ставок в 2022–2023 гг. спрэды снова расширились, и private credit вновь требует премию за риск ~2–3% сверх сопоставимых банковских займов <sup>11</sup>. В целом фонды частного долга предлагают более высокие ставки, отражающие более высокий риск их заемщиков по сравнению с крупными заемщиками банков <sup>12</sup>.

Важно, что **регуляторные изменения** могут усилить переток заемщиков к частным фондам. Вводимые нормы «Базель III Final» повышают требования к капиталу для банков по рискованным кредитам, что может побудить банки еще больше сокращать кредитование высокорискованных корпоративных клиентов <sup>13</sup>. В этой ситуации часть бизнеса перейдет к частным кредиторам, хотя маловероятно, что полностью заменит банковское кредитование низкорискованных компаний <sup>13</sup>. Скорее, *ниша leveraged loans и LBO-финансирования* будет все больше отходить фондам. Банки в таком случае потеряют комиссионные за андеррайтинг кредитов, но сохраняют роль в менее рискованных сегментах <sup>13</sup>. Таким образом, private credit стал неотъемлемой частью кредитного рынка, дополняя и частично вытесняя банки в определенных сегментах.

## Основные стратегии private credit

Частный кредит – это **неоднородный класс активов**. Под этим термином скрывается ряд стратегий, различающихся по положению в структуре капитала заемщика, уровню риска и типу заемщиков <sup>14</sup>. Рассмотрим основные виды стратегий private credit:

- **Прямое кредитование (Senior Direct Lending)**: предоставление старших обеспеченных займов компаниям с устойчивой выручкой. Как правило, это **первый залог (1st lien)** на активы компании, аналогичный банковскому кредиту, но выдаваемый фондом <sup>15</sup>. Средства прямого кредитования идут на разные цели – **LBO и поглощения, рост бизнеса или рефинансирование** долгов <sup>16</sup>. Займы обычно плавающие (ставка SOFR + спрэд) и короткие (средняя жизнь 3–5 лет) <sup>17</sup>. Компания-заемщик может быть в собственности PE-спонсора (фонда прямых инвестиций) или независимой. Конкуренция наиболее высока в сегменте займов **средним компаниям** (EBITDA \$50–100 млн), где активны многие фонды и банки <sup>9</sup>. Для повышения доходности фонды senior debt нередко сами берут **кредитное**

**плечо на уровне фонда** – привлекают кредитную линию или секьюритизируют часть портфеля, чтобы увеличить объем выдач <sup>18</sup> .

- **Субординированный долг (Mezzanine и Capital Appreciation):** займы, уступающие по приоритету старшим кредиторам и ближе к капиталу. **Мезонинные кредиты** обычно дополняют старший долг при выкупах или росте, давая заемщику капитал *между* банковским долгом и собственным капиталом. За более высокий риск мезонин-компонент часто включает **долю в акционерном капитале** – в виде варрантов или опционов на акции <sup>19</sup> <sup>20</sup> . Современные фонды нередко инвестируют по гибкой стратегии **Capital Appreciation**: могут вкладываться как в займы (старшие или младшие), так и в привилегированные акции, получая часть роста стоимости компании <sup>21</sup> . Такие стратегии дают более высокий потенциал дохода за счет *equity upside*, но и риск ближе к долевого. Обычно фонд субординированного долга имеет ~10–20% экспозиции в капитал заемщиков (через опционы, совместные инвестиции и т.п.) <sup>22</sup> .

- **Кредитные оппортьюнити и стрессовые долги (Credit Opportunities & Distressed):** стратегии, нацеленные на **особые ситуации**. Фонды credit opportunities гибко реагируют на рыночные возможности – финансируют компании с временными трудностями (stressed), покупают дисконтированные долговые бумаги на вторичном рынке или закрывают *бесхозные потребности в финансировании*, которые не покрывают банки <sup>23</sup> . В спокойные периоды они могут давать займы работающим бизнесам, а в кризисные – смещаться в distressed. **Distressed-долги** – это выкуп сильно обесцененных обязательств компаний на грани дефолта или банкротства. Цель – либо дождаться улучшения ситуации и продать долг дороже, либо через реструктуризацию получить долю в капитале компании <sup>24</sup> . Некоторые фонды специализируются на *distressed for control* – намеренно скупают долг, чтобы получить контроль над компанией (фактически это ближе к стратегии *distressed private equity*) <sup>25</sup> . Доходность в этой категории формируется частично из процентных платежей, но во многом – из роста стоимости купленных долгов или акций после оздоровления компании.

- **Специальное финансирование и нишевые активы (Specialty Finance):** широкий спектр нестандартных кредитных стратегий, требующих узкой экспертизы. Главное отличие – отсылка от риска одного корпоративного заемщика, диверсификация либо на множество мелких заемщиков, либо на иные активы <sup>26</sup> <sup>27</sup> . Примеры: финансирование пулов активов (*asset-based lending*). Фонд предоставляет кредит **небанковскому кредитору**, который выдал множество мелких займов (например, потребительских или МСБ-кредитов), и берет в залог весь этот пул <sup>28</sup> . Таким образом, фонд опосредованно кредитует сотни заемщиков, а originator продолжает обслуживать портфель, но обязуется оставить на своем балансе *первый убыток* (резерв под потери) – аналогично секьюритизации <sup>29</sup> . Другой пример – **лизинг или финансирование оборудования**: фонд покупает активы (самолеты, железнодорожные вагоны и т.п.) и сдает их в аренду, получая стабильный денежный поток от платежей по лизингу <sup>26</sup> <sup>30</sup> . Также к special situations относят **роялти-финансирование** (покупка прав на часть лицензионных платежей, напр. на фармпрепарат или музыкальный каталог) <sup>31</sup> , **страховые и аннуитетные портфели, факторинг, торговое финансирование, финансирование судебных исков**, выкуп просроченных долгов (NPL) и пр. <sup>31</sup> . Диапазон доходностей тут очень разный: от высоких однозначных процентов (8–9% годовых) до высоких двузначных (15–20%+) в год, в зависимости от риска и специфики ниши <sup>32</sup> .

- **Венчурный долг (Venture Debt) и финансирование на основе выручки (Revenue-Based Financing):** особые формы кредитования стартапов и растущих технологических

компаний. **Венчурный долг** – это займы стартапам, уже привлечшим венчурный капитал, для удлинения «взлетной полосы» до следующего раунда или финансирования капексов. Такие кредиты обычно предоставляются специализированными венчурными банками или фондами под **высокую ставку + опционы (варранты)** на акции компании. Venture debt дополняет венчурные инвестиции: он дает стартапу дополнительный капитал без немедленного размыwania долей, однако заем должен обслуживаться и часто погашаться через 2–3 года, поэтому подходит компаниям с выручкой или близкими к операционной окупаемости. **Финансирование на основе выручки (RBF)** – еще более новый подход, занимающий нишу *между кредитом и венчуром* <sup>33</sup>. По модели RBF инвестор выдает капитал бизнесу без фиксированной процентной ставки; вместо этого компания обязуется платить инвестору оговоренный процент от **будущей выручки** в течение определенного периода <sup>33</sup>. Платежи продолжаются до тех пор, пока инвестор не получит обратно оговоренную сумму (обычно это первоначальный капитал + фиксированная комиссия или доход). Например, британский финтех **Uncapped** выдает e-commerce бизнесам до \$10 млн, взимая фиксированную комиссию 2–14%, а возврат средств привязан к доле от ежемесячной выручки: рост выручки ускоряет возврат долга <sup>34</sup>. RBF особенно востребован у интернет-компаний, SaaS-сервисов, e-commerce проектов – то есть **бизнесов с регулярной выручкой, но без залогов**, которым банки не дают кредиты, а венчурные фонды не считают их «единорогами» для вложений <sup>35</sup>. Такой механизм позволяет стартапу привлечь средства *без продажи доли*, а инвестору – получать возврат пропорционально успехам компании.

## Управление рисками и защитные механизмы

**Риск-менеджмент в private credit** отличается от банковского и венчурного, акцентируя **сохранность капитала и минимизацию убытков**. В отличие от венчурных инвесторов, которые рассчитывают, что несколько удачных проектов окупят потери от неудачных, кредитные фонды не имеют «джекпотов» – **в долговых сделках нет безграничного роста стоимости**, можно заработать лишь проценты и комиссию <sup>36</sup>. Поэтому **главное правило частного кредитора – не допустить дефолтов и потерь принципала** <sup>36</sup>. Фонды отбирают заемщиков с устойчивыми бизнес-моделями и достаточным запасом прочности, чтобы те могли регулярно платить проценты и вернуть долг даже при стрессовом сценарии <sup>37</sup>. Принципы управления рисками включают следующие элементы:

- **Ковенанты и мониторинг.** В кредитных соглашениях private credit часто прописываются **финансовые ковенанты** – показатели, которые компания обязана поддерживать (например, минимальный уровень EBITDA/проценты или лимит на долговую нагрузку). Такие ковенанты служат **ранним индикатором проблем**: если метрики ухудшаются, кредитор получает право вмешаться – потребовать план оздоровления, усилить контроль или пересмотреть условия займа <sup>38</sup>. По данным индустрии, прямые кредиторы в среднем **жестче банков по ковенантам**, что позволяет им лучше мониторить заемщиков <sup>39</sup>. Однако в погоне за крупными сделками некоторые фонды начали ослаблять ковенанты («cov-lite» сделки), приближаясь к банковским стандартам ради конкурентного предложения для заемщика <sup>40</sup>. Пока что большинство mid-market займов все же содержат ковенанты, и это помогло удерживать низкий уровень дефолтов.
- **Старший залог и структура сделки.** Преимущество private credit – возможность структурировать заем под конкретного заемщика. Как правило, фонды стремятся получить **старшую позицию в капитале**. Большинство прямых кредитов обеспечены залогом активов компании, что формально дает право первоочередного взыскания в случае дефолта <sup>41</sup> <sup>38</sup>. Исторически первая линия (1st lien) по корпоративным займам

обеспечивала ~70% возврата при дефолте, тогда как по необеспеченным облигциям – ~47% <sup>42</sup>. Однако важно понимать, что эти цифры основаны на среднем по рынку. Свежие данные указывают на *ниже ожидаемые recovery в сегменте private credit*: по оценке S&P, средняя **восстановляемость по дефолтным прямым займам составляет лишь ~33%** (то есть две трети долга не возвращается), тогда как по схожим по риску синдицированным кредитам – ~52% <sup>43</sup>. Причина – более высокая долговая нагрузка и меньшее наличие ликвидных активов у типичного заемщика private credit. Тем не менее, фонды пытаются защититься, требуя от компаний **значительного собственного капитала в структуре** (на каждое привлекаемое \$1 долга, желательно чтобы было \$0,5–1 собственного капитала) и ограничивая объем суммарного долга. Например, в LBO-сделках 2021 года долговое плечо достигало 6–7х EBITDA, а к 2023 году кредиторы снизили его до ~5х, что снижает вероятность неплатежеспособности <sup>44</sup> <sup>45</sup>.

- **Диверсификация и «club deals».** Фонды обычно формируют портфель из десятков займов, распределяя риск дефолта. К тому же, появилась практика **«клубных сделок»** – несколько кредиторов совместно дают один заем крупному заемщику, деля между собой риски и сумму <sup>46</sup> <sup>47</sup>. Статистика показывает рост среднего числа кредиторов на одну сделку за последние годы, что позволяет фондам финансировать более крупных заемщиков, не беря весь риск на себя <sup>46</sup> <sup>47</sup>. Клубные сделки стали альтернативой традиционному банковскому синдицированию, сохраняя при этом приватность и гибкость условий.
- **Гибкость в работе с проблемными долгами.** В случае, если заемщик сталкивается с трудностями, частные кредиторы, как правило, имеют большую свободу действий в **реструктуризации** по сравнению с банками или публичными облигациями. Поскольку число кредиторов ограничено (часто 1–3 фонда на займ), они могут оперативно договориться с компанией о рекапитализации, предоставлении отсрочек, введении новых инвесторов и т.д. <sup>48</sup>. Это одна из причин, почему **дефолты в private credit пока остаются низкими** – за 2023 год уровень дефолтов по прямым займам был ниже, чем на рынке высокодоходных облигаций или банковских кредитов <sup>48</sup>. Факторы, способствовавшие этому: долгие годы низких ставок (дешевое рефинансирование) и наличие ковенантов, позволяющих вовремя вмешаться <sup>48</sup>. Однако эксперты подчеркивают, что индустрия еще не прошла проверку **длительной рецессией** <sup>40</sup>. Возможное ухудшение экономики и высокие ставки могут вскрыть слабости – уже наблюдается снижение коэффициентов покрытия процентов (ICR около 2,0х против ~2,7х у аналогичных заемщиков банков) <sup>49</sup> <sup>50</sup>. Таким образом, фондам предстоит проверить свои стратегии на прочность в более жестких условиях.
- **Альянс интересов с инвесторами.** Важный нюанс: модели private credit предполагают, что **управляющая компания фонда нацелена на защиту интересов инвесторов (LP)**, поскольку она сама держит риск до погашения. В публичном рынке кредитов банки часто работают по модели «originate-to-distribute» – выступают посредником, размещая кредит среди инвесторов, и их клиент в большей степени заемщик, а не конечный держатель долга <sup>51</sup>. В private credit же GP фонда обычно сам **структурирует и удерживает заем в портфеле до погашения**, что выравнивает мотивацию с LP – добиться максимальной надежности и возвратности долга <sup>51</sup>. Этот *skin in the game* стимулирует более тщательное андеррайтинг и последующий контроль.

## Доходность и результаты: обзор эффективности private credit

**Историческая доходность.** Инвестиции в частный кредит позиционируются как инструмент для получения **стабильного дохода выше, чем в публичных облигациях**, но с более низкой волатильностью, чем у акций или венчурного капитала <sup>52</sup>. В среднем, фонды private credit стремятся обеспечивать инвесторам двузначную годовую доходность. Например, по данным 2023 года, рост процентных ставок поднял текущую доходность прямого кредитования до ~12% годовых (в долларах США) по денежному потоку <sup>53</sup>. За счет покупки новых займов с дисконтом и умеренного плеча на уровне фонда, **совокупный IRR** лучших фондов может достигать ~14–15% брутто <sup>54</sup> <sup>55</sup>, что приблизилось к уровням фондов выкупа (buyout) предыдущих лет <sup>56</sup> <sup>57</sup>. Для сравнения, средняя чистая доходность глобальных buyout-фондов 2008–2018 годов составила около 18% годовых <sup>56</sup>, а венчурных фондов – еще выше. Таким образом, private credit все еще уступает по средним результатам классическому private equity, но **разрыв сократился** благодаря повышению ставок.

Отдельные исследования подтверждают, что **частный кредит обгонял публичные рынки долга**. В частности, по данным Cambridge Associates, исторически частный кредит опережал по доходности индексы **высокодоходных облигаций и кредитов** на 200–600 б.п. (2–6 процентных пунктов) при сопоставимом качестве заемщиков <sup>52</sup>. Сниженная волатильность оценок (отсутствие ежедневных котировок) делает эту доходность более стабильной на бумаге <sup>52</sup>. Однако с поправкой на риск и ликвидность **эффективность private credit примерно соответствует рынку высокодоходных облигаций**. По расчетам ученых, средний фонд private credit за всю историю чуть превосходил корпоративные облигации **инвестиционного уровня**, но *немного не дотягивал до доходности НУ-облигаций* <sup>58</sup>. Иначе говоря, премия private credit над публичным рынком существует, но во многом съедается за счет риска ликвидности и кредитного риска сопоставимого с сегментом НУ.

**Диапазон исходов и рисков.** Существенным отличием private credit от венчурного капитала является **более узкий разброс доходностей фондов**. По данным анализа 6000 фондов различных стратегий (1980–2022 гг.), **95-й перцентиль** по совокупному мультипликатору (TVPI) для private credit составляет ~2,08x, тогда как у венчурных фондов ~4,24x <sup>59</sup>. Это значит, что самые успешные кредитные фонды максимум удваивали капитал инвесторов, тогда как топ-5% венчурных – увеличивали в 4 и более раза. С другой стороны, **неудачные кредитные фонды** в 5% худших случаев возвращали ~0,81x (потеря ~19% капитала), тогда как провальные венчурные – лишь ~0,36x (потеря 64%) <sup>59</sup>. Таким образом, **private credit – более консервативный и предсказуемый класс**: нет сверхприбылей, но и катастрофические потери редки (при грамотном управлении). Стандартное отклонение результатов фондов private credit ниже, чем у фондов прямых и венчурных инвестиций <sup>60</sup>, хотя эксперты предупреждают, что прошлая низкая дисперсия частично объясняется *благоприятной экономической средой*. В будущем, особенно в условиях возможных дефолтов, вариативность результатов private credit может возрасти <sup>60</sup>.

**Сравнение с традиционными активами.** Для институциональных инвесторов вложения в private credit привлекательны как источник **регулярного дохода** (процентные платежи по кредитам обычно осуществляются ежеквартально, создавая кеш-флоу для LP <sup>17</sup>) и диверсификации. Кредитные фонды имеют низкую корреляцию с фондовым рынком (акциями), особенно если в портфеле есть специализированные стратегии (роялти, лизинг, кредиты под активы), слабо зависящие от экономического цикла <sup>26</sup> <sup>27</sup>. В период сверхнизких ставок (2010-е годы) private credit получил бурный приток капитала, так как инвесторы искали **более высокую доходность вместо облигаций**, причем при кажущихся умеренных рисках (низких

исторических дефолтах) <sup>61</sup>. Конечно, бесплатных обедов не бывает – риск куда не исчез, просто он проявится в худшие времена. Тем не менее, даже на фоне роста доходностей гособлигаций (2022–2023 гг.) интерес к private credit сохраняется: например, страховые компании, пенсионные фонды и др. продолжают увеличивать долю этого актива, веря в его **структурные преимущества** (плавающие ставки, высокий приоритет в капитале, защита залогами) <sup>62</sup> <sup>63</sup>.

## Сравнение с венчурными фондами: долговое vs доленое финансирование

**Стратегия инвестирования.** Частный кредитный фонд и венчурный фонд принципиально по-разному финансируют компании. **Венчурный фонд (VC)** покупает долю в капитале стартапов/компаний, надеясь на кратный рост стоимости и получение прибыли через продажу акции (IPO, покупка стратегом и т.д.). **Фонд private credit** предоставляет заем, т.е. *долговое финансирование*, и его доход фиксирован – проценты по займу и возврат основного долга по графику. Нет необходимости ждать “экзита” компании; возврат идет по контракту в течение срока займа (3–5 лет) <sup>17</sup>. Таким образом, **венчур инвестирует в потенциал роста**, а кредитор – в способность компании генерировать денежный поток для обслуживания долга.

**Риск и доходность.** Венчурный капитал известен высокой рисковостью: значительная часть стартапов, куда вкладывают VC-фонды, могут обанкротиться или не вырасти вовсе. Компенсация – несколько **супер-успешных** компаний (1–2 из десятка) обеспечивают львиную долю дохода фонда, часто принося x10 и более на вложенный капитал. Фактически, распределение результатов VC – **«пауэр-ло»** (малая доля победителей дает основную отдачу) <sup>59</sup>. В private credit такой возможности нет – каждый заем имеет ограниченный верх по прибыли (процентная ставка). Поэтому фонду критически важно **избегать дефолтов**, ведь ни один успешный заем не принесет 1000% прибыли, чтобы покрыть убытки от других <sup>36</sup>. Это делает частный кредит **более консервативным**: средние доходности ниже, но и вероятность полного провала минимальна при правильной диверсификации. В цифрах: венчурные фонды исторически целятся на внутреннюю норму доходности (IRR) 20%+ годовых (топовые – и 30–40%), в то время как фонды частного долга довольствуются 8–15% годовых <sup>64</sup> <sup>56</sup>. При этом доход private credit более **предсказуем и стабилен** – проценты платятся регулярно, низкая волатильность оценок. Венчурные же инвестиции могут долго быть неликвидными и «на бумаге» отмечаться по себестоимости, а затем выстрелить или обесцениться ближе к концу жизни фонда.

**Права и контроль над бизнесом.** Венчурные инвесторы, получая долю в стартапе, часто приобретают **корпоративные права** – место в совете директоров, право влиять на стратегию, наем топ-менеджеров. Они активно вовлечены в развитие компании, помогая масштабировать бизнес, вводя экспертизу. Кредиторы же, как правило, **не вмешиваются в оперативную деятельность** компании, если та исправно выполняет условия займа. Их контроль носит пассивный характер – через ковенанты и отчетность. Лишь при нарушении условий или риске дефолта кредитор может влиять (требовать изменить курс, иногда пригрозить привлечением консультанта по реструктуризации). Таким образом, **венчур = «умные деньги» с менторством**, а private credit – скорее *«тихие деньги»* под процент, с реакцией только при проблемах.

**Положение в структуре капитала.** При совместном финансировании проектов венчурные инвесторы и кредиторы занимают *разные уровни в капитале*. **Долговой капитал всегда имеет приоритет** перед акционерами: сначала обслуживаются проценты и возвращается заем, и лишь потом остаточная прибыль достается владельцам долей. Для стартапа включение долга означает, что в случае неуспеха сначала выплатят кредит (если что-то осталось), а венчурные доли могут обесцениться до нуля. Зато, если бизнес **успешен сверх ожиданий**, кредитор все равно получит

только оговоренные проценты, а весь сверхдоход уйдет акционерам (включая VC-фонд). В этом смысле венчурный капитал **обладает неограниченным апсайдом**, а частный кредит – нет. Поэтому для **бизнесов с потенциально взрывным ростом** (например, прорывные технологии, глобальные платформы) венчурное финансирование выгоднее: оно разделяет риск и дает максимальную гибкость, не создавая постоянных выплат. А вот для **бизнесов с предсказуемой выручкой, но не планирующих расти в 100 раз**, привлечение RBF или венчурного долга может быть оптимальным решением – предприниматель не размывает свою долю, а инвестор получает возврат из потоков компании <sup>35</sup>.

**В российском контексте.** В России венчурная индустрия до недавнего времени развивалась при поддержке государства и ограниченного круга фондов, тогда как сегмент частного кредитования стартапов практически отсутствовал. Однако ситуация меняется: с 2022 года приток иностранного венчурного капитала сократился, и технологические компании ищут **альтернативные источники финансирования**. Здесь на авансцену могут выйти либо **венчурные долги от корпораций и банков**, либо модели **финансирования под выручку**. Российские банки, ориентированные на МСБ (например, Тинькофф, Модульбанк, Точка), уже запускают сервисы для e-commerce и малого бизнеса, совмещающие расчетно-кассовое обслуживание с кредитными продуктами под оборот <sup>65</sup>. Это первые шаги к RBF-моделям: когда заем для онлайн-продавца возвращается из выручки магазина. Более того, такие гиганты, как МТС (через MTS StartUp Hub), изучают возможность внедрения RBF – например, организуют венчурные клубы для обсуждения этого инструмента <sup>66</sup> <sup>33</sup>. Эксперты отмечают, что *предпосылки для RBF в России есть*: бурный рост интернет-торговли, внедрение Open Banking (банковские API для доступа к данным счета компании) и распространение SaaS-сервисов для учета финансовых показателей <sup>67</sup>. Все это упрощает инвесторам анализ выручки и рисков бизнеса, а значит, делает возможным выдачу займов под процент от выручки.

## Перспективы развития частного кредита в России

**Текущая ситуация.** На сегодняшний день **специализированных фондов private credit в России практически нет**. Корпоративное кредитование остается доминирующей сферой банков (включая государственные банки). Частные инвестиционные фонды в РФ традиционно фокусировались на долевом участии (PE/VC) или недвижимости. Среди причин – ограниченный пул институциональных инвесторов, готовых вкладываться в частные долги, и *недостатки правовой среды* (сложности с банкротством, взысканием, защитой прав кредиторов). Однако появление правовой конструкции **инвестиционного товарищества** в 2012 году заложило основу для развития индустрии частных фондов, в том числе кредитных <sup>68</sup>. Госорганизации (РВК, Сколково и др.) сначала применяли эту форму для венчурных фондов. Теперь рассматривается возможность активнее задействовать ее и для финансирования стартапов на поздних стадиях или средних технологических компаний. В январе 2024 г. Минэкономразвития РФ предложило реформы по привлечению инвестиций в стартапы через механизмы инвестиционных товариществ <sup>69</sup>, что свидетельствует о государственном интересе к развитию *частно-инвестиционного финансирования* инноваций вне банковского сектора.

**Возможности и ниши.** В условиях ограниченного доступа российских технологических компаний к зарубежному капиталу, частный кредит может стать **важным источником финансирования роста**. Перспективными нишами выглядят:

- **Венчурный долг от корпоративных инвесторов.** Крупные корпорации с денежными резервами (телекомы, ИТ-компании, банки) могут через фонды или партнерства предоставлять целевые займы перспективным стартапам (особенно B2B-сектору), рассчитывая на процент и стратегические эффекты.
- **RBF для e-commerce и SaaS.** Интернет-магазины, сервисы по подписке, облачные продукты –



все они генерируют регулярную выручку, которую можно частично направлять на выплату инвесторам. Если создать фонд RBF, агрегирующий капитал бизнес-ангелов, корпораций и, возможно, государственных институтов, он мог бы финансировать сотни мелких онлайн-предприятий, заполняя пробел между банковским кредитом (который малому e-commerce недоступен) и венчуром (который не заинтересован в небольших проектах) <sup>35</sup>.

- **Кредитование под выручку для проектов импортозамещения.** В текущих условиях особое значение имеют технологические проекты в сфере *hardtech* (электроника, оборудование) и *softtech* (ПО, SaaS), которые смогут быстро выйти на рынок. Государственные фонды и частные инвесторы могут через партнерства финансировать такие компании на условиях разделения будущей выручки (по сути RBF или конвертируемые займы). Это позволит инновационным предприятиям получить деньги на производство/разработку без немедленной передачи доли, а инвесторам – вернуть средства от продаж продукта.

**Проблемы и риски.** Разумеется, развитие private credit в России сопряжено с вызовами. Во-первых, **высокие процентные ставки** и инфляция требуют, чтобы заемные инструменты предлагали очень большую доходность (15–20% рублевая ставка, чтобы конкурировать с банковскими депозитами и компенсировать риск). Не каждый бизнес выдержит такую нагрузку платежей по долгу. Во-вторых, **правовые риски**: взыскание залога или реализация прав кредитора в случае дефолта может быть затруднена длительными судебными процедурами. Инвесторы будут опасаться давать деньги без надежных механизмов защиты. В-третьих, **низкая осведомленность рынка**: предпринимателям еще непривычны инструменты вроде RBF, а инвесторам – культура кредитного анализа стартапов. Нужна демонстрация успешных кейсов, чтобы привлечь доверие.

**Перспектива.** Несмотря на эти преграды, тенденции говорят о формировании спроса на **новые финансовые продукты для инноваций**. Частный кредит, включая венчурный долг и RBF, может занять достойное место в экосистеме, если будет адаптирован под российские реалии. В идеале, консорциум заинтересованных сторон – госинституты развития, банки, корпорации и частные фонды – создаст пилотные инвестиционные товарищества, которые начнут выдавать займы технологическим компаниям. Успешные примеры с возвратом инвестиций привлекут больше капитала в эти фонды. Со временем может сложиться **рынок частного долга для среднего бизнеса**: где предприятия получают ростовой капитал без залога, под будущие потоки, а инвесторы – приличную доходность, разделяя с банками роль кредиторов экономики. Пока же этот сектор в РФ находится в зачатке, и проще опереться на международный опыт. Например, история Upsarped демонстрирует, как правильно выбранная модель (финансирование под выручку) позволила создать лидера с оценкой \$2 млрд всего за несколько лет <sup>70</sup>. Аналогичные подходы при поддержке локальных игроков могут открыть для российских инновационных компаний **новый канал финансирования**, дополняющий венчурные инвестиции и государственные гранты.

**Заключение.** *Частный кредит* – динамично развивающийся класс активов на стыке банковского кредитования и прямых инвестиций. Он предоставляет инвесторам возможность получать стабильный доход с лучшей защитой капитала, а компаниям – доступ к гибкому финансированию, когда другие источники недоступны. Грамотное управление рисками – ковенанты, залоги, диверсификация – позволяет держать низкий уровень дефолтов, хотя полная проверка кризисом еще впереди. По сравнению с венчурным капиталом, частный кредит более предсказуем и ориентирован на сохранение капитала, жертвуя потенциальной сверхприбылью ради стабильности. Для России, где классических private credit фондов почти нет, изучение этих стратегий особенно актуально: новые инструменты, такие как венчурный долг и финансирование на основе выручки, могут дать толчок развитию технологических компаний в непростых условиях. При поддержке законодательства и крупных игроков первые пилотные

проекты в этой сфере способны заложить фундамент рынка частного кредитования инноваций в стране. Таким образом, сочетание **международного опыта** и **российской специфики** обещает создать интересную нишу, где private credit станет важным элементом финансовой экосистемы, дополняя банки и венчурные фонды в общем деле финансирования инновационного роста.

**Источники:** Частично собранная аналитика основана на материалах Cambridge Associates <sup>41</sup> <sup>52</sup>, Государственного резервного банка США (FEDS Notes) <sup>8</sup> <sup>71</sup>, отраслевых обзорах (Adams Street Partners, State Street) <sup>64</sup> <sup>36</sup>, а также на данных российской практики и СМИ (RB.RU, РБК) <sup>33</sup> <sup>4</sup>, подробные ссылки приведены по тексту.

---

<sup>1</sup> <sup>2</sup> <sup>9</sup> <sup>10</sup> <sup>15</sup> <sup>16</sup> <sup>17</sup> <sup>18</sup> <sup>19</sup> <sup>20</sup> <sup>21</sup> <sup>22</sup> <sup>23</sup> <sup>24</sup> <sup>25</sup> <sup>26</sup> <sup>27</sup> <sup>28</sup> <sup>29</sup> <sup>30</sup> <sup>31</sup> <sup>32</sup> <sup>38</sup> <sup>41</sup> <sup>42</sup> <sup>51</sup> <sup>52</sup> Private Credit Strategies: An Introduction - Cambridge Associates

<https://www.cambridgeassociates.com/insight/private-credit-strategies-introduction/>

<sup>3</sup> <sup>61</sup> <sup>62</sup> <sup>63</sup> Private debt: Risks returns and opportunities | State Street

<https://www.statestreet.com/ca/en/insights/research-retreat-2024-private-debt>

<sup>4</sup> <sup>5</sup> <sup>68</sup> Инвестиционное товарищество — Википедия

<https://ru.wikipedia.org/wiki/>

%D0%98%D0%BD%D0%B2%D0%B5%D1%81%D1%82%D0%B8%D1%86%D0%B8%D0%BE%D0%BD%D0%BD%D0%BE%D0%B5\_%D1%82%D0%BE%D

<sup>6</sup> <sup>36</sup> <sup>37</sup> <sup>44</sup> <sup>45</sup> <sup>53</sup> <sup>54</sup> <sup>55</sup> <sup>56</sup> <sup>57</sup> <sup>60</sup> <sup>64</sup> Private Credit vs. Private Equity: Analyzing Risk and Return | Adams Street Partners

<https://www.adamsstreetpartners.com/insights/will-private-credit-returns-surpass-private-equity/>

<sup>7</sup> <sup>8</sup> <sup>11</sup> <sup>12</sup> <sup>13</sup> <sup>14</sup> <sup>39</sup> <sup>40</sup> <sup>43</sup> <sup>46</sup> <sup>47</sup> <sup>48</sup> <sup>49</sup> <sup>50</sup> <sup>71</sup> The Fed - Private Credit: Characteristics and Risks

<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/private-credit-characteristics-and-risks-20240223.html>

<sup>33</sup> <sup>34</sup> <sup>35</sup> <sup>65</sup> <sup>66</sup> <sup>67</sup> <sup>70</sup> По модели Uncapped: готов ли российский рынок к revenue based финансированию? | RB.RU

<https://rb.ru/opinion/revenue-based/>

<sup>58</sup> <sup>59</sup> A Deep Dive into Private Fund Performance | Dimensional

<https://www.dimensional.com/us-en/insights/a-deep-dive-into-private-fund-performance>

<sup>69</sup> Минэкономики предложило реформу инвестиций в стартапы через товарищества — РБК

[https://www.rbc.ru/technology\\_and\\_media/09/01/2024/659becde9a7947687566ab0e](https://www.rbc.ru/technology_and_media/09/01/2024/659becde9a7947687566ab0e)