

Рост частного кредитования в мире и потенциал модели в России

Исторический обзор развития частного кредитования

Послекризисное зарождение (после 2008 года): Современный рынок *private credit* (частного кредитования) сформировался во многом как ответ на Глобальный финансовый кризис 2008 года. Банки, пострадавшие от кризиса, ужесточили кредитную политику и столкнулись с новыми регулюировками (например, законом Dodd-Frank в США в 2010 г.), которые ограничили их рискованные займы ¹. В результате в начале 2010-х малые и новые компании (например, технологические стартапы) начали испытывать трудности с получением банковских кредитов, что создало нишу для небанковских кредиторов ². Именно в этот период появились первые специализированные фонды прямого кредитования, заполнившие вакуум, оставленный банками.

Бурный рост в 2010-х: Следующее десятилетие стало временем экспансии частного кредитования. Этому способствовала эпоха ультранизких процентных ставок в развитых экономиках: с 2010 по 2015 год базовая ставка ФРС США держалась на уровне ~0,25%, а максимальная в 2010-х была лишь 2,5% ³. Дешевые деньги и низкая доходность традиционных облигаций подтолкнули институциональных инвесторов к поиску более высокой прибыли, которую они нашли в частных кредитных фондах. Активы под управлением *private credit*-фондов стремительно росли – с примерно \$0,1 трлн в 2010 г. до около \$1,2 трлн в 2024 г. по объему выданных займов ⁴. Для сравнения, в начале 2000-х весь рынок *private credit* оценивался менее чем в \$1 млрд, а сегодня глобальные фонды частного кредитования управляют совокупно свыше \$2,5 трлн средств ⁵. Таким образом, за одно десятилетие индустрия выросла в разы. К концу 2010-х *private credit* превратился из нишевого инструмента в ключевой сегмент прямых инвестиций наряду с традиционным **private equity**.

Рекордное развитие в 2020-е годы: В 2020-х рост частного кредитования продолжился и даже ускорился. Пандемия COVID-19 и последовавшие экономические потрясения лишь укрепили роль альтернативных кредиторов. В 2020–2021 гг. наблюдался бум сделок слияний и поглощений, финансируемых вне банковской системы. Затем резкий рост инфляции заставил центральные банки (в частности, ФРС) повысить ставки в 2022–2023 гг., что привело к появлению на балансах банков так называемого *“hung debt”* – займов, выданных до повышения ставок и потерявших для банков привлекательность ⁶. Оценочно, к 2023 году у банков накопилось до \$80 млрд таких «зависших» долгов ⁷. Столкнувшись с этим, банки сократили новое кредитование, освобождая пространство для частных кредитных фондов, которые вновь выступили *«поставщиками ликвидности»* в экономике. В результате к середине десятилетия объем индустрии достиг около \$1,7–2 трлн ⁸ ⁹, и ожидается дальнейшее увеличение глобального рынка частного долга до \$3 трлн в ближайшие ~5 лет ⁸. Примечательно, что **частное кредитование стало ключевым источником финансирования выкупов**: по данным PitchBook, с 2020 года **более 73% сделок LBO финансируется за счет частных кредиторов** ¹⁰. Таким образом, к 2025 году *private credit* утвердился как неотъемлемая часть финансовой системы, успешно пройдя испытания пандемией и периодом роста ставок.

Основные причины глобального роста частного кредитования

Глобальный бум частного кредитования объясняется несколькими взаимосвязанными факторами:

- **Ужесточение банковского регулирования:** После кризиса 2008–2009 гг. введены более строгие стандарты (Базель III, Dodd-Frank и др.), повысившие требования к капиталу и рискам банков. Это снизило готовность банков кредитовать более рискованные компании, особенно без обеспечения ¹¹. В итоге значительная часть заемщиков, особенно средние бизнесы с высоким левереджем, оказались «недокредитованными» традиционной системой и обратились к небанковским кредиторам ¹².
- **Низкие процентные ставки и поиск доходности: Эра низких ставок** в 2010-х привела к сжатию маржи банков (депозиты не могли упасть ниже нуля, что ограничивало снижение фондирования) ¹³. Банки сократили кредитование, а институциональные инвесторы (пенсионные фонды, страховщики, фонды благосостояния) начали искать более доходные альтернативы государственным и инвестиционным облигациям. Частные кредиты с их более высокой доходностью стали привлекательным вариантом для размещения капитала в условиях нулевых ставок ¹³. Фактически, низкие ставки *сработали как катализатор*: по оценкам BIS, снижение базовой ставки на 4 п.п. ассоциируется с ростом объемов private credit примерно на 12% ¹⁴.
- **Рост институционального капитала и смена аллокаций:** Крупные институциональные инвесторы увеличили долю альтернативных инвестиций в портфелях. Согласно опросам, **более половины глобальных пенсионных фондов к 2024 году планировали нарастить вложения в private credit** ¹⁵. Их привлекает стабильный **поток дохода** (регулярные проценты) при относительно низкой волатильности и низкой корреляции с фондовым рынком. В Европе, например, некоторые институционалы в 2023–2024 гг. проявляли даже больший интерес к частному долгу, чем к классическому private equity, учитывая устойчивость этого класса активов в разные фазы рынка ¹⁶.
- **Невысокая доступность банковского кредита для МСП:** Во всем мире малые и средние предприятия традиционно испытывают дефицит финансирования. Около 10% МСП в развитых экономиках и свыше 20% в emerging markets называют себя *кредитно ограниченными*, зачастую из-за отсутствия достаточного залога ¹⁷. Частные кредиторы, специализирующиеся на **direct lending**, удовлетворяют этот неудовлетворенный спрос, предлагая займы без залога либо с более гибкими ковенантами, рассчитанные на прогнозируемый денежный поток компании. Это открывает доступ к капиталу для более рискованных или непрозрачных заемщиков, которых банки обходят стороной ¹⁷ ¹¹.
- **Высокая корпоративная задолженность:** За последние десятилетия компании нарастили долговую нагрузку, и средний левередж бизнеса увеличился. Банки неохотно кредитуют высоко закредитованные фирмы, опасаясь за их платежеспособность. Частные фонды же готовы работать с такими заемщиками, требуя соответствующую премию за риск. Действительно, отмечается, что **увеличение долговой нагрузки корпораций совпало с расширением доли частного кредитования** – фонды заняли ту нишу, где классические кредиторы стали отступать ¹².

- **Гибкость и скорость по сравнению с банками:** Частные кредитные сделки обычно **структурируются быстрее и индивидуальнее**, чем банковские. Решения принимаются комитетом фонда, минуя сложные бюрократические процедуры крупных банков ¹⁸. Заемщики ценят эту скорость, конфиденциальность и возможность получить «*кредит на заказ*» – с удобным графиком платежей, возможностью капитализации процентов (PIK), длинным сроком или отсрочкой погашения основного долга ¹⁹ ²⁰. Многие компании готовы платить повышенную ставку за **уверенность в финансировании и гибкие условия**, что повышает спрос на private credit ²⁰.

В совокупности эти факторы создали благоприятную почву для стремительного роста частного кредитования в глобальном масштабе. Регуляторы также начинают обращать внимание на этот сектор из соображений финансовой стабильности, поскольку его размеры стали значимыми.

Ключевые игроки и фонды на рынке частного кредитования

Рынок частного долга сегодня привлекает широкий круг участников – от институциональных инвесторов до альтернативных инвестиционных гигантов. Основные категории и лидеры включают:

- **Институциональные инвесторы (LPs):** Пенсионные фонды, страховые компании, благотворительные фонды и суверенные фонды благосостояния – ключевые поставщики капитала для private credit. Они вкладывают средства как напрямую, так и через фонды. По данным Schroders, в 2024 году 46% всех институционалов планировали увеличить аллокации в частный кредит ¹⁵, что отражает их доверие к этому сегменту. Особенно активны пенсии Северной Америки и Европы, видящие в private credit инструмент для стабильного дохода при умеренном риске.
- **Альтернативные инвестиционные управляющие компании:** Ведущие глобальные **private equity-фирмы расширили свои продуктовые линейки** и сегодня доминируют и в private credit. Так, **Apollo Global Management** – крупнейший в мире менеджер фондов частного кредитования с ~\$480 млрд соответствующих активов под управлением ²¹. В первую десятку по размеру кредитных активов входят также Blackstone, KKR, Carlyle, Ares и другие известные игроки из сферы прямых инвестиций ²². Фактически, все четыре крупнейшие публичные PE-фирмы мира теперь имеют обширные кредитные бизнесы ²³. Их стратегии охватывают прямое кредитование, мецанин, distressed-долги и прочие ниши. Например, **Ares Management** (№3 по AUM) за последнее десятилетие привлекла свыше \$104 млрд от инвесторов в свои кредитные фонды ²⁴ и располагает крупнейшим *dry powder* (неинвестированным капиталом) ~\$40 млрд, готовым к размещению ²⁴.
- **Специализированные фонды и платформы прямого кредитования:** Помимо подразделений крупных PE-домов, существуют независимые специализированные менеджеры, исторически сконцентрированные на кредитных стратегиях. К ним относятся, например, **Oaktree Capital** (известна фокусом на distressed debt), **HPS Investment Partners**, **Golub Capital**, **Intermediate Capital Group (ICG)** и др. Многие из них начинали как эксперты в узких сегментах (мецанин, займы среднего рынка и пр.) и со временем масштабировались до мультистратегий. Их клиентура – те же институционалы, а также фонды фондов, семейные офисы и состоятельные частные лица.
- **BDC и другие публичные структуры:** Особенностью США является институт **Business Development Companies (BDC)** – это фонды прямого кредитования, котирующиеся на

бирже и доступные розничным инвесторам. BDC обязаны распределять большую часть прибыли и находятся под надзором регуляторов (аналог REIT в недвижимости). Сегодня **BDC управляют суммарно более \$300 млрд**, что составляет около 20% всего рынка private credit в США ²⁵. Крупнейшие из них (например, Ares Capital Corporation, FS/KKR Capital) стали значимыми кредиторами для среднего бизнеса. Появление BDC позволило частному кредиту привлечь капитал массмаркета, расширив базу инвесторов. В Европе и Азии подобных массовых розничных продуктов пока мало, но ведутся эксперименты с «вечнозелёными» фондами и интервалами ликвидности для частных инвесторов ²⁶.

- **Банковский сектор и партнерские модели:** Интересно, что и традиционные банки не остались в стороне. Крупнейшие инвестбанки теперь имеют подразделения, занимающиеся прямым кредитованием, либо партнерятся с фондами. Например, JPMorgan с 2019 года активно наращивает бизнес private credit в Азиатско-Тихоокеанском регионе, нацеливаясь на средние компании без рейтинга инвестиционного уровня ²⁷. В феврале 2023 г. JPM анонсировал выделение еще \$50 млрд под прямое кредитование, видя огромный потенциал роста в этой сфере ²⁸. Сами банки зачастую участвуют в сделках совместно с фондами: банк может предоставить старший транш займа (обладающий приоритетом и более низким риском), соблюдая регулятивные нормы, а фонд – субординированный или юниорный транш с более высокой доходностью ²⁹. Такая кооперация позволяет банкам не терять клиентов, а фондам – наращивать объем сделок, опираясь на инфраструктуру банков. В целом, границы между банковским и небанковским кредитованием стираются: формируется экосистема, где private credit становится органичной частью «кредитного конвейера» экономики ³⁰.

В итоге сегодня сложилась разветвленная инфраструктура рынка private credit: от **дилежанс-провайдеров, трасти и агентств**, сопровождающих сделки, до вторичных платформ по торговле кредитами. Всё это способствует дальнейшей профессионализации отрасли и привлечению нового капитала ³¹.

География и масштабы: США, Европа, Азия и развивающиеся рынки

Соединенные Штаты – безусловный лидер. США исторически стали колыбелью частного кредитования и сохраняют доминирование. На их долю приходится **порядка 85–90% глобального рынка по объему активов**. По оценке BIS, из \$1,2 трлн непогашенных частных кредитов в мире на 2024 год, более \$1 трлн (87%) было выдано в США ⁴. Для сравнения, в 2010 г. объем private credit в США оценивался лишь в \$90 млрд ³² – рост более чем в 10 раз за 14 лет. В США наиболее развита инфраструктура: сотни фондов различного масштаба, публичные BDC, большой пул институциональных инвесторов и благоприятная правовая среда. Private credit проник во многие отрасли – от традиционных промышленных секторов до технологий и здравоохранения. Стоит отметить, что до 2020 г. сделки private credit были сосредоточены преимущественно в отраслях TMT, промышленности и производства (на них приходилось ~2/3 портфелей фондов), но к 2020-м наблюдается диверсификация – растет финансирование *cleantech*, биотеха и других новых сфер ³³ ³⁴. В США также зародились новые инструменты в рамках модели: например, **NAV-кредиты** (займы под портфели активов PE-фондов) и **Management Fee loans** (займы под будущие комиссии управляющих компаний) стали набирать популярность в последние годы ³⁵.

Европа – догоняющий, но растущий рынок. В Европе (включая Великобританию) частное кредитование развивалось медленнее, во многом из-за большей роли банков (исторически

европейские фирмы более зависимы от банковского кредитования). Тем не менее, с середины 2010-х европейский private credit начал расти: появились собственные фонды прямого кредитования, зачастую основанные выходцами из банков. По состоянию на последние годы континентальная Европа занимает около **6% глобального рынка частного долга**, Великобритания – еще ~3–4% ³⁶. В абсолютных цифрах это десятки миллиардов долларов выдаваемых займов ежегодно. Наибольшая активность наблюдается в Великобритании, Франции, Германии, а также в странах Скандинавии. Европейские пенсионные фонды и страховые компании постепенно увеличивают инвестиции в данный класс активов. Интересна тенденция: европейские LP в 2023 г. зачастую проявляли больший аппетит к частным кредитам, чем к private equity, благодаря устойчивости кредитных фондов в период пандемии ¹⁶. Регуляторы ЕС также создали специальные режимы (напр., **фонды ELTIF**), чтобы облегчить инвестирование в неликвидные активы, включая прямое кредитование, для широкого круга инвесторов. Прогнозы указывают на то, что Европа будет наращивать долю в глобальном private credit по мере того, как банки следуют строгим нормам и освобождают рыночную нишу для фондов.

Азия – восходящий регион: В Азиатско-Тихоокеанском регионе частное кредитование пока значительно уступает Западу по объему, но демонстрирует **самые высокие темпы роста**. По оценкам Preqin, активы азиатских private credit-фондов выросли с ~\$15 млрд в 2014 г. до почти \$125 млрд к сентябрю 2023 г., то есть увеличились примерно в 5 раз за десятилетие ³⁷. Основные драйверы – *Индия и Юго-Восточная Азия*, где высокие темпы экономического роста (ВВП +6,5% и +4,7% в среднем соответственно) вызывают потребность в капитале ³⁸. Капиталоемкие секторы (возобновляемая энергетика, инфраструктура центров данных, склады и индустриальные парки) активно ищут внебанковское финансирование для роста ³⁸. Также крупные экономики, такие как **Китай**, начали осваивать прямое кредитование: хотя большая часть кредитной системы Китая – это госбанки, появляются альтернативные кредитные фонды и структуры для финансирования частных компаний, особенно в сфере недвижимости и технологий. В целом **частный долг в АТР еще невелик относительно публичных рынков** (для справки: объем публичного долгового рынка Азии ~ \$1,5 трлн, тогда как ежегодный объем сделок private credit в последние годы оценивался всего в ~\$200 млрд ³⁹). Однако потенциал огромен – по словам главы кредитного подразделения JPMorgan Asia, азиатский рынок private credit сейчас лишь в начальной стадии и имеет *«большой разрыв, который предстоит заполнить»* ³⁹. Региональные финансовые центры (Сингапур, Гонконг) стремятся стать хабами для таких фондов, предлагая удобные правовые структуры и налоговые льготы ⁴⁰. Ожидается, что в ближайшие 5–10 лет Азия станет одним из главных источников прироста глобального private credit.

Другие регионы и emerging markets: В Латинской Америке, на Ближнем Востоке и в Африке частное кредитование пока развито слабо. Там доминирует либо банковское финансирование, либо международные кредиты. Тем не менее, точноно появляются фонды, ориентированные на займы в развивающихся странах – зачастую под эгидой крупных глобальных игроков. Например, в ОАЭ и Саудовской Аравии создаются кредитные платформы в рамках развития локальных рынков капитала. В Индии местные NBFC (небанковские финансовые компании) выполняют роль аналогов private credit фондов, кредитуя бизнес вне банковского сектора. В целом footprint private credit обычно тем больше, чем *менее эффективна банковская система и ниже ставки* в стране. Это объясняет, почему в развивающихся экономиках, где ставки часто высоки, private credit не сразу приживается – конкурировать с прибыльностью банковских депозитов или гособлигаций сложно. Однако в нишевых случаях – например, финансирование инфраструктуры или финансирование экспорта – частные кредиторы начинают играть роль альтернативы, особенно когда есть поддержка от международных финансовых институтов.

Подводя итог, география частного кредитования пока неравномерна: **США – ~3/4 и более рынка**, Европа – порядка 10%, Азия – менее 10%, остальное – считанные проценты ⁴. Но относительный вклад регионов постепенно выравнивается по мере созревания рынков и глобализации индустрии.

Применимость модели частного кредитования в России

Как выглядит ситуация в России и есть ли потенциал для внедрения мировой модели частного кредитования в отечественной практике? Здесь необходимо учесть текущий экономический и инвестиционный контекст, существующие аналоги private credit, потребности бизнеса, интерес инвесторов, а также барьеры и перспективные ниши.

Экономический контекст и потребность в альтернативном финансировании

Российская система корпоративного финансирования традиционно опирается на банки (преимущественно государственные) и, в меньшей степени, на рынок облигаций. Доля небанковского кредитования бизнеса в РФ до недавнего времени была незначительной. Однако в 2022–2023 гг. макроусловия резко изменились: отток зарубежных инвесторов, высокие процентные ставки и осторожная политика банков **ограничили доступ компаний к долгому и недорогому капиталу**. К концу 2023 г. ключевая ставка Банка России поднялась до двузначных значений (15–20% и выше), что сделало банковские кредиты очень дорогими для заемщиков. В результате бизнес вынужден искать альтернативы. По данным издания “Коммерсантъ”, во второй половине 2024 года (когда ставка выросла с 16% до 21%) **компании активно прибегали к так называемому «суррогатному» кредитованию** – занимали средства у частных кредиторов, договаривались об отсрочках платежей с поставщиками, а некоторые даже обращались к рынку цифровых валют ⁴¹. Центральный банк РФ констатировал замедление банковского корпоративного кредитования, но это не означает снижение потребностей бизнеса в займах – просто спрос переместился вне банковского сектора ⁴². Эта ситуация наглядно демонстрирует наличие *структурного спроса* на альтернативное финансирование, особенно среди среднего и малого бизнеса, который первым сталкивается с ужесточением условий в банках.

Дополнительный фактор – санкционные ограничения и уход многих иностранных финансовых организаций. После 2022 г. российские предприятия во многом потеряли доступ к внешним рынкам капитала и должны полагаться на внутренние ресурсы. Государство и госбанки фокусируются на крупнейших и стратегически важных проектах, тогда как многим другим компаниям (особенно из секторов, не подпадающих под прямую господдержку) бывает сложно привлечь финансирование на разумных условиях. Это открывает пространство для частных инвесторов и небанковских структур, которые готовы принять на себя больше риска в обмен на более высокую доходность.

Отдельно стоит упомянуть сектор **МСП (малого и среднего предпринимательства)**. Российские МСП традиционно испытывают сложности с привлечением кредитов: банки требуют залоги, которых у малого бизнеса часто нет, либо устанавливают высокие ставки, учитывая повышенный риск. По мере развития предпринимательства возникает потребность в новых инструментах. Здесь возможны решения по аналогии с глобальным private credit – прямое кредитование МСП под будущие денежные потоки, проектные займы, мезанин-финансирование. Уже сейчас мы видим рост интереса к таким альтернативам: например, **краудфинансирование**. Согласно данным Банка России, за 2024 год объем инвестиций, привлеченных через онлайн-платформы (краудлендинг и краудинвестинг), достиг **54,2 млрд руб.** – эти средства пошли преимущественно в малый и средний бизнес ⁴³. Для сравнения, годом ранее объем был значительно меньше, то

есть наблюдается динамика роста. Краудлендинговые платформы (типа «Поток», JetLend, «Планета» и т.д.) становятся для малого бизнеса своеобразным *заменителем* частных кредитных фондов: они соединяют множество частных инвесторов с заемщиками, минуя банк. Хотя средние суммы таких займов невелики, сам тренд демонстрирует готовность рынка к небанковским формам кредитования.

Нынешние инструменты и аналоги private credit в России

Строго говоря, прямой аналог западного фонда private credit в России пока встречается редко. Тем не менее, имеются **инструменты и структуры, выполняющие схожие функции:**

- **Закрытые паевые инвестиционные фонды (ЗПИФы):** ЗПИФы в российской юрисдикции – гибкий инструмент, позволяющий аккумулировать средства частных и институциональных инвесторов для вложений в неликвидные активы. Чаще всего ЗПИФы применяются для недвижимости, венчурных инвестиций, иногда для выкупа предприятий. Однако их можно использовать и для долгового финансирования. Эксперты отмечают, что ЗПИФ способен стать *альтернативой банковскому проектному финансированию* в девелопменте: фонд собирает средства и направляет их на строительство или выкуп объектов, предоставляя застройщику капитал взамен банковского кредита ⁴⁴. Преимущество – **налоговая прозрачность** (ЗПИФ освобожден от налога на прибыль, что позволяет реинвестировать доход и снижает долговую нагрузку на застройщика) ⁴⁵ ⁴⁶. Уже к 2021 году порядка 15% инвестиций в российский девелопмент проходило через механизмы ЗПИФ ⁴⁷. То есть, по сути, **частные инвесторы через фонд кредитуют проекты недвижимости**, получая затем доход от их реализации. Этот опыт можно распространить и на другие отрасли: ЗПИФы могут финансировать инфраструктурные проекты, промышленность, выкупать проблемные долги и т.д., выступая функциональным аналогом private credit-фондов.
- **Инвестиционные платформы (краудлендинг/краудинвестинг):** Как упомянуто, за последние ~3 года принят закон и развивается рынок инвестиционных онлайн-платформ, где физлица и компании могут напрямую финансировать бизнес. Краудлендинг – это по сути **P2P-кредитование МСП**. Например, платформа «Поток» (запущенная при участии Сбера) позволяет частным инвесторам выдавать займы малому бизнесу под оговоренный процент ⁴⁸. Такие платформы закрывают самые мелкие сделки (как правило, займы на суммы от нескольких сотен тысяч до нескольких миллионов рублей). Для компаний это шанс получить деньги быстрее и иногда дешевле, чем в банке, а для инвесторов – высокая ставка (иногда 15–25% годовых) за принятый риск. Государство поддерживает развитие данного сегмента: ЦБ ввел регулирование инвестиционных платформ, ограничив суммы инвестиций от одного лица и установив требования к раскрытию информации ⁴⁹ ⁵⁰. Хотя краудфинансирование – это не классический private credit (тут нет профессионального фонда-менеджера, решения о вложениях принимают сами инвесторы на платформе), **его рост сигнализирует о запросе на альтернативное кредитование** и формирует культуру прямых инвестиций в долг.
- **Мезонинное финансирование и private equity фонды:** В досанкционный период в России действовали несколько **специализированных фондов мезонинного финансирования** при инвестиционных компаниях. Мезонин (промежуточный между долгом и капиталом инструмент) часто использовался для финансирования поглощений или развития компаний, когда возможности классического кредита были ограничены. По данным опроса участников рынка, объем мезонинных сделок в России невелик и точно не подсчитан (нет открытой статистики) ⁵¹. Однако такие сделки есть – их осуществляют

частные инвестфонды, вкладывая средства под фиксированный доход и опционально миноритарную долю. По сути, мезонинные фонды – частично аналог private credit (так как дают заем, хотя и подчиненный). Их развитие сдерживается правовой неопределенностью (сложности взыскания в случае дефолта, недостаток практики судов) ⁵². Тем не менее, в ряде случаев (например, финансирование сделки по слиянию) крупные инвесткомпании предоставляли заем целевой компании, получая повышенный процент. Эти практики могут получить большее распространение при улучшении нормативной базы.

- **Прямые сделки с частными кредиторами:** Наконец, вне институциональных рамок существуют **разрозненные частные кредиторы** – состоятельные бизнесмены, семьи или корпорации, которые предоставляют займы другим компаниям на основе личных договоренностей. В условиях высоких ставок и дефицита банковского кредитования такие случаи участились ⁴¹. Например, одно предприятие может одолжить другому оборотные средства, договорившись о процентах; либо собственник бизнеса может профинансировать проект сторонней компании в обмен на будущую прибыль. Эти сделки трудно отследить статистически, но они представляют зародыш рынка private credit – хотя и без надзора и прозрачности.

Интерес инвесторов и ограничения для развития

С точки зрения инвестиционного капитала, в России пока нет массового притока средств в прямое кредитование, по нескольким причинам. **Негосударственные пенсионные фонды (НПФ)** и страховые компании, которые на Западе являются крупными инвесторами в private credit, в РФ очень консервативны. По данным Банка России, НПФ юридически имеют право вкладывать часть резервов в фонды прямых инвестиций, но **де-факто практически этого не делают**, предпочитая банковские депозиты и облигации ⁵³. Деньги граждан через НПФ идут главным образом в госбумаги, а не в реальную экономику. Аналогично, страховые компании ограничены по нормативам и срокам своих обязательств, поэтому в рискованные долгосрочные кредиты не спешат инвестировать ⁵⁴.

Частные инвесторы – обеспеченные люди – также не проявляют массового интереса к прямым инвестициям в компании. Традиционно состоятельные россияне держат деньги в виде вкладов (на начало 2019 г. вклады свыше 3 млн руб. суммарно составляли 9,3 трлн руб. ⁵⁵) или инвестируют в недвижимость. Для многих из них прямое кредитование бизнеса – новый, малоизвестный инструмент. **Низкая информированность и отсутствие публичных данных** о подобных инвестициях затрудняют оценку рисков ⁵⁶. Кроме того, сказываются ментальные и институциональные факторы: исторически доверие к финансовым посредникам невысокое, были случаи мошенничества, а судебная защита прав инвесторов не всегда эффективна. В докладе Банка России 2020 г. отмечены ключевые *сдерживающие факторы*: **страх перед недобросовестностью заемщиков** (риски мошенничества, нецелевое использование средств) ⁵⁷, **риски правоприменения** (сложно взыскать долг через суд, защищать права кредитора) ⁵⁸, **недоверие к компетенциям управляющих** (нет достаточного числа команд с успешной историей в прямых инвестициях) ⁵⁹, а также **пробелы регулирования** (например, физлица и НПФ не могут быть полноценными участниками договоров инвестиционного товарищества – аналога фондовой «limited partnership» – из-за законодательных ограничений) ⁶⁰ ⁶¹.

Еще один существенный момент – привлекательность *безрисковых* или государственных инструментов. В России до недавнего времени облигации федерального займа (ОФЗ) давали 8–9% годовых, а после повышения ставок и вовсе 12–14%. Для многих институциональных инвесторов такая доходность с минимальным риском уже достаточна, и у них нет стимула рисковать в прямом кредитовании ради 15–20%. В результате потенциал внутреннего капитала

для private credit пока раскрыт слабо: деньги есть, но они идут по проторенным каналам. Тем не менее, по мере насыщения портфелей облигациями и акциями, а также с появлением историй успеха альтернативных инвестиций, ситуация может меняться. Уже сейчас некоторые банки в рамках private banking предлагают своим клиентам продукты, включающие участие в фондах прямых инвестиций ⁶² – фактически знакомят богатых клиентов с таким классом активов.

Потенциальные ниши и перспективы роста в России

Несмотря на перечисленные сложности, **модель частного кредитования имеет шансы на постепенную адаптацию в России**, особенно если будут заимствованы успешные элементы мировой практики. Наиболее перспективные ниши и сценарии применения:

- **Финансирование МСП и «второго эшелона» бизнеса:** Это главный кандидат для private credit. Банки концентрируются на крупных заемщиках с минимальными рисками, тогда как средний бизнес нередко остается без нужного кредита. Частные кредитные фонды (или ЗПИФы, или платформы) могли бы выдавать **прямые займы МСП** под более гибкие условия – например, под будущую выручку, с участием в прибыли или с нестандартным графиком погашения. Сектор информационных технологий, производства, торговли – там много средних компаний, которые уже переросли микрокредиты, но еще не доросли до облигаций. Private credit модель, адаптированная под Россию, могла бы закрыть их потребности. Тем более, что цифровизация (скоринг, онлайн-платформы) упрощает взаимодействие инвесторов и заемщиков. Развитие краудлендинга указывает, что здесь возможен рост.
- **Проектное финансирование инфраструктуры и недвижимости:** Как показывают примеры с ЗПИФами, альтернативные фонды могут привлекаться для проектов, где банки ограничены. Например, строительство дорог, концессии, объекты энергетики – требуют длинных денег, и не всегда госбанки готовы все профинансировать. Если создать механизмы гарантий или государственно-частного партнерства с участием private credit-фондов, то «длинные» частные деньги могут пойти в инфраструктуру. Инвесторы (в том числе население) получили бы надежный обеспеченный актив с прогнозируемым доходом, а экономика – дополнительный источник кредитов. В условиях, когда государство заинтересовано в развитии инфраструктуры, **частное кредитование инфраструктурных проектов** могло бы стать нишей роста (например, через выпуск специальных облигаций или кредиты под гарантию институтов развития) ⁶³.
- **Distressed assets и проблемные долги:** В банковском секторе периодически накапливаются *неработающие кредиты* (NPL). В мире принято, что такие долги продаются со скидкой специализированным инвесторам (distressed-фондам), которые затем работают с проблемными заемщиками. В России рынок проблемных долгов пока находится в ведении самих банков или коллекторов, крупные инвесторы туда почти не заходили. Однако потенциал значительный: санкции и структурные изменения экономики могут привести к появлению компаний, нуждающихся в реструктуризации долгов или выкупе их кредитов со скидкой. **Частные фонды могли бы заниматься выкупом и управлением такими долгами**, получая высокую доходность после восстановления бизнеса. Глобально *distressed debt* – важная стратегия private credit (фонды скупают дефолтные облигации, банковские NPL и т.п. на вторичном рынке с дисконтом) ⁶⁴. В России для этого нужна правовая база для продажи банками кредитных портфелей и защита прав новых кредиторов. Если эти условия будут созданы, то ниша инвестирования в проблемные активы (от кредитов застройщиков до банкротящихся предприятий) может быть освоена частным капиталом.

- **Мецианин и капиталоподобное финансирование компаний:** Для развивающихся компаний, которым не хватает собственного капитала, но не хочется размывать доли, private credit предлагает решения вроде мецианина (займ + опцион) или конвертируемого долга. На Западе такие инструменты широко используются, в России – редко. Тем не менее, в условиях, когда венчурный капитал сужается, а банки не дают *cash-flow lending* без залога, **мецианин-фонды** могли бы профинансировать, скажем, экспансию растущего бизнеса под более высокий процент и долю в будущем. Это рискованно, но и доходность высока. Для инвесторов такие вложения привлекательны при портфельном подходе. Вероятно, сначала подобные сделки будут реализовываться крупными корпорациями (через корпоративные венчурные фонды или инвестиционные подразделения), но затем могут появиться и независимые игроки.
- **Адаптация структур и регулирования:** Для успеха модели потребуется локализовать инфраструктуру private credit. Возможные шаги: улучшить закон об инвестиционном товариществе или разрешить создание аналогов *limited partnership* для совместных инвестиций частных лиц и НПФ (с ограниченной ответственностью участников). Также может быть полезно внедрить **механизмы секьюритизации частных кредитов** – например, выпускать облигации, обеспеченные портфелем займов МСП, что позволило бы передавать риск от изначальных кредиторов более широкому кругу инвесторов. Центральный банк уже изучал опыт **фонда фондов** для прямых инвестиций [17†L119-L127] [17†L120-L128], а также возможность допуска физических лиц и пенсионных денег в альтернативные инвестиции при должной защите ⁵⁷ ⁵⁰. Если эти изменения будут воплощены, то приток капитала в частное кредитование может заметно увеличиться.

Перспективы и сценарии: В краткосрочной перспективе, российский рынок частного кредитования, вероятно, будет расти точечно – через краудфинансирование, отдельные ЗПИФы под проекты, сделки мецианин при поддержке институтов развития. Массового «бума», как на Западе, ждать не приходится до тех пор, пока банковские ставки высоки и финансовая система централизована вокруг госбанков. Однако в **сценарии стабилизации экономики и снижения ставок** интерес к более доходным нишам неизбежно возрастет. Тогда элементы мировой модели смогут прижиться активнее: появятся первые большие фонды прямого кредитования, созданные командами с опытом (возможно, при инвестбанках или больших управляющих компаниях); институты вроде НПФ начнут тестировать вложения в такие фонды; государство может стимулировать ко-инвестирование (по аналогии с тем, как РФПИ ранее инвестировал вместе с зарубежными РЕ-фондами).

В некотором смысле, текущие условия – даже благоприятны для зарождения private credit: **банки дорогие, внешние деньги недоступны**, спрос на капитал у бизнеса есть. Это напоминает обстоятельства, при которых private credit взлетел на Западе (дефицит кредитования после кризиса). Если удастся завоевать доверие инвесторов и отладить юридические механизмы, частное кредитование в России может занять свою нишу. Скорее всего, начнется с секторов, где есть понятные залоги или денежные потоки (недвижимость, инфраструктура, лизинг, торговое финансирование), а затем расширится и на более широкие сегменты экономики.

В заключение, **мировой опыт private credit показал высокую устойчивость и способность заполнять пробелы банковской системы** – от финансирования МСП до выкупа долгов в кризисные периоды ⁶⁵ ⁶⁶. Для России адаптация этой модели может стать одним из путей привлечения «длинных денег» в экономику вне бюджета и госбанков. Перспективы будут зависеть от того, удастся ли создать доверие между частными инвесторами и заемщиками, обеспечить прозрачность и защиту прав. При благоприятном развитии событий частное кредитование

способно стать важным дополнительным каналом финансирования, поддерживая рост тех отраслей, куда не доходит традиционный банковский кредит.

Источники:

- BIS. *The global drivers of private credit* (Quarterly Review, March 2025) 4 13 17 11 .
- RSM US. *Private credit is filling the lending gap...* (Economics Insight, May 2024) 10 1 6 .
- PwC. *Private credit: The rewiring of credit in capital markets* (Report, May 2025) 67 20 29 .
- S&P Global Market Intelligence. *Top 20 private credit managers...* (Jan 2025) 21 15 .
- Reuters. *JPMorgan Chase sees growth in Asia Pacific private credit...* (June 2025) 9 39 .
- Morgan Lewis. *Private Credit Continues to Expand in Asia* (Mar 2025) 8 38 .
- Коммерсантъ. «Кредитам нашли альтернативу» (25.12.2024) 41 .
- RB.ru. «Краудфандинг и краудинвестинг в России – 2025» 43 .
- RWM Capital. «ЗПИФ как альтернатива проектному финансированию» (26.01.2022) 44 46 .
- Банк России. Доклад «Развитие альтернативных механизмов инвестирования...» (авг. 2020) 57 50 .

1 2 3 6 7 10 35 66 Private credit is filling the lending gap but impending debt wall looms
<https://rsmus.com/insights/economics/private-credit-is-filling-the-lending-gap.html>

4 5 11 12 13 14 17 25 26 32 33 34 36 64 The global drivers of private credit
https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2503b.htm

8 31 38 40 Private Credit Continues to Expand in Asia – Publications
<https://www.morganlewis.com/pubs/2025/03/private-credit-continues-to-expand-in-asia>

9 27 28 39 JPMorgan Chase sees growth in Asia Pacific private credit market | Reuters
<https://www.reuters.com/business/finance/jpmorgan-chase-sees-growth-asia-pacific-private-credit-market-2025-06-05/>

15 16 21 22 23 24 Top 20 private credit managers hold more than one-third of dry powder | S&P Global
<https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/articles/2025/1/top-20-private-credit-managers-hold-more-than-one-third-of-dry-powder-86886642>

18 19 20 29 30 65 67 Private credit: Rewiring credit in capital markets: PwC
<https://www.pwc.com/us/en/industries/financial-services/library/private-credit.html>

37 Private credit in Asia isn't just getting bigger, it's becoming more ...
<https://equitiesfirst.com/kr-en/articles/private-credit-in-asia-isnt-just-getting-bigger-its-becoming-more-diverse/>

41 42 Какие альтернативы кредитам использует бизнес и в чем их преимущество
<https://www.kommersant.ru/doc/7403606>

43 48 Краудфандинг и краудинвестинг в России в 2025 году | RB.RU
<https://rb.ru/opinion/crowdfunding-russia-2025/>

44 45 46 47 ЗПИФ как альтернатива проектному финансированию
<https://rwminvest.ru/articles/zpif-kak-alternativa-proektnomu-finansirovaniyu>

49 50 51 52 53 54 55 56 57 58 59 60 61 62 cbr.ru
https://www.cbr.ru/content/document/file/112055/consultation_paper_200811.pdf

63 регион становится кредитором в проектном финансировании
<https://rosinfra.ru/news/infrastrukturnye-budzetnye-kredity-region-stanovitsa-kreditorom-v-proektnom-finansirovanii>