



TENIZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Покупая панику – устойчивость рынка частного кредитования



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

Покупая панику – устойчивость рынка частного кредитования

Рынок частного кредита вырос до \$1,8 трлн к концу 2025 года, однако сегодня появляются первые признаки стресса: Blue Owl заморозил выкупы, Blackstone BCREД столкнулся с рекордными заявками на вывод средств (\$3,7 млрд), а в портфелях начались банкротства в автосекторе и списания SaaS-компаний. Этот стресс создаёт потенциальные точки входа в публичные BDC — ARCC, MSDL, OBDC и MFIC, которые торгуются с дисконтом 8–28% к NAV при дивидендной доходности 10–13%. Дисконты отражают реальные риски, но для инвесторов с горизонтом 2–3 года текущие уровни могут оказаться привлекательными.

Ещё в середине 2010-х термин «частный кредит» был знаком разве что узкому кругу финансистов. Сегодня это один из самых быстрорастущих сегментов мирового рынка капитала: по данным отраслевых оценок, совокупные активы под управлением фондов частного кредита превысили \$1,8 трлн к концу 2025 года. Во многом этот рост стал следствием ужесточения банковского регулирования после кризиса 2008 года: банки были вынуждены сократить кредитование наиболее рискованных заёмщиков — и освободившееся пространство заняли альтернативные игроки.

Как это устроено

Механизм на первый взгляд напоминает банковское кредитование. Специализированный инвестиционный фонд аккумулирует капитал институциональных инвесторов — пенсионных фондов, страховых компаний, семейных офисов — и направляет его компаниям-заёмщикам. Фонд так же оценивает кредитоспособность, устанавливает процентную ставку и ожидает возврата средств в оговорённый срок.

Различия, однако, существенны. Фонды частного кредита не принимают депозиты от населения и не являются системообразующими финансовыми институтами. Именно защита вкладчиков и предотвращение системных рисков лежат в основе строгого банковского регулирования: требований к достаточности капитала, нормативов ликвидности, стресс-тестирования. Фонды частного кредита привлекают средства исключительно от профессиональных инвесторов, способных самостоятельно оценивать риски, — и потому работают в значительно более мягких регуляторных рамках. Это позволяет им структурировать сделки гибче и закрывать их быстрее.

Выданные займы, как правило, не продаются на вторичном рынке и остаются на балансе фонда до погашения. Стоимость такого финансирования для заёмщика обычно выше банковской. Однако доступ к нему шире: частные кредиторы нередко готовы работать с компаниями, которые не вписываются в стандарты банковского андеррайтинга, — с высокой долговой нагрузкой, короткой кредитной историей или нестандартной структурой бизнеса. Именно это делает частный кредит привлекательной альтернативой для значительной части рынка.

Что получают инвесторы

Главный аргумент — повышенная доходность. Частные займы неликвидны и не торгуются на открытом рынке; взамен инвестор получает так называемую премию за неликвидность — более высокую процентную ставку по сравнению с сопоставимыми публичными инструментами: корпоративными облигациями или синдицированными кредитами.

Второе преимущество — естественная защита от роста ставок. Большинство займов в портфелях частного кредита выдаётся по плавающей ставке, привязанной к рыночным бенчмаркам. Когда ставки растут, растёт и доходность портфеля.

Третье — стабильный текущий доход. Фонды регулярно получают процентные выплаты от заёмщиков и распределяют их среди инвесторов, формируя предсказуемый денежный поток.

Наконец, частный кредит нередко демонстрирует низкую наблюдаемую волатильность по сравнению с публичными рынками акций и облигаций, что делает его инструментом диверсификации портфеля. Здесь, впрочем, необходима оговорка: в отличие от публичных инструментов, активы фондов частного кредита оцениваются не по рыночным ценам, а по внутренним моделям. Это сглаживает колебания стоимости на бумаге, но не устраняет лежащие в их основе кредитные риски. Иными словами, низкая волатильность частного кредита — отчасти реальное свойство актива, отчасти артефакт методологии оценки.

Откуда берутся деньги

Инвесторов фондов частного кредита принято делить на две категории: институциональных и частных. К первым относятся пенсионные фонды, страховые компании и суверенные фонды благосостояния — игроки с горизонтом в десятилетия. Для них частный кредит является естественной частью портфеля: длинные сроки и предсказуемый денежный поток хорошо соотносятся с их собственными долгосрочными обязательствами. Иначе обстоит дело с частными состоятельными инвесторами, доступ которых к этому классу активов заметно расширился в последние годы. В отличие от институционалов, они с гораздо большей вероятностью захотят вернуть вложенные средства раньше срока — в силу изменившихся жизненных обстоятельств, рыночной конъюнктуры или смены инвестиционных приоритетов.

Именно здесь возникает одна из структурных особенностей отрасли — ограничения на досрочное изъятие капитала, так называемые гейты (от англ. gate) на квартальные погашения. Механизм прост: фонд разрешает выводить средства лишь раз в квартал и нередко устанавливает потолок на объём изъятий — например, не более 5% активов за один период. Причина — в структуре активов: займы, выданные фондом, являются долгосрочными и неликвидными, их невозможно быстро продать или конвертировать в наличные. Если бы инвесторы могли забирать деньги в любой момент, фонд рисковал бы столкнуться с необходимостью принудительной продажи активов с потерями. Гейты, таким образом, — не столько ограничение прав инвестора, сколько структурная необходимость, обеспечивающая жизнеспособность модели.

Инструменты для розничного инвестора

Конкретные форматы участия существенно различаются в зависимости от того, кто является инвестором. Для институционалов путь в частный кредит традиционно пролегал через закрытые фонды с фиксированным сроком жизни, где капитал блокируется на 7–10 лет, а минимальный порог входа мог исчисляться миллионами долларов. Для частного инвестора индустрия предлагает иные структуры.

Наиболее доступный формат — публичные компании по развитию бизнеса, или BDC (Business Development Companies – также есть и частные BDC). Это биржевые структуры, акции которых торгуются на открытом рынке; покупая их, инвестор получает долю в портфеле частных займов, выданных преимущественно компаниям среднего бизнеса. По закону BDC обязаны распределять не менее 90% налогооблагаемого дохода среди акционеров, что обеспечивает высокую дивидендную доходность. Среди крупнейших — Ares Capital Corporation, Blue Owl Capital Corporation и FS KKR Capital Corp. Однако за биржевую ликвидность приходится платить: котировки BDC подвержены рыночной волатильности и нередко торгуются со значительным дисконтом или премией к стоимости чистых активов.

Для инвесторов, готовых пожертвовать ликвидностью ради большей близости к базовому активу, существуют интервальные фонды (interval funds) и так называемые вечнозелёные фонды (evergreen или perpetual funds).

Первые предлагают ежеквартальный выкуп паёв в пределах установленного лимита и доступны широкому кругу инвесторов без требований к статусу квалифицированного — среди известных примеров фонды Blackstone (BCRED) и Blue Owl. Вторые ориентированы на более состоятельных клиентов с порогом входа от \$25 000 до \$100 000 и выше и, как правило, доступны через частных банкиров или специализированные инвестиционные платформы.

Первые трещины

На протяжении нескольких лет рынок частного кредита рос практически без серьёзных испытаний. Начиная с осени 2025 года картина начала меняться. Череда дефолтов, волна запросов на досрочный выкуп паёв и первые громкие скандалы обозначили контуры проблем, с которыми отрасль столкнулась вплотную.

Триггером послужили банкротства в автомобильном секторе. В сентябре 2025 года крупные заёмщики — дилерская сеть Tricolor и производитель автозапчастей First Brands — объявили о несостоятельности, обнажив уязвимость портфелей фондов, активно кредитовавших компании с высокой долговой нагрузкой. Инвестиционный банк Jefferies, JPMorgan и Fifth Third раскрыли убытки, связанные с этими банкротствами, — и рынок осознал, насколько глубоко банки оказались вовлечены в финансирование самих фондов частного кредита.

Параллельно нарастало давление в сегменте технологических займов. Переоценка перспектив SaaS-компаний в условиях стремительного развития искусственного интеллекта ударила по портфелям фондов, сделавших ставку на кредитование программного бизнеса. Именно этот фактор стал главной причиной волны запросов на изъятие капитала, захлестнувшей крупнейших игроков отрасли в начале 2026 года.

Blue Owl Technology Income Corp. — технологический BDC компании — получил запросы на выкуп паёв на сумму около \$685 млн, что почти втрое превысило стандартный квартальный лимит в 5%. В ответ компания была вынуждена временно поднять допустимый порог изъятий до 17%. Затем, в феврале 2026 года, Blue Owl полностью приостановил квартальные погашения в своём розничном фонде Blue Owl Capital Corp II (OBDC II), отказавшись от ранее озвученных планов по возобновлению выкупа. Вместо этого компания продала около 34% портфеля фонда и направила вырученные средства на погашение кредитной линии Goldman Sachs и специальную выплату инвесторам в размере около 30% от чистой стоимости активов. Аналитики расценили это как фактическое начало ликвидации фонда.

Волна не обошла стороной и крупнейшего игрока отрасли. В марте 2026 года Blackstone раскрыл, что его флагманский фонд частного кредита BCRED с активами под управлением в \$82 млрд получил запросы на выкуп на сумму \$3,7 млрд — 7,9% активов за один квартал, что стало рекордным показателем. Чтобы удовлетворить все запросы без пропорционального урезания выплат, Blackstone и его сотрудники вложили в фонд дополнительные \$400 млн из собственных средств. Акции компании упали на 8% в день публикации отчёта, достигнув двухлетнего минимума.

Apollo также оказался под давлением: один из управляемых им BDC снизил дивидендные выплаты и провёл списание активов в середине февраля 2026 года. Отдельную тревогу вызвал коллапс британского ипотечного кредитора Market Financial Solutions (MFS) — компании с портфелем займов около \$3,2 млрд, в финансировании которой участвовали Barclays, Apollo's Atlas SP Partners и Jefferies. Судебные материалы зафиксировали «серьёзные нарушения», включая предполагаемое двойное залогование активов.

Где деньги делаются в хаосе

Кризис — лучший момент для охоты. Пока розничные инвесторы в панике выстраиваются в очередь за выкупом паёв, а заголовки пестрят словом «ликвидация», опытные игроки с длинным горизонтом и реальным сухим порохом тихо потирают руки. История частных рынков раз за разом доказывает одно: лучшие винтажи рождаются именно в моменты всеобщего пессимизма.

На рынке прямого кредитования сложилась классическая ситуация вынужденного продавца. Инвесторы, испытывающие давление на ликвидность из-за рыночной дислокации, становятся принужденными продавцами — те, кто способен покупать прямо сейчас, могут приобретать качественные активы с существенным дисконтом. Именно этим занимается Боаз Вайнштейн. Конкретная ставка Вайнштейна на Blue Owl — наглядная иллюстрация этой логики. Его фонд Saba Capital совместно с Cox Capital Management запустил тендерное предложение на покупку 6,9% акций одного из нерыночных фондов прямого кредитования Blue Owl с дисконтом 34,9% к NAV. Параллельно Saba и Cox объявили о намерении сделать аналогичные предложения ещё по двум фондам Blue Owl — технологическому OTIC и диверсифицированному OCIC, предлагая цену на 20–35% ниже последней оценочной стоимости активов. Blue Owl в ответ призвал инвесторов отклонить предложение, назвав цену слишком низкой. Но именно в этом и суть сделки: Вайнштейн не спорит с тем, хороши ли активы, — он покупает панику и неудобство тех, кому нужны деньги прямо сейчас.

Четыре имени, на которые стоит обратить внимание

Логика Вайнштейна применима не только к закрытым фондам. На публичном рынке BDC прямо сейчас торгуется ряд компаний, чьи акции предлагают аналогичную асимметрию: высокий текущий доход, преимущественно обеспеченный первоочередным залогом долг и глубокий дисконт к чистой стоимости активов. Четыре из них заслуживают отдельного рассмотрения.

Тикер	Компания	Цена	NAV (31.12.25)	P/NAV	Дисконт	First Lien %	Див. дох.
ARCC	Ares Capital	\$18.06	\$19.94	0.91x	-9%	59.6%	10.63%
MSDL	MS Direct Lending	\$14.60	\$20.26	0.72x	-28%	96.2%	12.33%
OBDC	Blue Owl Capital	\$11.24	\$14.81	0.76x	-24%	73.1%	13.43%
MFIC	MidCap Financial	\$11.21	\$14.18	0.79x	-21%	95.0%	11.06%

NAV на акцию по состоянию на 31.12.2025. Цены на последнее закрытие. Див. дох. = дивидендная доходность.

Ares Capital (ARCC) — крупнейший публичный BDC и эталон отрасли. Цена \$18,06 — дисконт 9% к NAV (\$19,94). Дивидендная доходность — 10,63%. Дисконт скромный, но обоснованный: наиболее диверсифицированный портфель и репутация дисциплинированного кредитора. Доля first lien — 59,6%, остальное — вторые залогом и субординированный долг после строгого отбора. Самая консервативная точка входа в сектор.

Morgan Stanley Direct Lending (MSDL) — максимальный дисконт в выборке: \$14,60 против NAV \$20,26 (-28%). Дивидендная доходность — 12,33%. При этом 96,2% портфеля — senior secured долг. Фактически доллар качественных активов за 72 цента. Инфраструктура Morgan Stanley даёт доступ к потоку сделок и андеррайтинг, недоступный независимым игрокам. Глубина дисконта, скорее всего, отражает молодость платформы и низкую ликвидность, а не проблемы портфеля.

Blue Owl Capital (OBDC) — \$11,24 при NAV \$14,81 (-24%). Дивидендная доходность — 13,43%, максимальная в выборке. First lien — 73,1%. Парадокс: проблемы Blue Owl сосредоточены в нерыночных фондах (OBDC II, OTIC), тогда как публичный OBDC стабильно генерирует денежный поток и платит дивиденды. Рынок наказал бренд целиком — потенциальная возможность для тех, кто отделяет операционную реальность от заголовков.

MidCap Financial (MFIC) — под управлением Apollo. Цена \$11,21, NAV \$14,18 (-21%). Дивидендная доходность — 11,06%. Доля first lien — 95,0%, второй показатель после MSDL. Практически весь портфель — долг с первоочередным залоговым правом для компаний среднего рынка. Дисконт — следствие давления на бренд Apollo после списаний в феврале 2026-го, а не проблем самого MFIC.

Общая логика. Все четыре компании держат преимущественно first lien — долг, погашаемый первым за счёт залога. Акции торгуются с дисконтом 8–28% к NAV, то есть обеспеченный долг продаётся ниже номинала. Дивидендная доходность — от 10,63% до 13,43% — обеспечивает ощутимый текущий доход в ожидании сужения дисконта.

Дисконт существует не без причины: рынок закладывает риск списаний и ухудшения кредитного качества. Стоит также учитывать, что текущие дивидендные доходности не гарантированы: снижение ставок ФРС, сжатие кредитных спредов или рост дефолтов могут привести к сокращению выплат. Но для инвестора с горизонтом два-три года и готовностью переждать турбулентность текущие уровни могут оказаться той точкой входа, которую потом вспоминают как подарок рынка.



TENİZ CAPITAL

INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,
БЦ Teniz Towers

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz

ҚНРДА 18.05.2023 ж. берген №3.2.249/19 лицензия
Лицензия АРРФР №3.2.249/19 от 18.05.2023 г.

ҚНРДА 16.06.2023 ж. берген №4.3.19 лицензия
Лицензия АРРФР №4.3.19 от 16.06.2023 г.

Investment