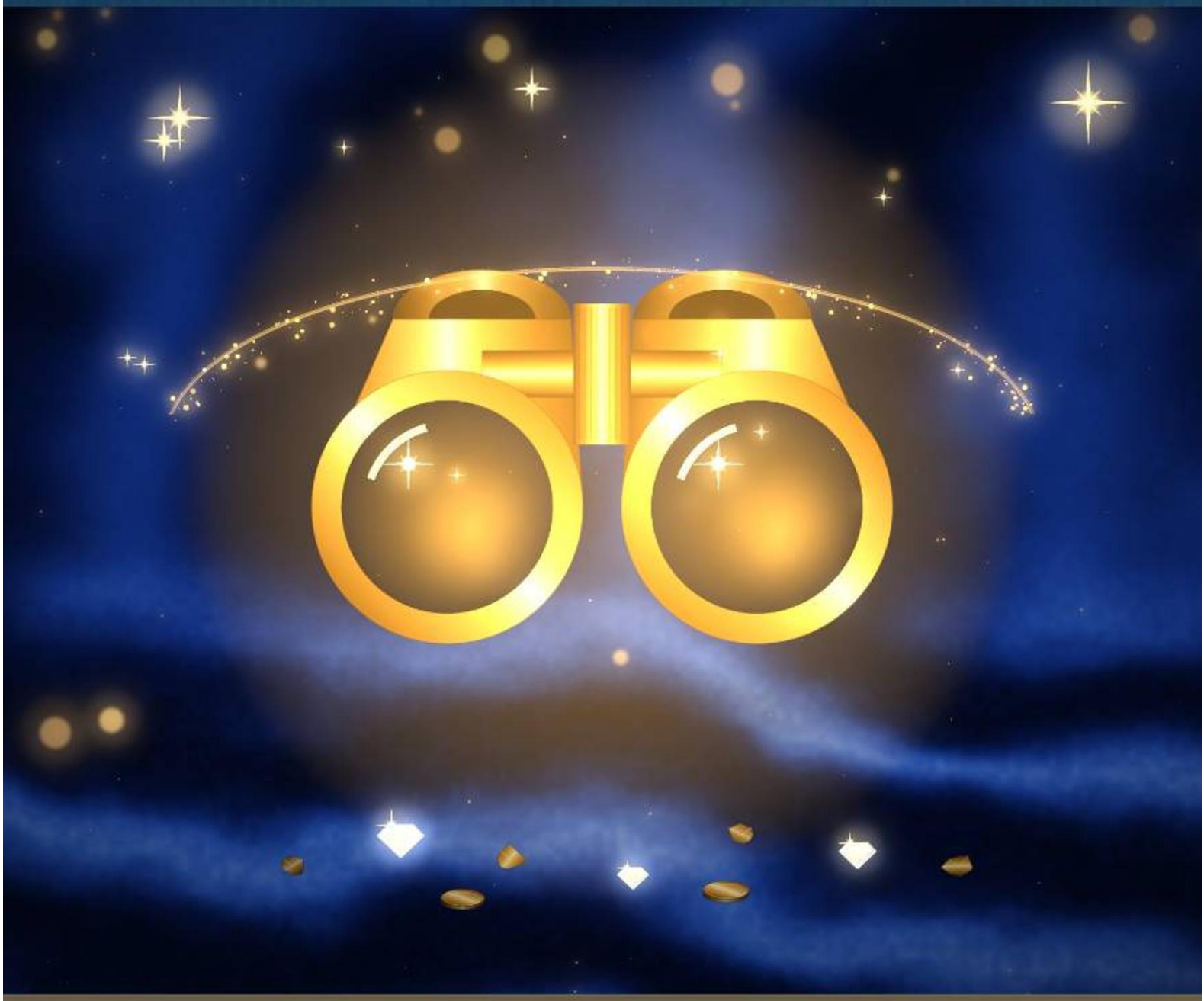
КНИГИ ПО ИНВЕСТИЦИЯМ



АКЦИИ ВТОРОГО И ТРЕТЬЕГО ЭШЕЛОНА

охота за малыми компаниями

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Акции второго и третьего эшелона: охота за малыми компаниями

«Автор»
2026

Гурьев В.

Акции второго и третьего эшелона: охота за малыми компаниями / В. Гурьев — «Автор», 2026

Сегодняшние «голубые фишки» когда-то тоже были малоизвестными компаниями. Эта книга — путеводитель по второму и третьему эшелону российского рынка, где можно найти бумаги с многократным потенциалом роста. Вы узнаете, как искать перспективные малые компании, анализировать их бизнес и отчетность, когда о них еще не пишут аналитики крупных брокеров. Мы честно разберем обратную сторону: низкую ликвидность, широкий спред между покупкой и продажей, резкие скачки цен и манипуляции, которые на малых бумагах встречаются чаще. Вы научитесь определять размер позиции, правильно входить и выходить из неликвидных акций. Книга для тех, кто готов к риску ради шанса найти компанию раньше всех.AI was used in the preparation of the book.

© Гурьев В., 2026
© Автор, 2026

Содержание

Глава 1. Карта рынка и три эшелона 6
Глава 2. Почему малые компании вырастают в разы 14
Глава 3. Кто торгует на эшелонах и как получить доступ 22
Глава 4. Портрет охотника за малыми компаниями 30
Глава 5. Где искать идеи и как сужать воронку 38
Конец ознакомительного фрагмента. 45

Виталий Гурьев
Акции второго и третьего эшелона: охота за малыми компаниями

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Карта рынка и три эшелона

Олегу сорок один год, он работает инженером-технологом на машиностроительном заводе в Екатеринбурге и уже шесть лет откладывает часть зарплаты на брокерский счёт. Его портфель вырос примерно до двух с половиной миллионов рублей, и почти всё в нём лежит в акциях крупнейших компаний страны и в облигациях. Каждый день Олег проходит мимо цехов, где стоят станки и датчики от небольших уральских производителей, и каждый раз думает одно и то же. Он знает эти предприятия изнутри, видит, какие из них растут, а какие стареют, но ни одного из них нет в его портфеле.

Мечта у Олега простая и очень инженерная: найти «свою» компанию раньше, чем её заметит весь рынок. Он хочет купить акции небольшого завода, когда о нём говорят только поставщики и заказчики, и продать их тогда, когда о нём напишут все деловые издания. У этой мечты есть обратная сторона, которую Олег пока не замечает. Он легко влюбляется в хорошее производство и торопится с покупкой, ещё не дочитав отчётность до конца.

Вере тридцать три года, она аудитор из Нижнего Новгорода, и отчётность она читает так, как другие читают детективы. Её трудно обмануть красивой презентацией, потому что за каждой цифрой она видит проводку, договор и подпись. Вера тоже присматривается к малым компаниям, потому что именно там, по её наблюдениям, больше всего нестыковок, которые рынок не успевает заметить. Её слабость в том, что она бесконечно анализирует, откладывает решение и боится купить бумагу, которую потом не сможет продать.

Денису двадцать пять лет, он менеджер по продажам из Краснодара и узнаёт об акциях в основном из каналов в мессенджере и шумных чатов. Его интересуют «ракеты», то есть бумаги, которые за неделю прибавляют сорок или пятьдесят процентов. Пару раз ему повезло, и он успел запрыгнуть в поезд до того, как тот разогнался. Несколько раз не повезло, и он купил на самой вершине, а потом долго ждал, пока цена вернётся. Денис энергичен, любопытен и пока совсем не умеет останавливаться.

Эти три человека будут сопровождать вас на протяжении всей книги. Олег принесёт сюда знание производства и нетерпение, Вера принесёт скепсис и привычку проверять каждую цифру, Денис принесёт азарт и ошибки, на которых удобно учиться. Каждый из них по-своему прав и по-своему уязвим, поэтому вместе они дают довольно полную картину частного инвестора, который решил выйти за пределы голубых фишек. Возможно, в ком-то из них вы узнаете себя, а может быть, сразу в двоих.

У книги есть сквозной вопрос, к которому мы будем возвращаться снова и снова. Звучит он так: «Что я знаю об этой компании такого, чего рынок пока не замечает, и кому я продам эту акцию потом?» Первая половина вопроса касается вашего преимущества, вторая касается выхода, о котором новички почти никогда не думают заранее. К финалу книги вы будете задавать его себе автоматически, а пока просто запомните его и примеряйте к каждой бумаге, о которой пойдёт речь.

Начнём с самого слова, которое стоит в названии книги. Эшелоном в военном и железнодорожном деле называют группу, которая движется в определённом порядке: первый эшелон идёт впереди, второй следует за ним, третий замыкает колонну. На фондовом рынке это слово прижилось ещё в девяностые годы, когда торговля на российских биржах только складывалась. Первым эшелоном стали называть бумаги, с которыми работали крупные игроки, а всё остальное шло следом, по мере убывания интереса и денег.

Важно сразу понять одну вещь: деление на эшелоны неофициальное. Ни биржа, ни Банк России не публикуют список, где напротив каждой компании стоит номер её эшелона. Это профессиональный жаргон, рабочая классификация, которой пользуются трейдеры, аналитики

и журналисты. Поэтому одна и та же бумага у разных людей может оказаться то во втором, то в третьем эшелоне, и спорить об этом бессмысленно.

Сравните это с делением рыбы на крупную, среднюю и мелочь на рыбалке. Никакого государственного стандарта нет, но любой рыбак понимает, о чём речь, когда сосед говорит, что сегодня клевала одна мелочь. Границы размыты, и судак на полтора килограмма для одного уже крупный, а для другого только средний. Эшелоны на бирже устроены точно так же: смысл ясен, а точные границы каждый проводит сам.

Раз деление неофициальное, возникает вопрос, по каким признакам его всё-таки проводят. Обычно используют два главных критерия и несколько вспомогательных. Первый главный критерий описывает, насколько велика компания, второй описывает, насколько легко торговать её акциями. Вспомогательными признаками служат доля акций в свободном обращении, уровень листинга и присутствие в биржевых индексах. Разберём их по порядку, потому что вместе они и образуют карту, по которой мы будем двигаться.

Первый критерий называется рыночной капитализацией. Это просто цена одной акции, умноженная на количество выпущенных акций, то есть сумма, за которую рынок сегодня оценивает всю компанию целиком. Если у компании десять миллионов акций и каждая стоит триста рублей, её капитализация составляет три миллиарда рублей. Капитализация меняется каждую минуту вместе с котировкой, поэтому граница эшелона для конкретной бумаги может смещаться даже за один год.

Для этой книги нам понадобятся рабочие границы, пусть и условные. Будем считать первым эшелоном компании с капитализацией выше примерно трёхсот миллиардов рублей, вторым эшелоном компании от двадцати до трёхсот миллиардов, а третьим эшелоном всё, что оценивается рынком дешевле двадцати миллиардов. Многие участники рынка проводят эти линии иначе, кто-то выше, кто-то ниже. Нам точность до миллиарда не нужна, нужна общая картина масштаба.

Чтобы почувствовать разницу, представьте себе продуктовый рынок в большом городе. Первый эшелон похож на крупные павильоны с длинными очередями и чеками на десятки тысяч рублей. Второй эшелон напоминает крепкие палатки с постоянными покупателями, а третий эшелон похож на бабушек у входа, которые продают зелень и соленья со своего огорода. Товар у бабушки бывает отличным и очень дешёвым, но чтобы его купить, нужно знать, где она стоит и в какие дни приходит.

Возьмём для примера условный Уральский приборный завод, с которым Олег ещё не раз встретится в этой книге. Завод выпускает датчики давления и расходомеры для нефтегазовых и энергетических компаний и занимает около трети российского рынка в своей нише. Рынок оценивает его примерно в три миллиарда рублей, то есть по нашей классификации это типичный третий эшелон. Для сравнения, капитализация крупнейших российских компаний измеряется триллионами рублей, и разница в масштабе составляет сотни и тысячи раз.

Полезно помнить, что капитализация не равна стоимости бизнеса в полном смысле слова. Если у компании большой долг, покупатель всего бизнеса заплатил бы больше капитализации, а если на счетах лежат крупные свободные деньги, то меньше. Для первого знакомства с эшелонами эта тонкость не важна, но при оценке компании она станет ключевой. Мы вернёмся к ней в главе об оценке стоимости, где разберём, как учитывать долг и деньги на счетах.

Однако одной капитализации недостаточно, и вот почему. Бывают компании с внушительной оценкой, акции которых почти не торгуются, потому что почти все они лежат у одного владельца. Бывают и небольшие компании, вокруг которых кипит торговля, потому что их облюбовали спекулянты. Если ориентироваться только на размер, можно принять бумагу за удобную, а потом обнаружить, что продать её быстро невозможно.

Второй критерий поэтому описывает ликвидность, то есть способность купить или продать акции быстро и без заметного сдвига цены. Самый простой способ её оценить заключается

в том, чтобы посмотреть средний дневной оборот торгов в рублях. По акциям первого эшелона этот оборот обычно измеряется сотнями миллионов и миллиардами рублей в день. Во втором эшелоне типичны обороты от десяти до ста миллионов рублей, а в третьем эшелоне нормой считаются суммы меньше десяти миллионов, а порой и меньше одного миллиона.

У условного Уральского приборного завода средний дневной оборот составляет около полутора миллионов рублей. Для портфеля Олега в два с половиной миллиона это ощутимая цифра, ведь если он захочет вложить в завод десять процентов своих денег, ему понадобится сумма, сопоставимая с оборотом за целый торговый день. Для фонда с миллиардом рублей под управлением такая бумага вообще не существует. Подробно о том, как измерять ликвидность и чем она опасна, мы поговорим в главе о ликвидности, а пока достаточно самой идеи.

Ликвидность похожа на ширину дороги. По широкому шоссе можно быстро проехать на большой машине в любое время суток. По просёлочной дороге тоже можно доехать, но медленно, аккуратно, а после дождя иногда и вовсе нельзя. Капитализация говорит о том, насколько велик город, куда ведёт дорога, а ликвидность о том, насколько удобно туда добраться и, что ещё важнее, вернуться обратно.

Денис узнал цену низкой ликвидности на собственном опыте ещё до того, как прочитал о ней. Он купил акции небольшой компании на тридцать тысяч рублей, а через неделю решил выйти, потому что в чате заговорили о другой идее. Выяснилось, что покупателей в стакане почти нет, и, чтобы продать всё сразу, ему пришлось уступить около шести процентов от последней цены. Компания за эту неделю ничуть не изменилась, изменилась только его потребность продать именно сейчас.

Поэтому в рабочей классификации оба критерия смотрят вместе. Если компания крупная и ликвидная, это первый эшелон без вопросов. Если компания средняя по размеру, но торгуется вяло, многие отнесут её к третьему эшелону, несмотря на капитализацию. Если небольшая компания вдруг стала популярной у спекулянтов, её временно могут называть вторым эшелоном, хотя по сути бизнес остаётся маленьким.

Третий признак, который объясняет многие странности малых акций, называется free-float, или доля акций в свободном обращении. Так называют часть акций, которая реально может переходить из рук в руки на бирже. Пакеты основного владельца, менеджмента, государства и связанных структур в эту долю обычно не включают, потому что их не продают на открытом рынке. Если у компании миллион акций, а восемьсот тысяч принадлежат одному владельцу, free-float составляет всего двадцать процентов.

Здесь кроется важная ловушка восприятия. Капитализация в три миллиарда рублей кажется приличной суммой, но рынок фактически торгует только малой частью этой суммы. У условного Уральского приборного завода free-float составляет около восемнадцати процентов, значит, в свободном обращении находятся акции на сумму порядка пятисот сорока миллионов рублей. Всё остальное спокойно лежит у владельцев и в торгах не участвует.

Теперь сопоставим эти цифры с оборотом. Если каждый день на бирже меняет хозяина акций на полтора миллиона рублей, а в свободном обращении их на пятьсот сорок миллионов, то за день оборачивается менее трёх десятых процента плавающих акций. За год при таком темпе через рынок проходит лишь около двух третей free-float. Это значит, что многие держатели годами не продают свои бумаги, а торгует узкий круг активных участников.

Низкий free-float работает в обе стороны, как узкое горлышко бутылки. Когда покупателей вдруг становится много, а продавать некому, цена может улететь вверх очень быстро. Когда продавцов становится много, а покупатели не спешат, цена так же быстро проваливается. Для инвестора, который ищет недооценённые компании, это одновременно и шанс, и угроза, поэтому долю free-float стоит проверять раньше, чем мультипликаторы.

Отдельно запомните, что free-float говорит и о том, кто ещё сидит с вами в одной лодке. Если свободных акций мало, значит, судьбу компании решает основной владелец, и ваши инте-

ресы как миноритария могут с его интересами расходиться. О правах миноритариев и о том, как читать структуру собственников, мы подробно поговорим в главе о собственниках. Здесь достаточно привыкнуть смотреть на эту цифру всякий раз, когда вы открываете карточку новой бумаги.

Четвёртый ориентир предлагает сама биржа, и он, в отличие от эшелонов, вполне официальный. Московская биржа делит все допущенные к торгам ценные бумаги на уровни листинга. Первый и второй уровни образуют котировальный список, а третий уровень называют некотировальной частью списка. Чем выше уровень, тем строже требования к эмитенту и тем больше доверия к бумаге со стороны крупных инвесторов.

Зачем вообще нужны уровни, если любую допущенную бумагу можно купить через приложение брокера? Ответ в том, что биржа таким образом сортирует эмитентов по степени прозрачности и ответственности перед акционерами. Компания, которая согласилась на строгие требования, берёт на себя обязательства раскрывать больше информации и соблюдать правила корпоративного управления. Для инвестора это не гарантия успеха, но заметное снижение риска неприятных сюрпризов.

Для включения в первый уровень компания должна соответствовать самым жёстким требованиям. Ей нужна достаточная доля акций в свободном обращении и достаточная капитализация, отчётность по международным стандартам за несколько лет, независимые директора в совете и система корпоративного управления, близкая к лучшей практике. Здесь обычно находятся крупнейшие и самые ликвидные компании страны. Конкретные численные требования биржа время от времени пересматривает, поэтому актуальные значения лучше смотреть в её правилах листинга.

Второй уровень мягче по всем параметрам. Требования к размеру, доле свободных акций и корпоративному управлению здесь ниже, а срок существования компании может быть короче. Во втором уровне часто встречаются крепкие компании среднего размера, недавно вышедшие на биржу эмитенты и бумаги, которые пока не дотягивают до первого уровня. Для многих это своеобразная ступенька на пути наверх.

Третий уровень устроен проще всего. Сюда попадают бумаги, которые биржа допускает к торгам без включения в котировальный список, и требования к ним минимальны. Здесь живёт большинство малых компаний, многие региональные предприятия с долгой историей и акции, которые когда-то были популярны, а потом ушли в тень. Условный Уральский приборный завод торгуется именно на третьем уровне, хотя бизнес у него вполне здоровый.

Уровень листинга удобно проверять в карточке бумаги на сайте биржи или в описании инструмента в приложении брокера. Там же обычно указано, входит ли бумага в базу расчёта индексов и есть ли у неё маркетмейкер. Вера взяла за правило смотреть эти три строчки раньше, чем открывать отчётность, потому что они сразу подсказывают, с каким классом риска она имеет дело. Привычка занимает меньше минуты, а избавляет от многих разочарований.

Уровень листинга влияет на вашу жизнь как инвестора довольно прямо. Многие фонды по своим правилам могут покупать только бумаги котировального списка, поэтому третий уровень для них почти закрыт. Частному неквалифицированному инвестору для покупки части таких бумаг может понадобиться пройти тестирование у брокера, подробнее об этом в главе о доступе к эшелонам. При этом сам по себе третий уровень не говорит о том, что компания плохая, он говорит лишь о том, что она не стремилась или не смогла выполнить более строгие требования.

Пятый ориентир связан с биржевыми индексами. Индекс можно представить как корзину бумаг, отобранных по определённым правилам, и изменение стоимости этой корзины показывает, куда движется соответствующая часть рынка. Для охотника за малыми компаниями особенно важны два индекса Московской биржи. Первый из них называется индексом средней и малой капитализации, второй называется индексом широкого рынка.

Индекс средней и малой капитализации собран из бумаг, которые по размеру и ликвидности не попадают в число крупнейших, но всё же торгуются достаточно активно. Это, по сути, официальный срез второго эшелона и верхней части третьего. Состав индекса биржа пересматривает регулярно, обычно раз в квартал, учитывая капитализацию, долю свободных акций и ликвидность. Если вы хотите понять, как в целом чувствуют себя компании поменьше, удобнее всего смотреть именно на этот индекс.

Индекс широкого рынка шире по охвату. В него входят и крупнейшие компании, и бумаги из индекса средней и малой капитализации, то есть он описывает почти весь ликвидный рынок акций, а не только его верхушку. При этом даже в индекс широкого рынка попадает далеко не каждая торгуемая бумага. Для включения нужно пройти фильтры по доле свободных акций, по обороту и по регулярности торгов, и многие малые компании этот фильтр не проходят.

Для частного инвестора индексы полезны в первую очередь как линейка. Если за год индекс средней и малой капитализации вырос на двадцать процентов, а ваша подборка малых акций выросла на пять, стоит задуматься, оправдан ли был риск. Индексы также подсказывают, какие бумаги рынок считает достойными внимания хотя бы на минимальном уровне. О том, что происходит с ценой бумаги, когда её включают в индекс, мы подробно поговорим в главе о катализаторах.

Шестой элемент карты описывает структуру рынка в целом. По данным Московской биржи, на конец 2025 года в её списке было около двухсот шестидесяти выпусков акций, принадлежащих примерно двумстам пятнадцати эмитентам, и это число постепенно растёт за счёт новых размещений. Разница между выпусками и эмитентами объясняется тем, что у многих компаний торгуются и обыкновенные, и привилегированные акции. На первый взгляд выбор огромный, но картина меняется, когда посмотришь, как распределяются деньги.

Основная часть оборота сосредоточена в небольшой группе крупнейших бумаг. Если открыть итоги торгов за любой день, видно, что основная часть оборота приходится на несколько десятков самых ликвидных бумаг из верхней части списка. Остальные эмитенты, а их больше полутора сотен, делят между собой меньшую часть денег. Многие из них за день проторговывают меньше, чем одна крупная бумага за несколько минут.

Похожая картина видна и по числу участников. Акции крупнейших компаний, по данным биржи, держат миллионы частных инвесторов, а у многих малых эмитентов число активных держателей измеряется тысячами или даже сотнями. Чем меньше людей следит за бумагой, тем реже они торгуют и тем сильнее каждый из них влияет на цену. Отсюда и характерная для третьего эшелона картина, когда одна заявка на сто тысяч рублей может сдвинуть котировку на несколько процентов.

Посмотрите на это как на большой город с одним проспектом и сотней переулков. По проспекту идёт основной поток машин, там пробки, огни и витрины известных брендов. В переулках тихо, машины проезжают редко, зато именно там прячутся мастерские, маленькие пекарни и лавки, о которых знают только местные жители. Эта книга о переулках, о том, как в них ориентироваться и не заблудиться.

Неравномерность структуры объясняет многое из того, что вы увидите дальше. Из-за неё малые акции хуже покрыты аналитикой, медленнее реагируют на новости и сильнее зависят от отдельных крупных заявок. Из-за неё же в переулках чаще встречаются бумаги, которые стоят дешевле, чем заслуживают, просто потому, что их никто не разглядывает. Подробнее о том, почему так происходит и как этим пользоваться, мы поговорим в следующей главе.

Седьмой участок карты образуют бумаги, которые не входят ни в один широкий индекс. Таких на бирже много, и среди них встречаются очень разные истории. Есть компании с крошечной долей свободных акций, где почти всё принадлежит одному владельцу. Есть бывшие

любимцы рынка, которые выпали из индекса после падения оборота, и есть совсем молодые эмитенты, которые ещё не успели набрать нужную историю торгов.

Для бумаги вне индексов почти не существует пассивных покупателей. Индексные фонды её не держат, многие аналитики её не ведут, а портфельные управляющие часто не имеют права её покупать. Цену такой бумаги формируют в основном частные инвесторы, владельцы и редкие профессиональные охотники за недооценённостью. Поэтому цена здесь может годами отставать от реальности, а потом догнать её за несколько недель.

Вера, например, однажды нашла бумагу вне индексов, у которой отношение цены к прибыли было втрое ниже, чем у похожих компаний из индекса. Сначала она обрадовалась, а потом потратила две недели на поиск подвоха. Подвох нашёлся не в отчётности, а в стакане: за месяц по бумаге прошло всего несколько десятков сделок на общую сумму около двухсот тысяч рублей. Дешевизна оказалась платой за то, что выйти из позиции будет очень трудно.

Отдельную группу внутри этой зоны составляют привилегированные акции небольших компаний и старые выпуски предприятий, приватизированных ещё в девяностые годы. У многих из них давно нет активного интереса со стороны рынка, зато есть устойчивый бизнес и иногда приличные дивиденды. Такие бумаги часто годами торгуются около одной и той же цены, как будто рынок про них просто забыл. Чем они интересны и как их искать, мы разберём в главе о поиске идей.

Отсутствие в индексах поэтому не плохо и не хорошо само по себе. Это просто сигнал, что вы заходите на территорию, где рынок не помогает вам правильной ценой и где вы сами отвечаете за каждую проверку. Для одних такая территория становится источником лучших идей, для других источником самых тяжёлых ошибок. Разница между первыми и вторыми обычно в подготовке, а не в удаче.

Восьмая важная мысль заключается в том, что эшелоны не застывшая система. Бумаги постоянно переходят из одного эшелона в другой, и в этом движении спрятана большая часть возможностей, ради которых вообще стоит заниматься малыми компаниями. Компания растёт, её капитализация увеличивается, оборот подтягивается, и через несколько лет вчерашняя бумага третьего эшелона уже обсуждается как крепкий второй эшелон.

Миграция между эшелонами бывает и обратной. Крупная компания может попасть в тяжёлую ситуацию, её капитализация упадёт в несколько раз, крупные инвесторы уйдут, и бумага опустится во второй или даже третий эшелон. Бывает, что владелец выкупает почти все акции у рынка, свободных бумаг остаётся совсем мало, и некогда ликвидная акция становится тихой. Для держателя такие переходы вниз почти всегда болезненны.

Олег, когда впервые услышал про миграцию, сразу представил себе любимую картину. Он покупает акции условного Уральского приборного завода, завод растёт, бумага переходит во второй уровень листинга и попадает в индекс, а Олег продаёт её в разы дороже. Такой сценарий действительно возможен, и мы проследим его в последних главах книги. Однако на каждый удачный подъём по лестнице приходится несколько компаний, которые годами стоят на одной ступеньке или спускаются вниз.

Почему переход между эшелонами так важен для цены? Когда компания поднимается выше, к ней приходят новые типы покупателей: фонды, которым раньше было запрещено её покупать, аналитики крупных компаний, журналисты деловых изданий. Каждый новый покупатель приносит деньги, а предложение акций остаётся прежним. Получается, что инвестор, купивший бумагу до перехода, зарабатывает дважды: на росте самого бизнеса и на расширении круга людей, готовых за этот бизнес платить.

Миграцию полезно отслеживать и по формальным признакам. Переход бумаги с третьего уровня листинга на второй, появление её в базе расчёта индекса широкого рынка, рост среднего оборота в несколько раз за год служат знаками, что компания меняет эшелон. Обратные при-

знаки, вроде исключения из индекса или перевода в некотировальную часть, говорят о спуске. Хороший охотник следит за такими переходами так же внимательно, как рыбак за поплавком.

Наконец, девятый и последний блок этой главы посвящён словарю. Чтобы дальше не путаться, договоримся о нескольких словах, которые будут встречаться почти в каждой главе. Мы будем использовать их в определённом значении, даже если в чатах и на форумах их понимают иначе. Это как общая система мер на стройке: если один считает в сантиметрах, а другой в дюймах, дом выйдет кривым.

Малой компанией в этой книге мы называем эмитента с капитализацией примерно до двадцати миллиардов рублей, независимо от того, насколько активно торгуются его акции. Средней компанией будем называть эмитента от двадцати до трёхсот миллиардов рублей. Когда речь пойдёт о третьем эшелоне, мы будем иметь в виду сочетание небольшого размера и низкой ликвидности, а когда о втором эшелоне, то бумаги среднего размера с умеренной ликвидностью.

Неликвидом мы будем называть акцию, по которой средний дневной оборот не превышает примерно одного миллиона рублей или по которой бывают дни вовсе без сделок. Тонким рынком назовём ситуацию, когда в стакане мало заявок и между лучшей ценой покупки и лучшей ценой продажи зияет заметный разрыв. Тонкий рынок может возникнуть и у вполне приличной бумаги, например в праздничные дни или в момент паники.

Стаканом мы будем называть таблицу текущих заявок на покупку и продажу, которую показывает биржевой терминал или приложение брокера. Глубиной стакана назовём то, сколько денег стоит в заявках вблизи текущей цены. Лентой сделок будем называть список уже совершённых сделок с ценой, объёмом и временем. Все эти инструменты подробно разобраны в главе о спреде и стакане, а здесь нам важно лишь договориться о словах.

Ещё одно слово, которое понадобится нам постоянно, это миноритарий. Так называют акционера, который владеет небольшой долей и не может в одиночку влиять на решения компании. Почти все частные инвесторы на рынке малых акций являются миноритариями, а напротив них стоит мажоритарий, то есть основной владелец. Отношения этих двух сторон определяют очень многое в судьбе ваших денег.

Наконец, договоримся о слове «охотник». Так мы будем называть инвестора, который сознательно ищет недооценённые малые компании, изучает их глубже, чем рынок, и готов терпеть неудобства ради возможного результата. Охотник не равен спекулянту, который ловит короткие движения, и не равен пассивному инвестору, который покупает индекс. Это отдельная роль со своими правилами, и о ней будет четвёртая глава книги.

Последнее слово словаря касается голубых фишек, с которых начинали почти все наши читатели. Так называют акции крупнейших и самых надёжных компаний первого эшелона, которые входят в основные индексы и торгуются на огромные суммы. Мы будем постоянно сравнивать малые компании именно с ними, потому что это привычная точка отсчёта для большинства частных инвесторов. Голубые фишки похожи на асфальтированную трассу, а малые компании на лесные тропы, и эта книга о том, как ходить по тропам с картой и компасом.

Подведём короткие итоги первой главы. Эшелоны представляют собой неофициальное, но очень полезное деление рынка, в основе которого лежат капитализация и ликвидность. Free-float показывает, какая часть компании реально торгуется, уровни листинга показывают, насколько строгие требования к эмитенту, а индексы дают линейку для сравнения. Большая часть денег сосредоточена в небольшой группе крупных бумаг, а сотни малых эмитентов делят меньшую часть оборота, и именно в этой тени прячутся как возможности, так и ловушки.

Олег после этой главы впервые составил для себя простую табличку с тремя колонками: капитализация, оборот и free-float для десятка знакомых ему уральских компаний. Вера добавила к ней колонку с уровнем листинга и пометку, входит ли бумага в индекс широкого рынка.

Денис пока ничего не составил, но впервые заметил, что «ракета» из его чата торгуется на третьем уровне с оборотом меньше миллиона рублей в день. Это уже немало для начала пути.

Остаётся главный вопрос, ради которого люди вообще идут в переулки рынка. Зачем терпеть неудобства, низкую ликвидность и недостаток информации, если можно спокойно держать крупные компании? Ответ связан с тем, что малые компании способны вырастать в разы, а крупные почти никогда. В следующей главе мы разберём, откуда берётся этот потенциал, что о нём говорят исследования и какие ожидания стоит считать реалистичными.

Глава 2. Почему малые компании вырастают в разы

Почти каждый частный инвестор хотя бы раз слышал историю о том, как кто-то купил акции никому не известной компании и через несколько лет продал их в десять раз дороже. Такие истории передаются из уст в уста, обрастают подробностями и создают ощущение, что малые компании похожи на лотерейный барабан с особенно щедрыми выигрышами. В этой главе мы попробуем разобраться, есть ли за этими рассказами что-то большее, чем удачные совпадения. Мы посмотрим, что говорят исследования, какая простая арифметика стоит за быстрым ростом и почему реальность всё же скромнее легенд.

Начнём с науки, потому что вопрос о том, обгоняют ли малые компании крупные, изучают уже почти полвека. В 1981 году молодой исследователь Рольф Банц опубликовал работу, в которой проанализировал доходность акций на Нью-Йоркской фондовой бирже за несколько десятилетий. Он разделил компании по размеру капитализации и обнаружил, что самые маленькие из них в среднем приносили заметно больше, чем можно было объяснить их рыночным риском по тогдашним моделям. Это наблюдение получило название эффекта размера.

Открытие Банца вызвало большой интерес, потому что оно противоречило популярной тогда идее, будто доходность акции полностью объясняется тем, насколько сильно она колеблется вместе с рынком. Получалось, что размер компании сам по себе несёт какую-то информацию о будущей доходности. Многие исследователи бросились проверять результат на других периодах и других рынках. В большинстве ранних проверок эффект подтверждался, хотя его сила заметно различалась.

В начале девяностых годов экономисты Юджин Фама и Кеннет Френч сделали следующий шаг. Они построили модель, в которой доходность акций объяснялась не одним, а тремя факторами: общим движением рынка, размером компании и соотношением её рыночной цены к балансовой стоимости. Фактор размера в их модели описывал разницу доходностей между портфелем малых и портфелем крупных компаний. С тех пор слово «фактор размера» прочно вошло в язык профессиональных инвесторов по всему миру.

Почему малые компании вообще должны приносить больше? Исследователи предлагали несколько объяснений, и ни одно из них не победило окончательно. Первое объяснение говорит о риске: малые компании чаще разоряются и тяжелее переживают кризисы, поэтому инвесторы требуют за них дополнительную доходность. Второе указывает на неликвидность и высокие издержки торговли, третье на то, что за малыми компаниями просто никто не следит, и они систематически оказываются недооценёнными.

Однако история на этом не закончилась, и здесь начинается самое интересное для практика. Вскоре после публикации знаменитых работ эффект размера на американском рынке начал ослабевать. В отдельные десятилетия малые компании проигрывали крупным, а значительная часть исторического преимущества оказалась сосредоточена в самых крошечных и самых неликвидных бумагах, а также в отдельных месяцах года. Часть исследователей стала говорить, что эффект был открыт, описан и после этого во многом исчез, потому что рынок научился его учитывать.

Другие исследователи возразили, что эффект никуда не делся, просто его неправильно измеряли. В работах последних лет показано, что среди малых компаний много слабых, убыточных и закредитованных бизнесов, и они тянут средний результат вниз. Если отделить качественные малые компании от слабых, преимущество размера снова становится заметным. Иначе говоря, малый размер сам по себе не гарантирует ничего, но в сочетании с качеством бизнеса даёт статистически ощутимый плюс.

Для российского рынка однозначных долгосрочных исследований меньше, потому что сама история рынка короче, а кризисы и смены правил случались чаще. Индекс средней и малой капитализации Московской биржи в одни годы заметно обгонял индекс крупнейших компаний, в другие отставал от него. Честный вывод на момент написания книги звучит так: эффект размера существует как тенденция, но он неровный, непредсказуемый по времени и требует отбора. Слепо покупать всё маленькое ради исторической премии было бы ошибкой.

Любопытно, что споры вокруг эффекта размера сами по себе многому учат. Любая закономерность на рынке, которая становится широко известной, начинает привлекать деньги, и эти деньги постепенно стирают её. Так случается с удачными рыболовными местами: пока о заводи знают двое, клёв отличный, а когда о ней пишут на форуме, на берегу не протолкнуться. Преимущество сохраняется там, куда толпе лень или неудобно идти.

Что практического следует из этих научных споров для вас? Во-первых, сама идея, что малые компании могут обгонять крупные, не выдумка энтузиастов, а предмет серьёзных исследований. Во-вторых, преимущество не раздаётся всем подряд, оно достаётся тем, кто отличает качественный малый бизнес от слабого. В-третьих, даже при наличии эффекта будут долгие периоды, когда малые компании отстают, и к этому нужно быть готовым психологически.

Теперь оставим академические споры и перейдём к простой арифметике, которая объясняет, почему малая компания в принципе способна вырасти в разы. Представьте себе компанию с выручкой в один миллиард рублей в год. Если она получит один новый крупный контракт на пятьсот миллионов, её выручка вырастет в полтора раза. Для гиганта с выручкой в триллион рублей такой контракт вообще не будет заметен в отчётности.

Эту математику называют эффектом низкой базы. Чем меньше стартовая точка, тем легче показать большой процентный рост, потому что каждое отдельное достижение весит относительно больше. Небольшой завод может удвоить выпуск, поставив вторую производственную линию, а крупному холдингу для удвоения нужно построить целые новые заводы и найти рынки сбыта размером с небольшую страну. Это как разница между тем, чтобы удвоить урожай с шести соток и удвоить урожай целого агрохолдинга.

Посчитаем это на понятном примере. Компания с прибылью в сто миллионов рублей растёт на тридцать процентов в год. Через пять лет её прибыль составит примерно триста семьдесят миллионов, то есть увеличится почти в 3,7 раза. Для крупной компании с прибылью в сто миллиардов такой же темп означал бы прирост на двести семьдесят миллиардов, а найти такой прирост на зрелых рынках почти невозможно.

У низкой базы есть ещё одно преимущество, о котором редко говорят. Маленькой компании не нужно захватывать весь рынок, чтобы вырасти в несколько раз. Ей достаточно отобрать у конкурентов небольшую долю или зайти в соседнюю нишу, которую крупные игроки считают слишком мелкой для себя. Гиганту же, чтобы расти быстрее экономики, приходится отбирать долю у равных по силе соперников или придумывать совершенно новые рынки.

Вернёмся к условному Уральскому приборному заводу, чтобы почувствовать масштаб. Если завод получит заказ на оснащение приборами учёта одного крупного месторождения, это может добавить к его выручке десятки процентов за год. Для нефтяной компании, которая этот заказ разместит, сумма контракта будет ничтожной статьёй расходов. Одна и та же сделка для заказчика остаётся рутиной, а для поставщика становится событием года.

При этом низкая база работает и в обратную сторону, и это нужно понимать с самого начала. Потеря одного крупного клиента может сократить выручку малой компании на треть, а сбой на единственной производственной площадке может остановить весь бизнес. Тот же механизм, который позволяет быстро вырасти, позволяет и быстро упасть. Мы ещё не раз вернёмся к этой двойственности, а пока просто держите её в голове.

Третья причина возможного роста лежит не в бизнесе, а в людях, которые за ним наблюдают. Крупные компании ведут десятки аналитиков: каждую их отчётность разбирают, каждую

новость обсуждают, каждую сделку пересчитывают в моделях. Если у такой компании появляется хорошая новость, она отражается в цене за минуты. Шанс увидеть что-то, чего не видят десятки профессионалов, у частного инвестора невелик.

С малыми компаниями картина совсем другая. Многие из них не ведёт ни один аналитик, и о годовой отчётности такой компании, кроме её сотрудников, знают единицы. Это и есть слепая зона рынка. В ней цена может месяцами не реагировать на улучшение дел просто потому, что никто не открывал отчёт и не сравнивал цифры с прошлым годом.

Почему аналитики не заходят в эту зону? Причина простая и вполне рациональная. Аналитик крупной инвестиционной компании работает для клиентов, которые управляют миллиардами, а в бумагу с оборотом в один миллион рублей в день такие клиенты всё равно не могут вложиться. Писать отчёт о компании, которую никто из клиентов не купит, для аналитика бессмысленно. Поэтому слепая зона возникает не из-за лени, а из-за экономики самой профессии.

Для частного инвестора слепая зона становится главным источником преимущества. Именно здесь знание отрасли, как у инженера, который видит продукцию завода в цехах, или умение читать отчётность, как у аудитора, превращаются в реальное конкурентное преимущество. Там, где нет конкурентов-профессионалов, внимательный любитель может оказаться самым информированным участником рынка. Вспомните сквозной вопрос книги: что вы знаете о компании такого, чего рынок пока не замечает?

Скорость реакции рынка в слепой зоне тоже другая. Если крупная компания объявит о росте прибыли вдвое, цена изменится в течение минут после публикации. Небольшая компания может опубликовать такую же новость в пятницу вечером на сервисе раскрытия информации, и первые заметные сделки пройдут только через несколько дней. Иногда переоценка растягивается на месяцы, пока новость не дойдёт до достаточного числа покупателей.

Слепая зона не означает, что информации нет вообще. Отчётность, существенные факты и протоколы собраний публикуются, просто их почти никто не читает. Олег, например, однажды за вечер прочитал годовой отчёт небольшого уральского предприятия и обнаружил, что компания три года подряд гасила долг и уже почти расплатилась с банками. В цене акций это никак не отражалось, потому что за три года о компании не вышло ни одной аналитической заметки.

Четвёртая причина роста связана с путём, который проходят успешные малые компании. Если посмотреть на историю любого крупного рынка, в том числе российского, видно, что многие нынешние гиганты когда-то были небольшими компаниями с малоизвестными акциями. Они проходили путь от узкой ниши к национальному масштабу, от третьего уровня листинга к первому, от редких сделок к ежедневным оборотам в миллиарды рублей.

Этот путь обычно складывается из нескольких этапов, и на каждом из них инвестор может зарабатывать. Сначала компания доказывает, что её бизнес-модель работает, и начинает стабильно приносить прибыль. Затем она масштабирует успешную модель на новые регионы или продукты. Потом её замечают крупные инвесторы, и бумага переходит в более высокий эшелон, где к ней приходят новые деньги.

Представьте себе этот путь в рублях на условном примере. Компания с капитализацией в два миллиарда рублей за десять лет увеличивает прибыль в пять раз и становится средней компанией с оценкой в двадцать или тридцать миллиардов. По дороге она меняет уровень листинга, обрастает аналитическим покрытием, и её акции начинают торговаться на десятки миллионов рублей в день. Инвестор, который прошёл с ней весь путь, увеличил вложения в десять с лишним раз.

Нужно честно сказать, что до финала этого пути доходят немногие. Большинство малых компаний остаются малыми десятилетиями, часть из них поглощают более крупные конкуренты, часть уходит с биржи, а некоторые разоряются. Путь из малых в большие похож на путь

из юниорской команды в высшую лигу: проходят его единицы, но именно эти единицы приносят инвесторам основную часть выдающихся результатов.

Ещё один вариант пути, который часто недооценивают, заканчивается не превращением в гиганта, а продажей компании крупному стратегическому покупателю. Крупный игрок отрасли покупает нишевого лидера целиком, чтобы получить его технологию, клиентов или мощности, и платит за это с премией к рыночной цене. Для миноритария такой финал тоже может оказаться очень выгодным, хотя права и подводные камни здесь отдельная тема для главы о собственниках.

Важно и то, что путь редко бывает прямым. Даже компании, которые в итоге стали лидерами, по дороге переживали годы застоя, провалы и падения котировок на десятки процентов. Инвестор, который купил их на раннем этапе, должен был пережить все эти провалы, не продав бумагу в самый неудачный момент. Поэтому преимущество раннего входа достаётся не только тем, кто нашёл компанию, но и тем, кто сумел её удержать.

Пятая причина объясняет, почему рост акций малой компании иногда опережает рост её прибыли в несколько раз. Речь идёт о так называемом двойном росте. Цена акции примерно равна прибыли на акцию, умноженной на мультипликатор, то есть на то, сколько годовых прибылей рынок готов платить за компанию. Если растёт только прибыль, цена растёт вместе с ней, а если одновременно растёт и мультипликатор, эффекты перемножаются.

Посчитаем это на условном примере. Компания зарабатывает сто миллионов рублей в год, а рынок оценивает её в четыре годовые прибыли, то есть в четыреста миллионов. Через три года прибыль выросла вдвое, до двухсот миллионов, а компанию заметили, и рынок стал платить за неё уже восемь годовых прибылей. Новая капитализация составит миллиард шестьсот миллионов рублей, и акционер, купивший бумагу три года назад, увеличил вложения в четыре раза при удвоении прибыли.

Почему мультипликатор малой компании может вырасти так сильно? Причина в том, что в слепой зоне рынок часто оценивает компанию с большим дисконтом: из-за неизвестности, неликвидности и недоверия. Когда компания доказывает устойчивость, улучшает раскрытие информации и становится заметнее, дисконт сокращается. Рынок как будто перестаёт бояться и начинает платить нормальную цену.

У двойного роста есть зеркальное отражение, которое называют двойным падением. Если прибыль компании падает, а рынок одновременно разочаровывается и снижает мультипликатор, цена акции проваливается гораздо сильнее, чем прибыль. Прибыль может упасть на тридцать процентов, а цена на шестьдесят, потому что вместе с прибылью исчезает и доверие. О том, как выбирать мультипликаторы и не переплачивать за рост, мы подробно поговорим в главе об оценке.

Посчитаем двойное падение так же, как считали двойной рост. Компания зарабатывала двести миллионов рублей, и рынок платил за неё восемь годовых прибылей, то есть миллиард шестьсот миллионов. Прибыль снизилась до ста сорока миллионов, а рынок, испугавшись, снизил мультипликатор до пяти. Новая капитализация составит семьсот миллионов рублей, и падение цены превысит пятьдесят пять процентов при сокращении прибыли всего на тридцать процентов.

Шестая причина связана с особой категорией малых компаний, которые называют нишевыми лидерами. Это компании, которые занимают сильную позицию на узком рынке, слишком маленьком для гигантов, но достаточно прибыльном для специализированного игрока. Это может быть производитель редкого оборудования, поставщик особых материалов или единственный в регионе оператор какой-то инфраструктуры.

Сила нишевого лидера в том, что ему почти не с кем конкурировать. Крупным игрокам незачем тратить ресурсы на маленький рынок, а новым игрокам трудно в него войти из-за технологий, сертификатов или многолетних отношений с клиентами. Условный Уральский при-

борный завод, который занимает около трети российского рынка датчиков давления и расходомеров в своей нише, хорошо иллюстрирует такую ситуацию. Заказчики годами работают с его приборами и не спешат менять поставщика.

Нишевые лидеры часто показывают высокую рентабельность, потому что могут удерживать цены на свою продукцию. При этом сам рынок их ниши ограничен, и рано или поздно рост упирается в потолок. Самые интересные истории случаются, когда нишевый лидер находит способ расширить нишу: выйти на соседний рынок, запустить новый продукт или заменить ушедших с рынка зарубежных конкурентов. Тогда сочетание высокой рентабельности и роста даёт тот самый двойной эффект.

В последние годы на российском рынке у многих нишевых игроков появилось дополнительное окно возможностей. Уход части зарубежных поставщиков освободил место в узких сегментах промышленного оборудования, программного обеспечения и комплектующих. Небольшие отечественные производители, которые раньше конкурировали с известными иностранными марками, получили шанс быстро нарастить долю. Однако окно может и закрыться, если на рынок придут новые конкуренты, поэтому такой рост нужно оценивать без восторга.

Распознать нишевого лидера в отчётности иногда непросто, потому что малые компании не любят рассказывать о своей доле рынка. Подсказками служат стабильно высокая маржа на протяжении многих лет, постоянный состав клиентов и упоминания продукции компании в отраслевых каталогах и конкурсных документах. Как превращать такие подсказки в полноценный анализ бизнеса, мы будем разбирать в главе об анализе малой компании.

Седьмая причина звучит неожиданно: малые акции могут приносить больше просто потому, что держать их неудобно. Представьте себе квартиру в отличном районе, но без лифта на пятом этаже. Желающих купить её меньше, чем аналогичную квартиру с лифтом, поэтому цена ниже. Тот, кто готов ходить по лестнице, получает хорошую квартиру со скидкой.

С неликвидными акциями происходит то же самое. Их трудно купить в нужном объёме, трудно быстро продать, по ним мало информации, и крупные инвесторы обходят их стороной. Чтобы компенсировать это неудобство, рынок обычно предлагает такие бумаги дешевле. Инвестор, готовый терпеть неудобство годами, как бы получает за это плату в виде более высокой будущей доходности.

Рассмотрим на цифрах, как может выглядеть эта плата. Две похожие компании зарабатывают по сто миллионов рублей в год, но акции первой торгуются на десятки миллионов в день, а акции второй почти не торгуются. Рынок оценивает первую в семь годовых прибылей, а вторую лишь в пять. Если обе продолжат зарабатывать одинаково и платить дивиденды, владелец второй компании получит на каждый вложенный рубль примерно на сорок процентов больше прибыли, чем владелец первой.

Важно понимать, что эта плата не бесплатный подарок. Она вознаграждает за реальный риск: однажды вам может понадобиться продать бумагу срочно, а покупателей не окажется. Если вы держите в неликвидной бумаге деньги, которые понадобятся вам через полгода, плата за неудобство может обернуться серьёзным убытком. Поэтому получать её имеет смысл только тем, у кого в запасе есть время и кто не будет вынужден продавать в неудачный момент.

Есть и простой вывод для повседневной практики. Если вы можете позволить себе не торопиться, неудобство малых акций превращается из недостатка в источник дохода. Если не можете, то малые акции становятся для вас ловушкой, и никакой анализ бизнеса этого не исправит. Как количественно оценивать ликвидность и её влияние на цену, мы разберём в главе о ликвидности.

Плата за неудобство имеет и обратную сторону, о которой стоит помнить. Когда рынок становится оптимистичным и деньги частных инвесторов массово приходят в малые компании, дисконт может исчезнуть или даже смениться переплатой. В такие периоды неликвидные акции

стоят дорого, а неудобство никак не компенсируется. Поэтому смотреть нужно не только на ликвидность бумаги, но и на то, предлагает ли рынок за неё сегодня реальную скидку.

Теперь пора поговорить о том, что делает истории о малых компаниях такими обманчивыми. Восьмая тема этой главы посвящена ошибке выжившего. Мы слышим о тех, кто вложился в будущих лидеров и заработал состояние, но почти никогда не слышим о тех, кто вложился в компании, которые разорились или тихо ушли с биржи. Неудачники не пишут восторженных сообщений в чатах и не дают интервью.

Классический пример ошибки выжившего связан с самолётами, вернувшимися с боевых заданий. Анализ пробоин на вернувшихся машинах показывал, какие места повреждались чаще, и первой мыслью было укрепить именно их. Однако правильный вывод оказался обратным: укреплять нужно было места, попадание в которые не позволяло самолёту вернуться. Те, кто не вернулся, просто не попадали в выборку.

На рынке акций ошибка выжившего проявляется на каждом шагу. Списки «акций, выросших в десять раз за пять лет» составляют по нынешним компаниям, а компании, которые пять лет назад выглядели не хуже, но потом обанкротились, в такие списки не попадают. Даже старые исследования эффекта размера пришлось корректировать, когда выяснилось, что часть исчезнувших компаний в базах данных учитывалась неправильно.

Ошибка выжившего прячется и в рекламе стратегий. Когда кто-то показывает, что его метод отбора малых компаний за последние десять лет принёс фантастическую доходность, полезно спросить, проверялся ли метод на компаниях, которые за это время ушли с биржи. Если в расчёт попали только нынешние эмитенты, результат почти наверняка завышен. Самые слабые компании, которые метод отобрал бы десять лет назад, уже исчезли и в таблице не видны.

Денис особенно подвержен этой ошибке, потому что в его чатах обсуждают в основном победителей. Участник, который заработал на бумаге триста процентов, будет вспоминать о ней месяцами, а тот, кто потерял восемьдесят процентов, тихо выйдет из чата. Через полгода у Дениса складывается впечатление, что почти все обсуждаемые бумаги взлетели, хотя на самом деле половина из них упала. Такая искажённая картина подталкивает к рискованным решениям.

Защититься от ошибки выжившего можно одним простым приёмом. Каждый раз, когда вы видите историю успеха, спрашивайте себя, сколько похожих компаний в то же время не выросли или исчезли. Если вы собираетесь купить малую компанию, представьте себе не только её будущий взлёт, но и вариант, когда через пять лет о ней никто не вспомнит. Хорошая инвестиционная идея должна выдерживать оба варианта.

Девятая тема главы объясняет, почему при всей опасности малые компании всё же интересны. Речь идёт об асимметрии результата. Купив акцию, вы можете потерять максимум сто процентов вложенных денег, если компания разорится. При этом потенциальный рост ничем не ограничен: акция может вырасти на двести, пятьсот или тысячу процентов. Убыток ограничен снизу, а прибыль сверху не ограничена.

Посмотрим, как это работает в портфеле. Допустим, вы вложили по сто тысяч рублей в десять малых компаний. Пять из них оказались неудачными и в среднем потеряли половину стоимости, ещё четыре остались примерно на месте, а одна выросла в шесть раз. Итог: пять неудачных бумаг стоят вместе двести пятьдесят тысяч, четыре средних четыреста тысяч, а победитель шестьсот тысяч, всего миллион двести пятьдесят тысяч рублей против миллиона вложенных.

Обратите внимание на важную деталь этого примера. Вы ошиблись в половине случаев, а угадали по-настоящему только в одном из десяти, и всё равно заработали двадцать пять процентов. Такова природа асимметрии: один крупный победитель способен перекрыть много

мелких ошибок. Именно поэтому у успешных инвесторов в малые компании процент удачных сделок часто невысок, а результат при этом хороший.

У асимметрии есть два условия, без которых она не работает. Первое условие требует диверсификации, потому что вы не знаете заранее, какая из бумаг станет победителем, и вложив всё в одну компанию, рискуете попасть в неудачную половину. Второе условие требует терпения: победитель должен успеть вырасти, а для этого его нельзя продавать при первой прибыли в двадцать процентов. О том, как распределять деньги между позициями, мы подробно поговорим в главе о размере позиции.

Вера, привыкшая к аудиторским выборкам, сразу пересчитала тот же пример в худшем варианте. Если десятая бумага окажется не победителем, а ещё одной неудачной и тоже потеряет половину, итог составит семьсот тысяч рублей, то есть убыток в тридцать процентов. Отсюда её вывод: асимметрия работает, только если хотя бы часть бумаг отобрана действительно хорошо. Случайный набор малых компаний ничего подобного не гарантирует, и этот трезвый взгляд стоит запомнить.

Асимметрия также объясняет, почему так опасно усреднять убыточные позиции без чёткого плана. Если вы раз за разом докупаете падающую бумагу, неудачная половина портфеля начинает весить больше, а победителю остаётся меньше места. В итоге асимметрия разворачивается против вас. Об этом мы ещё поговорим в главе о том, как входить в неликвидные акции.

Наконец, десятая и, пожалуй, самая важная тема главы касается реалистичных ожиданий. После всего сказанного легко представить себе, что инвестиции в малые компании принесут вам по тридцать или пятьдесят процентов годовых. На практике у большинства частных инвесторов результат гораздо скромнее, а у многих даже хуже, чем у простого индексного фонда. Причина в ошибках, издержках и эмоциях, а не в самих компаниях.

Разумно исходить из того, что даже хорошо подготовленный охотник за малыми компаниями в долгосрочной перспективе может рассчитывать на результат, который обгоняет широкий рынок на несколько процентных пунктов в год. Это скромнее, чем обещают в чатах, но на дистанции даже такое преимущество даёт заметный результат. Разница в пять процентных пунктов в год за пятнадцать лет почти удваивает итоговую сумму по сравнению с рыночной доходностью.

Отдельно учтите издержки, которые незаметно съедают преимущество. В малых акциях разница между ценой покупки и продажи в стакане бывает в несколько процентов, и каждый вход и выход стоит дороже, чем в голубых фишках. Если вы совершаете много сделок, эти потери за год могут легко съесть те самые несколько процентных пунктов преимущества. Подробный расчёт стоимости сделки мы проведём в главе о спреде и стакане, а здесь важен вывод: редкие обдуманные сделки выгоднее частых.

Не менее важно ожидать неровности. Год с ростом на шестьдесят процентов может смениться годом с падением на тридцать, а несколько лет подряд малые компании могут отставать от крупных. Если ваше спокойствие зависит от того, чтобы портфель рос каждый месяц, малые компании принесут вам больше переживаний, чем денег. Готовность к неровному пути важнее, чем умение выбирать отдельные бумаги.

Полезно заранее сформулировать для себя рамки ожиданий в цифрах. Например, можно сказать так: «Я ожидаю, что на горизонте пяти лет мои малые компании принесут в среднем на три-пять процентных пунктов в год больше индекса, при этом в отдельные годы я готов видеть просадку портфеля малых акций на сорок процентов». Такие рамки помогают не паниковать в плохие годы и не терять голову в хорошие.

Сравните это с дачей, где вы сажаете яблони. Первые годы они почти ничего не дают, некоторые саженцы гибнут, в иные сезоны урожай уничтожают заморозки. Однако через несколько лет несколько удачных деревьев кормят яблоками всю семью и соседей. Тот, кто

ждёт урожая с саженца в первое лето, разочаруется и выкорчует сад, так и не дождавшись результата.

Олег, прочитав эти рассуждения, сначала разочаровался, потому что надеялся услышать про удвоение капитала каждые два года. Потом он посчитал, что при его двух с половиной миллионах и разумной доле малых компаний разница даже в несколько процентных пунктов за десять лет даст ему сумму, сопоставимую с годовой зарплатой. Вера отметила для себя, что преимущество возникает только при отборе качественных компаний, а Денис впервые задумался, сколько бумаг из его чатов не выжили.

Подведём короткие итоги этой главы. Малые компании действительно способны вырастать в разы благодаря эффекту низкой базы, слепой зоне аналитиков, двойному росту прибыли и мультипликатора, сильным позициям нишевых лидеров и плате за неудобство. Исследования подтверждают существование эффекта размера, но показывают, что он неровный и работает прежде всего в сочетании с качеством бизнеса. Ошибка выжившего искажает наши представления, асимметрия результата даёт шанс, а реалистичные ожидания помогают этим шансом воспользоваться.

Остаётся понять, с кем вам предстоит встретиться в этих переулках рынка и как туда вообще попасть. Кто покупает и продаёт малые акции, почему крупные фонды обходят их стороной, какие ограничения наложит на вас брокер и в какое время эти бумаги вообще торгуются? Обо всём этом пойдёт речь в следующей главе.

Глава 3. Кто торгует на эшелонах и как получить доступ

Когда вы выходите на рыбалку на новое озеро, первым делом полезно понять, кто ещё ловит в этих водах. Если на берегу стоят профессиональные артели с сетями, шансов у одиночки с удочкой немного. Если рядом только пара таких же любителей, ваш улов зависит главным образом от вашего умения. С рынком малых акций всё точно так же: прежде чем закидывать удочку, стоит разобраться, кто сидит по ту сторону стакана и по каким правилам идёт игра.

В этой главе мы познакомимся с участниками торгов во втором и третьем эшелонах. Мы поговорим о частных инвесторах, о фондах, которые сюда почти не заходят, о владельцах и менеджерах компаний, о маркетмейкерах и торговых роботах. Затем перейдём к практическим вопросам доступа: какие ограничения наложит брокер, нужно ли проходить тестирование, как устроено обеспечение и в какие часы эти бумаги вообще можно купить. В конце посмотрим, откуда участники рынка черпают информацию и почему этот фон так сильно влияет на цены.

Начнём с главной силы на рынке малых акций. По данным Московской биржи, на частных инвесторов приходится больше двух третей всего оборота в акциях: в среднем за 2024 год их доля составила семьдесят четыре процента, за 2025 год — около семидесяти одного процента. В крупнейших бумагах заметную долю торгов дают институциональные участники, а вот во втором и особенно третьем эшелоне частные лица чаще всего оказываются по обе стороны почти каждой сделки. Точную долю по отдельным бумагам биржа публикует не всегда, но общая картина у участников рынка сомнений не вызывает.

Что означает такое преобладание частных инвесторов на практике? Во-первых, цены в малых бумагах сильнее зависят от настроений, слухов и коллективных эмоций, чем от трезвых расчётов. Во-вторых, частные инвесторы склонны действовать стаей: покупать вместе после яркой новости и вместе продавать при первом испуге. В-третьих, у многих частных инвесторов нет времени и навыков читать отчётность, поэтому они реагируют на заголовки, а не на содержание.

Для внимательного инвестора всё это открывает возможности. Если цену определяют эмоции большинства, а не аналитика профессионалов, она чаще отрывается от реальной стоимости компании в обе стороны. Акции хорошей компании могут неделями падать вслед за общим испугом, а акции слабой компании могут взлетать на волне чужого энтузиазма. Тот, кто хладнокровно считает, получает шанс купить дёшево у испуганных и продать дорого восторженным.

Однако у той же медали есть и обратная сторона. Вы сами частный инвестор, и вас окружают те же чаты, те же заголовки и те же эмоции. Думать, что вы автоматически умнее толпы, только потому что читаете эту книгу, было бы самонадеянно. Преимущество появляется лишь тогда, когда вы действительно делаете то, чего не делает большинство: читаете отчётность, проверяете факты и держите позицию, когда все вокруг паникуют.

Есть у преобладания частных инвесторов и календарная особенность. Частные лица чаще торгуют в определённые часы и дни: после выхода новостей, в начале и в конце рабочего дня, перед праздниками и после получения зарплаты. В периоды отпусков их активность падает, и стаканы малых бумаг заметно пустеют. Опытный охотник учитывает эти ритмы так же, как рыбак учитывает утренний и вечерний клёв.

Ещё одна особенность связана с размером типичной заявки. Средняя сделка частного инвестора в малых акциях измеряется тысячами или десятками тысяч рублей, поэтому стакан состоит из множества небольших заявок. Если вы приходите с суммой в несколько сотен тысяч

рублей, вы сразу становитесь заметным участником. Это меняет всю тактику входа и выхода, о чём подробно пойдёт речь в главах о покупке и продаже неликвидных акций.

Денис долго был типичным представителем этой стаи. Он покупал, когда в его чатах писали о скором росте, и продавал, когда участники начинали жаловаться на падение. Однажды он посчитал свои сделки за полгода и увидел, что в среднем покупал на несколько процентов дороже и продавал на несколько процентов дешевле, чем мог бы, если бы просто подождал пару дней. Эмоции соседей стоили ему денег, хотя ни одной явной ошибки он за собой не замечал.

Теперь о тех, кого во втором и третьем эшелоне почти нет. Паевые фонды, пенсионные фонды, страховые компании и крупные управляющие практически не покупают акции малых компаний. Причин у этого несколько, и все они вполне объяснимы. Понимание этих причин поможет вам увидеть, почему рынок малых акций устроен именно так, а не иначе.

Первая причина связана с размером. Фонду, который управляет десятью миллиардами рублей, нет смысла покупать бумагу на пять миллионов: даже если она вырастет вдвое, на результате фонда это почти не скажется. Чтобы позиция была заметной, ему нужно вложить в бумагу сотни миллионов рублей, а это может оказаться больше, чем весь free-float малой компании. Вход и выход растянулся бы на месяцы и сам бы двигал цену против фонда.

Вторая причина касается правил и ограничений. Многие институциональные инвесторы по закону или по внутренним документам могут вкладываться только в бумаги котировального списка, то есть первого и второго уровней листинга. Пенсионные накопления, страховые резервы и некоторые фонды для неквалифицированных инвесторов ограничены именно такими требованиями. Бумаги третьего уровня для них часто просто закрыты, какими бы привлекательными они ни были.

Третья причина связана с ответственностью управляющего. Если управляющий купил акции крупной компании и они упали вместе с рынком, его трудно упрекнуть. Если же он купил малоизвестную бумагу и она провалилась, ему придётся объяснять клиентам и руководству, зачем он вообще её выбрал. Карьерный риск делает профессионалов осторожными, и они предпочитают ошибаться вместе со всеми, а не в одиночку.

Четвёртая причина практическая: на малые компании у фондов не хватает людей. Аналитический отдел из пяти человек может глубоко изучить три-четыре десятка крупных компаний, но не двести малых. Изучение маленького эмитента требует почти столько же времени, сколько изучение гиганта, а потенциальная выгода для фонда несравнимо меньше. Профессионалы распределяют внимание туда, где это внимание окупается.

Пятая причина связана с отчётностью перед клиентами. Фонды ежедневно рассчитывают стоимость своих паёв, и им нужна надёжная рыночная цена для каждой бумаги в портфеле. Если по бумаге несколько дней не было сделок или цена закрытия сформирована одной случайной заявкой, оценка портфеля становится сомнительной. Для частного инвестора это мелочь, а для фонда с регулятором за спиной это серьёзная проблема.

Из этого правила бывают, конечно, и исключения. На рынке существуют небольшие фонды и управляющие, которые специально работают со вторым и третьим эшелоном, а также частные капиталы, готовые терпеть неликвидность ради доходности. Иногда в малую компанию заходит стратегический инвестор из той же отрасли, который покупает акции не ради перепродажи, а ради контроля. Однако в целом такие участники остаются редкостью, и строить расчёт на их появлении не стоит.

Для вас как частного инвестора это означает две вещи. С одной стороны, вам не приходится конкурировать с армией профессиональных аналитиков, и в этом состоит ваше преимущество. С другой стороны, у малых бумаг нет крупного устойчивого покупателя, который подхватит их в трудную минуту. Когда частные инвесторы бегут из рынка, в малых акциях может не оказаться никого, кто готов купить.

Следующая группа участников, о которой часто забывают, сидит внутри самих компаний. Мажоритарии, то есть основные владельцы, а также менеджеры и связанные с ними структуры иногда тоже появляются в стакане. Они могут докупать акции у рынка, продавать небольшие пакеты, поддерживать котировки в нужные им моменты. В тонком рынке их действия бывают очень заметны.

Когда владелец компании покупает её акции на бирже, это часто воспринимается как хороший знак. Кто лучше владельца знает, сколько на самом деле стоит бизнес? Если он готов платить текущую цену, значит, считает её привлекательной. Однако мотивы покупки бывают разными: владелец может готовиться к выкупу оставшихся акций у миноритариев по невысокой цене, и тогда ваша выгода от его покупок окажется сомнительной.

Продажи со стороны инсайдеров тоже требуют внимательного взгляда. Менеджер может продавать акции, потому что ему нужны деньги на квартиру или лечение, и это ничего не говорит о компании. Однако регулярные продажи со стороны сразу нескольких людей из руководства могут означать, что они не видят дальнейшего роста. Информация о сделках членов органов управления и крупных акционеров раскрывается, и проверять её полезно, о деталях мы поговорим в главе о поиске идей.

Есть и менее приятная сторона присутствия владельцев в стакане. В тонком рынке крупный акционер, который сам определяет новости компании, обладает огромным информационным преимуществом перед вами. Закон запрещает торговать на основе инсайдерской информации, но на практике отличить законную сделку от сомнительной бывает трудно. Этой теме посвящена глава о манипуляциях, а здесь достаточно помнить, что по ту сторону стакана может сидеть тот, кто знает о компании всё.

Отдельный случай представляют компании, у которых крупный пакет принадлежит государству или государственной структуре. Такой акционер обычно не торгует в стакане, но его решения о дивидендах, реорганизации или продаже доли могут резко менять стоимость бумаги. Миноритарию здесь важно понимать, какие цели преследует государственный владелец, потому что они не всегда совпадают с ростом стоимости акций. Иногда приоритетом оказываются тарифы, занятость или выполнение отраслевых задач.

Вера в каждой новой компании первым делом смотрит, не появлялись ли в раскрытии сведения о сделках с акциями со стороны владельцев и менеджеров. Если владелец последние два года планомерно докупал акции у рынка, а его доля приближается к важному порогу, она отмечает это отдельно. Такие наблюдения не дают готового ответа, но помогают понять, чьими глазами смотреть на происходящее в стакане.

Ещё один важный участник торгов называется маркетмейкером. Так называют профессионального участника рынка, который заключил с биржей договор и взял на себя обязательство поддерживать котировки по определённой бумаге. Проще говоря, маркетмейкер постоянно выставляет в стакан заявки и на покупку, и на продажу, чтобы у других участников всегда была возможность совершить сделку.

Обязательства маркетмейкера обычно описываются несколькими параметрами. Он должен держать разницу между своей ценой покупки и ценой продажи не шире определённого процента, выставлять заявки не меньше определённого объёма и присутствовать в стакане заданную долю времени торговой сессии. За выполнение этих условий биржа или сам эмитент платит ему вознаграждение или предоставляет скидки на комиссии. Конкретные параметры зависят от договора и от бумаги.

Для частного инвестора присутствие маркетмейкера означает, что купить и продать бумагу обычно можно, пусть и не всегда по самой желанной цене. Это как дежурный магазин в небольшом посёлке: ассортимент скромный, цены чуть выше, но он открыт в любое время. Без маркетмейкера малая бумага может часами стоять с пустым стаканом, и ваша заявка повиснет без ответа.

Однако обязательства маркетмейкера имеют пределы, и это важно понимать заранее. Он поддерживает котировки на небольшой объём, а не обещает выкупить у вас пакет любого размера. В периоды резких движений рынка договоры часто позволяют ему расширять разрыв между ценами или временно уходить из стакана. Иначе говоря, маркетмейкер помогает в спокойную погоду, но не спасает в шторм.

Кто вообще платит маркетмейкеру за работу с малой бумагой? Часто инициатором выступает сам эмитент, которому важно, чтобы его акции торговались живо и чтобы инвесторы не боялись в них заходить. Компания заключает договор с профессиональным участником, и тот поддерживает котировки за вознаграждение. Наличие такого договора само по себе говорит о том, что менеджмент хоть немного заботится о своих миноритариях и о рыночной оценке компании.

Как узнать, есть ли у бумаги маркетмейкер? Биржа публикует списки ценных бумаг, по которым действуют программы поддержания ликвидности, а эмитенты иногда сами сообщают о заключении такого договора. Олег, когда изучал условный Уральский приборный завод, первым делом проверил этот момент. Оказалось, что маркетмейкера у завода нет, и это сразу объяснило, почему разрыв между лучшими ценами в стакане иногда достигает нескольких процентов.

Как именно маркетмейкер выглядит в стакане и как его распознать по заявкам, мы разберём в главе о спреде и стакане. Здесь важно понять главное: маркетмейкер не благотворитель, а коммерческий участник, который зарабатывает на разнице цен и вознаграждении. Его присутствие повышает удобство торговли, но не заменяет настоящего спроса со стороны инвесторов.

Пятая группа участников торгов становится всё заметнее с каждым годом. Речь идёт о торговых алгоритмах, или роботах, то есть программах, которые сами выставляют, снимают и исполняют заявки по заданным правилам. В крупнейших бумагах роботы давно обеспечивают значительную часть оборота, но и в тонких стаканах малых компаний они тоже встречаются.

Алгоритмы в тонком стакане ведут себя по-разному. Одни следят за разницей цен между связанными бумагами, например между обыкновенными и привилегированными акциями одной компании, и зарабатывают на её колебаниях. Другие выставляют заявки чуть лучше текущих, чтобы оказаться первыми в очереди, и постоянно переставляют их, как только кто-то их обгоняет. Третьи ловят чужие крупные заявки и пытаются заработать на их влиянии на цену.

Вы можете заметить работу такого робота по характерным признакам. Ваша лимитная заявка на покупку стоит лучшей в стакане, и через долю секунды кто-то выставляет заявку на одну копейку выше. Вы переставляете свою, и чужая снова прыгает вперёд. Такую игру с роботом выиграть невозможно, и тратить на неё нервы бессмысленно.

Иногда роботы в тонком рынке создают иллюзию активности. Бумага выглядит живой, заявки в стакане постоянно меняются, но реальных сделок почти нет, и объём остаётся крошечным. Новичок может принять это мерцание за интерес покупателей, а на самом деле перед ним лишь программа, которая переставляет одни и те же заявки. Поэтому смотреть нужно не на суету в стакане, а на реальные сделки и обороты.

Отдельно стоит сказать об автоматических заявках самих частных инвесторов. Многие приложения брокеров позволяют выставлять условные заявки, которые срабатывают при достижении определённой цены. В тонком стакане такие заявки иногда срабатывают цепочкой: одна сделка по низкой цене запускает несколько автоматических продаж, и цена проваливается на несколько процентов за секунды. Почему стоп-заявки на неликвиде опасны и как с ними обращаться, подробно разобрано в главе о резких скачках цен.

Для охотника за малыми компаниями главный вывод из этого простой. Роботы не меняют стоимость компании, они меняют лишь мелкую рябь цены в течение дня. Если ваш горизонт измеряется годами, а покупку вы растягиваете на недели, эта рябь становится почти незамет-

ной. Опасной она бывает только для тех, кто пытается торговать внутри дня и соревноваться с программами в скорости.

Вера однажды наблюдала за стаканом небольшой компании почти час и насчитала несколько сотен изменений заявок при всего трёх реальных сделках на общую сумму около сорока тысяч рублей. Со стороны бумага казалась оживлённой, а по сути её почти никто не покупал и не продавал. С тех пор она смотрит на суммарный оборот за день и количество сделок, а не на то, как быстро мелькают цифры в стакане.

Теперь перейдём к практическим вопросам доступа. Первое, с чем сталкивается инвестор, решивший заняться малыми акциями, это ограничения брокера. По большинству бумаг второго и особенно третьего эшелона брокеры не предоставляют кредитное плечо, то есть не позволяют покупать акции на заёмные деньги. Купить можно только на те средства, которые реально лежат на счёте.

Так же обстоит дело и с короткими продажами, или шортами. Шорт означает продажу бумаги, которой у вас нет, в расчёте купить её позже дешевле и вернуть. Для этого брокер должен одолжить вам акции, а по малоликвидным бумагам ему просто нечего одалживать или слишком рискованно это делать. В итоге играть на понижение в малых акциях почти невозможно.

Отсутствие плеча кажется ограничением, но для большинства частных инвесторов оно скорее защита. Покупать малые акции на заёмные деньги особенно опасно: резкое падение цены может привести к принудительному закрытию позиции в самый неудачный момент, когда в стакане нет покупателей. Брокер в таком случае продаст ваши бумаги по любой доступной цене, а убыток ляжет на вас.

Посчитаем, как плечо может навредить даже при верной идее. Допустим, вы купили малые акции на двести тысяч рублей, из которых сто тысяч заняли у брокера. Бумага из-за случайной крупной продажи падает на тридцать пять процентов за несколько дней, позиция стоит сто тридцать тысяч, а ваша собственная доля сократилась до тридцати тысяч. Брокер принудительно продаёт бумаги в пустой стакан ещё дешевле, и через месяц, когда цена вернётся, у вас уже не будет ни акций, ни большей части денег.

Отсутствие шортов имеет более интересное следствие для всего рынка. Если пессимисты не могут продать бумагу, которой у них нет, их мнение просто не отражается в цене. На рынке малых акций голос имеют только оптимисты, у которых бумага уже есть или которые готовы её купить. Это одна из причин, по которой малые бумаги иногда долго торгуются выше разумной оценки, прежде чем резко упасть.

Ограничения различаются и у разных брокеров. Один может вообще не показывать часть бумаг третьего уровня в поиске приложения, другой показывает, но не даёт выставить рыночную заявку, третий требует подтвердить понимание рисков перед каждой первой покупкой. Перед тем как планировать охоту за малыми компаниями, полезно выяснить, какие именно правила действуют у вашего брокера. Это займёт полчаса и избавит от неприятных сюрпризов в момент, когда нужно действовать.

Следующий барьер связан с тестированием неквалифицированных инвесторов. Несколько лет назад Банк России ввёл систему, при которой частный инвестор без статуса квалифицированного должен пройти короткий тест у брокера, прежде чем покупать некоторые виды сложных или рискованных инструментов. Среди этих инструментов оказались и акции, не включённые в котировальные списки, то есть бумаги третьего уровня листинга. Точный перечень исключений со временем менялся, поэтому на момент покупки его стоит уточнять у брокера.

Сам тест обычно состоит из нескольких вопросов о том, чем рискованны такие бумаги, и проходится за несколько минут. Его цель в том, чтобы инвестор осознанно понимал, во что вкладывает деньги: что такие акции бывают неликвидными, что их цена может резко меняться

и что информации по ним меньше. Неправильный ответ не лишает права пройти тест повторно, но заставляет задуматься над сутью вопроса.

Тестирование иногда воспринимают как бюрократическую помеху, но в нём есть здравый смысл. Многие частные инвесторы впервые узнают о том, что акции третьего уровня могут не торговаться днями, именно из вопросов теста. Если хотя бы один такой вопрос заставит вас задуматься перед покупкой, тест уже оправдал своё существование. Это как инструктаж перед первым выходом на лёд: скучно, но может пригодиться.

Олег прошёл этот тест за вечер перед своей первой покупкой бумаги третьего уровня и признался себе, что пару вопросов понял не сразу. Вера отнеслась к тесту как к маленькому аудиту собственных знаний и разобрала каждый вопрос до конца. Денис попытался пройти тест наугад, провалил его и только после этого прочитал пояснения брокера. Отношение к тесту хорошо показывает, как человек будет относиться и к самим бумагам.

Полезно помнить и о другом пути. Квалифицированный инвестор, получивший этот статус по закону, проходить такие тесты не обязан. Однако статус квалифицированного инвестора требует определённого размера капитала, опыта или образования, и для многих начинающих он пока недостижим. Впрочем, для покупки малых акций третьего уровня такой статус и не требуется, достаточно пройти тест.

Третий практический вопрос касается ставок риска и обеспечения. Брокеры, предоставляющие маржинальную торговлю, опираются на так называемые ставки риска, которые для каждой бумаги рассчитывает клиринговая организация биржи. Ставка риска показывает, какую часть стоимости бумаги брокер считает возможной потерей за короткий период, и определяет, сколько вы можете занять под неё денег.

По крупным ликвидным акциям ставки риска относительно невысоки, и такие бумаги можно использовать как обеспечение для займов. По малым акциям ставки риска либо очень высокие, либо бумаги вовсе не принимаются в обеспечение. На практике это означает, что акции третьего эшелона в вашем портфеле не будут засчитываться как залог, если вы захотите взять кредитное плечо под другие позиции.

Здесь есть ловушка для тех, кто пользуется плечом в целом. Допустим, у вас часть портфеля в голубых фишках, часть в малых акциях, и вы взяли небольшой заём под обеспечение. Если брокер изменит ставки риска или исключит какую-то бумагу из списка обеспечения, ваш уровень обеспечения может резко снизиться без всякого движения цен. Такое случается в периоды нестабильности, когда клиринговые организации пересматривают параметры риска.

Ставки риска полезны и как бесплатная подсказка о характере бумаги. Если клиринговая организация оценивает возможное падение акции за короткий срок в несколько десятков процентов, это профессиональная оценка её волатильности и неликвидности. Сравнивая ставки риска разных бумаг в описании инструментов, можно быстро понять, какие из них рынок считает особенно нервными. Это не заменяет анализа, но помогает расставить приоритеты.

Поэтому охотнику за малыми компаниями разумнее вообще не связывать свою стратегию с заёмными деньгами. Малые акции по своей природе требуют терпения и готовности к глубоким просадкам, а заёмные деньги требуют противоположного: быстрой реакции и защиты от любых просадок. Сочетать эти два подхода всё равно что одновременно жать на газ и на тормоз.

Четвёртый практический вопрос связан со временем торгов. На момент написания книги Московская биржа проводит торги акциями в основную сессию днём, а также в утреннюю и вечернюю сессии. В дополнение к ним появились торги выходного дня, когда можно совершать сделки в субботу и воскресенье. Точное расписание биржа время от времени меняет, поэтому сверяться лучше с её официальным сайтом.

Самое важное для нас то, что далеко не все бумаги доступны во всех режимах. Перечень акций, которые торгуются в вечернюю сессию и в выходные дни, биржа определяет отдельно, и

в него попадают в первую очередь ликвидные бумаги. Многие акции третьего эшелона можно купить и продать только в основную сессию. Если вы привыкли заходить в приложение брокера вечером после работы, этот момент легко упустить.

Даже когда малая бумага формально доступна в вечернюю сессию или в выходные, ликвидность в эти часы обычно ещё ниже, чем днём. Стакан пустеет, разница между лучшими ценами расширяется, и случайная заявка может совершиться по неожиданной цене. Поэтому для сделок с малыми акциями разумно выбирать основную сессию, когда участников больше всего. О том, какое время суток лучше подходит для входа, мы поговорим в главе о том, как входить в неликвидные акции.

Денис однажды попал в неприятную ситуацию именно из-за расписания. Вечером в его чате появилась новость о небольшой компании, он открыл приложение, чтобы купить, но бумага в вечернюю сессию не торговалась. Утром на открытии цена оказалась на пятнадцать процентов выше вчерашнего закрытия, и Денис купил на эмоциях, не успев ничего проверить. К обеду цена вернулась на прежний уровень, а Денис понял, что расписание тоже нужно знать заранее.

С расписанием связана и ещё одна деталь, о которой полезно знать. Корпоративные новости многие компании публикуют вечером или в выходные, когда малая бумага не торгуется. В результате вся реакция на новость концентрируется на открытии следующей основной сессии, и цена может сразу открыться с большим разрывом. Подробно о таких разрывах и о том, как их пережить, мы поговорим в главе о резких скачках цен.

Последняя тема главы посвящена информационному фону, в котором живут малые акции. Поскольку аналитики крупных компаний обходят их стороной, информацию о малых эмитентах частные инвесторы получают из других источников. Это форумы инвесторов, каналы и чаты в мессенджерах, личные блоги, видеообзоры и социальные сети брокеров. В этом пространстве встречаются и глубокие разборы, и откровенный мусор.

Плюс такого фона в том, что среди его авторов иногда находятся настоящие знатоки отрасли. Человек, который работает в нефтесервисе, может разобрать новость о небольшом поставщике оборудования лучше любого аналитика. Внимательный читатель форума найдёт ссылки на отчётность, протоколы собраний и даже фотографии со строительных площадок. Это ценный материал, если умеешь его фильтровать.

Минус же в том, что качество этой информации никто не проверяет. Авторы могут ошибаться, преувеличивать, а иногда и сознательно вводить в заблуждение, особенно если у них самих есть позиция в обсуждаемой бумаге. Платные каналы с «закрытыми идеями» нередко зарабатывают не на точности прогнозов, а на подписках и на том, что их читатели покупают бумаги, которые автор собирается продать. Подробно о таких схемах мы поговорим в главе о манипуляциях.

Информационный фон также объясняет, почему малые акции так резко реагируют на слова. Одного популярного сообщения бывает достаточно, чтобы в тонкий стакан пришли сотни покупателей с небольшими суммами. В сумме они двигают цену на десятки процентов за день, а потом так же дружно уходят. В крупных бумагах подобное почти невозможно, потому что их цена держится на гораздо большем объёме денег.

Полезно различать типы источников по степени их надёжности. На верхней ступени стоят первичные документы: отчётность, существенные факты, протоколы собраний, решения судов. Ниже идут разборы авторов, которые ссылаются на эти документы и показывают свои расчёты. В самом низу находятся анонимные сообщения в духе «скоро будет новость, грузимся», и к ним стоит относиться как к рекламе, а не как к информации.

Вера выработала для себя простое правило работы с этим фоном. Она читает форумы и каналы только как источник вопросов, а не ответов: если кто-то утверждает, что у компании выросла выручка, она идёт в отчётность и проверяет цифры сама. Если источник не даёт

ссылки на первичный документ, утверждение остаётся для неё слухом. Такой подход отнимает время, зато защищает от большинства ловушек информационного шума.

Подведём короткие итоги этой главы. На рынке малых акций главная сила частные инвесторы, крупные фонды сюда почти не заходят из-за размеров, правил и экономики профессии, а владельцы и менеджеры иногда сами присутствуют в стакане. Маркетмейкеры помогают в спокойные дни, но не спасают в шторм, а роботы создают рябь, которую долгосрочному инвестору можно не замечать. Брокеры ограничивают плечо и шорты, для бумаг третьего уровня может понадобиться тестирование, а торговые сессии доступны не для всех бумаг.

Теперь вы знаете, кто стоит рядом с вами у этой воды и какие правила действуют на берегу. Остаётся самый трудный вопрос: подходите ли для этой охоты вы сами. Какой риск вы готовы терпеть, сколько лет можете ждать, сколько времени готовы тратить на исследование и как ваши собственные эмоции будут мешать вам принимать решения? Об этом пойдёт речь в следующей главе, посвящённой портрету охотника за малыми компаниями.

Глава 4. Портрет охотника за малыми компаниями

Прежде чем отправиться на охоту в настоящий лес, опытный человек проверяет не только ружьё, но и себя. Сможет ли он полдня сидеть в засидке без движения, выдержит ли холод и комаров, не растеряется ли, когда зверь выйдет совсем не туда, куда ждали. Снаряжение можно купить за один день, а характер вырабатывается годами. С малыми компаниями дело обстоит точно так же: инструменты анализа описаны в книгах, а вот способность ими пользоваться зависит от того, кто вы как человек.

В этой главе мы оставим на время компании, стаканы и отчётность и посмотрим на самого инвестора. Мы поговорим о том, какой риск вы способны выдержать, на какой срок готовы вкладывать деньги, сколько времени можете тратить на изучение компаний и какой стиль охоты вам ближе. Затем разберём несколько психологических ловушек, которые на рынке малых акций особенно опасны. В конце вы найдёте простую анкету готовности, которая поможет честно ответить себе, стоит ли вообще заниматься этой охотой.

Начнём с риск-профиля, то есть с того, насколько большие колебания и потери вы готовы переносить без паники. Большинство людей уверены, что знают свою терпимость к риску, но обычно они оценивают её в спокойное время, когда портфель растёт. Настоящий риск-профиль проявляется только тогда, когда на счёте горят красные цифры, а в новостях пишут, что дальше будет хуже. Именно в такие моменты принимаются самые дорогие решения.

На рынке малых акций просадки бывают глубже, чем у голубых фишек. Падение отдельной бумаги на сорок или пятьдесят процентов за несколько месяцев здесь не катастрофа, а обычное событие, которое может случиться даже с хорошей компанией. Портфель из малых акций в тяжёлый год может потерять треть стоимости или больше. Если подобная картина вызывает у вас бессонницу, это важный сигнал, который не стоит игнорировать.

Попробуйте простой мысленный эксперимент с конкретными рублями. Представьте, что вы вложили в малые компании пятьсот тысяч рублей, а через полгода на счёте осталось триста тысяч, и никто не может сказать, когда цены восстановятся. Что вы будете делать в такой ситуации? Если честный ответ звучит как «продам всё и больше никогда не вернусь», значит, сумма слишком велика для вашего характера, и её нужно уменьшить.

Риск-профиль зависит не только от характера, но и от жизненных обстоятельств. Человек с надёжной работой, без долгов и с подушкой безопасности на полгода может позволить себе больше риска, чем человек с ипотекой и единственным источником дохода. Молодой инвестор с небольшим капиталом может экспериментировать смелее, чем человек, который через пять лет выходит на пенсию. Одна и та же стратегия для разных людей означает совсем разный уровень опасности.

Олег, оценивая свой риск-профиль, сначала решил, что готов вложить в малые компании половину портфеля. Потом он вспомнил, как в один из кризисных годов его вполне надёжные голубые фишки упали на треть, и он несколько недель плохо спал и порывался продать всё. После этого воспоминания он снизил свою цель до пятой части портфеля. Решение показалось ему скучным, но честным.

Полезно разделять два понятия, которые часто смешивают. Способность к риску описывает, сколько денег вы можете потерять без ущерба для жизни, и её можно посчитать по доходам, расходам и сбережениям. Терпимость к риску описывает, сколько потерь вы способны выдержать психологически, и её можно узнать только на опыте. У одного человека может быть большая способность и маленькая терпимость, у другого наоборот, и в обоих случаях ориентироваться нужно на меньшую из двух величин.

Есть полезная проверка, которую стоит провести на собственной истории. Вспомните, как вы вели себя в самые тяжёлые для рынка периоды, если вы уже инвестировали. Продавали

ли вы на панике, докупали ли на падении или просто перестали заходить в приложение? Ваше реальное поведение в прошлом говорит о вашем риск-профиле гораздо правдивее, чем любые анкеты и самооценки в спокойную погоду.

Вторая важная характеристика охотника за малыми компаниями связана с горизонтом инвестиций. Малые акции почти никогда не приносят результат быстро. Компании нужно время, чтобы вырасти, рынку нужно время, чтобы заметить этот рост, а катализаторам переоценки нужно время, чтобы сработать. Обычно речь идёт не о месяцах, а о годах.

Разумный горизонт для отдельной идеи в малых компаниях составляет от двух до пяти лет. За меньший срок цена может так и не отреагировать на улучшение бизнеса, а за больший многое может измениться в самой компании и отрасли. Если вы рассчитываете получить результат к следующему отпуску, малые компании скорее разочаруют вас. Это не рынок для тех, кому деньги нужны через полгода.

Горизонт тесно связан с тем, какие деньги вы вкладываете. В малые компании разумно направлять только те средства, которые не понадобятся вам в ближайшие несколько лет ни при каких обстоятельствах. Если есть вероятность, что деньги придётся срочно забрать на ремонт, лечение или покупку машины, они должны лежать в чём-то более ликвидном. Вынужденная продажа малой акции в неудачный момент может стоить десятки процентов.

Длинный горизонт имеет ещё одно преимущество, которое редко замечают. Чем дольше вы держите бумагу, тем меньше значат издержки на вход и выход. Если покупка и продажа малой акции обходятся вам в шесть процентов на спреде и комиссиях, при владении в течение месяца это огромная потеря, а при владении в течение четырёх лет она размазывается до полутора процентов в год. Терпение здесь буквально экономит деньги.

Сравните инвестиции в малые компании с посадкой сада, а не с огородом. Огурцы и редиска дают урожай через несколько недель, и их можно сажать каждую весну заново. Яблоня начинает плодоносить через несколько лет, и выкапывать её каждый год, чтобы проверить корни, бессмысленно. Тот, кто сажает сад, заранее соглашается ждать и не дёргать саженцы.

Денис поначалу совсем не понимал этой логики. Его средний срок владения бумагой составлял около двух недель, и он искренне не понимал, как можно годами держать акцию, которая не растёт. Перелом случился, когда он заметил, что бумага, которую он продал без прибыли после месяца ожидания, через год выросла вдвое. С тех пор он хотя бы задаёт себе вопрос о горизонте до покупки, а не после.

Третья характеристика охотника связана со временем, которое он готов тратить на исследование. Малые компании, как мы видели в предыдущих главах, почти не покрыты аналитикой, и всю работу по их изучению вам придётся делать самостоятельно. Чтение отчётности, проверка существенных фактов, анализ отрасли и конкурентов, отслеживание новостей требуют часов, а не минут.

Разумно оценить, сколько времени потребует одна новая компания. Первичное знакомство с бизнесом, отчётностью за несколько лет и структурой собственников обычно занимает от пяти до десяти часов. Ещё несколько часов уйдёт на сравнение с конкурентами и на поиск возможных подводных камней. Если в портфеле десять компаний, то регулярное отслеживание их отчётности и новостей потребует ещё несколько часов в месяц.

Если вы работаете полный день, у вас семья и другие увлечения, найти такое время может оказаться непросто. В этом нет ничего постыдного: многие разумные люди предпочитают индексные фонды именно потому, что не хотят тратить вечера на чтение отчётов. Однако если вы решили охотиться за малыми компаниями, без этих часов охота превращается в лотерею. Покупать малые акции по совету соседа без собственной проверки означает играть с заведомо худшими шансами.

Есть здесь и хорошая новость для занятых людей. Со временем исследование становится быстрее, потому что вы накапливаете знания об отраслях, учитесь быстро отсеивать неинте-

ресные компании и понимаете, где искать нужные цифры. Вера, которая читает отчётность профессионально, тратит на первичный анализ компании два-три часа, а Олег поначалу тратил на это целые выходные. Через год у него получалось уже вдвое быстрее.

Время на исследование можно тратить и с умом, распределяя его по этапам. Быстрый первичный отсев по нескольким ключевым показателям занимает считанные минуты на компанию и позволяет отбросить большинство неинтересных вариантов. Глубокое изучение нужно лишь тем немногим, кто прошёл отсев. Так работает хозяйка на рынке: она не ощупывает каждый помидор на всех прилавках, а сначала выбирает два-три лотка по виду, и только там перебирает товар внимательно.

Полезно с самого начала определить, сколько времени в неделю вы реально готовы выделять на эту охоту. Например, три часа в неделю позволят вести портфель из пяти-семи компаний и раз в месяц изучать одну новую идею. Если у вас есть всего час в неделю, лучше ограничиться двумя-тремя бумагами и отдать остальное индексу. Честный расчёт времени защищает от поверхностных решений.

Четвёртая тема главы посвящена стилям охоты. Охотники за малыми компаниями отличаются не только характером, но и тем, что именно они ищут. Можно выделить четыре основных стиля, хотя в чистом виде они встречаются редко и многие инвесторы совмещают несколько. Понимание своего стиля помогает искать идеи там, где у вас больше шансов на успех.

Стоимостный стиль предполагает поиск компаний, которые стоят заметно дешевле, чем заслуживают по своей прибыли, активам или денежному потоку. Такой охотник ищет бизнес, на который рынок махнул рукой, и покупает его со скидкой в расчёте, что со временем цена вернётся к справедливой оценке. Это стиль терпеливых и скептичных людей, которые любят цифры и не боятся покупать то, что никому не нравится. Из наших героев Вере он ближе всего.

Ростовой стиль ориентирован на компании, которые быстро увеличивают выручку и прибыль. Такой охотник готов платить за акции более высокую цену, если видит, что бизнес может вырасти в несколько раз. Он ищет новые рынки, новые продукты и сильный менеджмент. Этот стиль требует умения отличать устойчивый рост от временного всплеска, и Олегу с его знанием промышленности он кажется естественным.

Событийный стиль строится вокруг конкретных ожидаемых событий, которые могут изменить цену. Это может быть смена собственника, реорганизация, крупный контракт или изменение регулирования. Охотник такого типа внимательно следит за новостями и раскрытием информации и покупает бумагу в расчёте на то, что событие произойдёт и рынок его оценит. Подробно о таких событиях мы поговорим в главе о катализаторах.

Особые ситуации представляют собой отдельный и самый сложный стиль. Сюда относятся компании в процессе банкротства или реструктуризации, бумаги под выкупом со стороны мажоритария, сложные корпоративные конфликты. Такие ситуации требуют хорошего понимания права и корпоративных процедур, а иногда и готовности участвовать в собраниях и судах. Новичкам этот стиль лучше оставить на потом.

Какой же стиль выбрать именно вам? Честный ответ звучит так: тот, который лучше всего сочетается с вашими знаниями и характером. Инженеру проще оценить рост производственной компании, аудитору проще найти недооценённость в отчётности, юристу проще разобраться в корпоративном конфликте. Использовать чужой стиль, который не опирается на ваши сильные стороны, значит отказаться от главного преимущества частного инвестора.

Стили различаются и по тому, как в них выглядит неудача. Стоимостный охотник чаще всего ошибается, покупая компанию, которая дешёва заслуженно и остаётся дешёвой годами. Ростовой охотник рискует переплатить за рост, который замедлится, и пережить двойное падение прибыли и оценки. Событийный охотник страдает, когда ожидаемое событие откладывается или не происходит вовсе, а его деньги всё это время лежат без движения.

Денис, который пока не обладает глубокими знаниями ни в одной отрасли, сначала растерялся. Потом он понял, что работает в продажах и хорошо знает рынок строительных материалов в своём регионе: какие дилеры растут, какие марки берут, какие компании задерживают поставки. Это его маленькая, но реальная область знаний, с которой можно начать. Стиль не обязан быть глобальным, он должен быть вашим.

Пятая тема кажется неожиданной, но для охотника за малыми компаниями она одна из главных. Речь идёт о самой обыкновенной скуке. Большую часть времени в портфеле малых акций ничего не происходит: компании работают, отчёты выходят раз в полгода, цены медленно ползут или стоят на месте. Яркие события случаются редко, а ожидание длится долго.

Скука опасна тем, что подталкивает к лишним действиям. Человеку, который привык к динамике, хочется что-то делать: продать застывшую бумагу, купить что-нибудь новое, переставить портфель. Каждое такое действие обходится в издержки на спред и комиссии, а часто ещё и в упущенную прибыль, когда проданная бумага наконец начинает расти. Активность ради активности на рынке малых акций почти всегда вредна.

Сравните это с зимней рыбалкой. Опытный рыболов может часами сидеть над лункой, глядя на неподвижный кивок. Новичок через полчаса начинает сверлить новые лунки, менять мормышки и переходить с места на место, распугивая рыбу. В итоге улов чаще у того, кто умеет ждать, а не у того, кто больше суетится.

Посчитаем, во что обходится суета на простом примере. Допустим, портфель малых акций в один миллион рублей вы целиком переставляете три раза в год, и каждая полная перестановка стоит вам около четырёх процентов на спредах и комиссиях. За год вы теряете порядка двенадцати процентов капитала просто на движениях, и чтобы выйти хотя бы в ноль, ваши новые идеи должны быть намного лучше старых. Почти никому это не удаётся.

Как справляться со скукой на практике? Один из способов заключается в том, чтобы направить жажду действия в полезное русло: вместо того чтобы торговать, изучать новые компании и пополнять список наблюдения. Другой способ состоит в том, чтобы реже смотреть на котировки, например раз в неделю, а не каждый час. Третий способ предлагает держать небольшую часть капитала для более активной торговли, чтобы основной портфель оставался спокойным.

Полезно также помнить, что скука часто означает, что всё идёт по плану. Если компания спокойно работает, отчёты выходят без сюрпризов, а цена не скачет, значит, ваш тезис пока не нарушен. Тревожиться стоит не тогда, когда ничего не происходит, а тогда, когда происходит что-то, противоречащее вашим ожиданиям. Тишина в портфеле малых акций обычно хороший знак, а не повод для действий.

Вера, как ни странно, переносит скуку легче всех трёх наших героев, хотя и по необычной причине. Она так долго анализирует компании перед покупкой, что после покупки ей просто не хочется ничего менять. Её проблема лежит в другом месте, о котором мы поговорим чуть позже. Олегу же скука даётся труднее, и он признаётся, что первые месяцы проверял котировки по нескольку раз в день.

Шестая ловушка особенно знакома тем, кто хорошо знает свою отрасль. Эту ловушку можно назвать влюблённостью в компанию. Когда вы долго изучаете бизнес, общаетесь с его клиентами, видите продукцию, читаете интервью директора, компания постепенно становится вам близкой. Вы начинаете болеть за неё, как за любимую футбольную команду, и перестаёте замечать её недостатки.

Влюблённость проявляется в характерных симптомах. Вы легко объясняете себе любые плохие новости о компании и с подозрением относитесь к хорошим новостям о конкурентах. Вы начинаете вкладывать в бумагу всё больше денег, потому что «это же очевидно хорошая компания». Вы обижаетесь, когда кто-то на форуме критикует её, и вступаете в спор, хотя критика может быть справедливой.

Олег подвержен этой ловушке сильнее всех. Когда он впервые изучил условный Уральский приборный завод, то буквально загорелся: знакомые приборы, понятная технология, сильные позиции в нише. Ему хотелось купить акции немедленно и на крупную сумму, не дочитав отчётность до конца. Вера, которой он рассказал об идее, задала ему всего один вопрос о долговой нагрузке, и он не смог на него ответить.

Влюблённость особенно опасна в малых компаниях по одной причине: здесь легко стать заметным акционером. Когда вы вложили в бумагу сумму, сопоставимую с её дневным оборотом, вы уже не просто зритель, а часть рынка этой акции. Выйти из неё быстро и тихо почти невозможно, и любая ошибка, вызванная влюблённостью, обходится дороже, чем в голубых фишках. Как ограничивать размер такой позиции, мы подробно обсудим в главе о размере позиции.

Лучшее средство от влюблённости заключается в том, чтобы сознательно искать аргументы против своей идеи. Представьте, что вы аналитик, которому поручили доказать, что компания переоценена. Какие доводы вы бы нашли? Если честно поискать, их почти всегда найдётся несколько, и ваша задача не отмахнуться от них, а проверить каждый. Компания, которая выдерживает такую проверку, заслуживает вложений, а не просто симпатии.

Седьмая ловушка тесно связана с предыдущей, но отличается от неё. Ловушка подтверждения состоит в том, что мы ищем и замечаем ту информацию, которая подтверждает наше мнение, и пропускаем ту, которая ему противоречит. Это не сознательный обман, а особенность человеческого мышления, присущая всем без исключения. Даже профессиональные аналитики с ней постоянно борются.

На рынке малых акций ловушка подтверждения особенно опасна. Информации о малых компаниях мало, и та, что есть, часто противоречива. Если вы уже купили бумагу, вы будете подписываться на каналы, где её хвалят, и читать сообщения тех, кто её держит. Через месяц вам будет казаться, что весь рынок разделяет вашу уверенность, хотя на самом деле вы просто окружили себя единомышленниками.

Есть несколько практических способов ослабить эту ловушку. Можно специально искать мнения тех, кто настроен скептически, и читать их внимательно, без раздражения. Можно заранее записать, какие факты заставят вас пересмотреть идею, и регулярно проверять, не появились ли они. Можно обсуждать идеи с человеком, который не держит бумагу и не заинтересован в её росте.

Особенно коварна ловушка подтверждения при чтении отчётности. Если вы уверены, что компания растёт, вы обратите внимание на рост выручки и не заметите, что дебиторская задолженность растёт ещё быстрее. Если вы уверены, что менеджмент честный, вы не станете искать в примечаниях сделки со связанными сторонами. Отчётность всегда содержит и хорошие, и тревожные сигналы, а то, какие из них вы увидите, во многом зависит от ваших ожиданий.

Вера, при всей её любви к проверке фактов, тоже не свободна от этой ловушки, просто у неё она работает наоборот. Она ищет подтверждения своего скепсиса и находит недостатки в любой компании, поэтому месяцами не может решиться на покупку. Ловушка подтверждения бывает и у оптимистов, и у пессимистов. Защита от неё в обоих случаях одинакова: честный поиск аргументов в пользу противоположной точки зрения.

Восьмая ловушка, стадный рефлекс, знакома каждому, кто хоть раз читал чат инвесторов во время резкого движения рынка. Когда бумага растёт и все вокруг пишут, что покупают, очень трудно оставаться в стороне. Когда бумага падает и все пишут, что продают, ещё труднее держать позицию. Желание быть с большинством заложено в нас глубоко, и биржа умело им пользуется.

На рынке малых акций стадный рефлекс работает особенно жестоко. Поскольку в тонких бумагах цену двигают небольшие суммы, стадо способно разогнать котировку на десятки процентов за день. Тот, кто присоединяется к стаду на середине движения, почти всегда покупает

дорого, потому что первые покупатели уже собираются продавать. В обратную сторону тот же механизм заставляет продавать на самом дне.

Денис испытал это на себе многократно. Он покупал бумаги, которые обсуждали в его чатах, именно тогда, когда обсуждение достигало пика, и раз за разом оказывался среди последних покупателей. Однажды он посчитал, что если бы просто делал противоположное тому, что предлагал его самый активный чат, результат за год был бы заметно лучше. Это открытие стало для него неприятным, но важным уроком.

Стадный рефлекс маскируется под здравый смысл, и в этом его сила. Кажется, что если сотни людей покупают бумагу, они наверняка что-то знают. На самом деле большинство из них знают ровно столько же, сколько вы, и покупают по той же причине: потому что покупают другие. Цепочка взаимных подражаний может тянуться долго, но заканчивается всегда одинаково, когда новые покупатели кончаются.

Защититься от стадного рефлекса помогает простое правило паузы. Если вам вдруг очень захотелось купить или продать бумагу из-за общего настроения, отложите решение хотя бы на сутки. За это время эмоции немного улягутся, и вы сможете спросить себя, изменилось ли что-то в самой компании или только в настроении толпы. Если изменилось только настроение, действовать обычно не нужно.

Ещё одно средство против стада заключается в том, чтобы смотреть, на каком этапе движения вы оказались. Если бумага уже выросла на тридцать или пятьдесят процентов за несколько дней, а обсуждение в чатах достигло пика, вы почти наверняка опоздали. Ранние покупатели в это время думают о продаже, и им нужен кто-то, кому можно продать. Спросите себя прямо, не вы ли этот кто-то.

Девятая тема главы предлагает главное практическое средство против всех описанных ловушек. Речь об инвестиционном тезисе, записанном на бумаге или в файле. Инвестиционный тезис кратко объясняет, почему вы покупаете акцию, чего ожидаете и на каком основании. Записывать его нужно до покупки, а не после, когда память начинает услужливо подправлять ваши прежние мотивы.

Хороший тезис отвечает на несколько простых вопросов. Чем занимается компания и почему её бизнес будет расти или останется устойчивым? Почему рынок сейчас оценивает её дешевле, чем она стоит, и что должно произойти, чтобы оценка изменилась? Какие риски могут разрушить вашу идею и как вы узнаете, что это произошло? Сколько вы готовы ждать результата?

Приведём пример короткого тезиса для условной компании, чтобы было понятно, о чём речь. «Компания производит упаковку для молочных заводов региона, выручка растёт на пятнадцать процентов в год, долг почти погашен. Рынок оценивает её в четыре годовые прибыли, потому что бумага неликвидна и о ней никто не пишет. Через два-три года, после запуска новой линии, прибыль может вырасти в полтора раза, и я жду переоценки. Идея будет сломана, если компания потеряет крупнейшего клиента или снова начнёт занимать».

Важно, чтобы тезис помещался на одной странице и был написан простыми словами. Если вы не можете объяснить свою идею в нескольких абзацах так, чтобы её понял знакомый, далёкий от рынка, значит, вы сами её до конца не понимаете. Длинный тезис с десятками оговорок обычно скрывает неуверенность. Короткий и ясный тезис заставляет думать чётко.

Олег записал свой первый тезис по условному Уральскому приборному заводу и был удивлён, насколько это оказалось трудно. Первый вариант состоял из восторгов по поводу продукции и не содержал ни одной цифры. Только с третьей попытки, после вопросов Веры, он смог сформулировать, почему рынок, по его мнению, недооценивает завод и какие события могут это изменить. Сама работа над текстом охладила его пыл и сделала решение более взвешенным.

Особое место в тезисе занимает вторая половина нашего сквозного вопроса. Кому вы продадите эту акцию, когда ваша идея реализуется? Это могут быть фонды, которые придут после повышения уровня листинга, стратегический покупатель, массовые частные инвесторы после выхода хороших новостей или сам мажоритарий при выкупе. Если вы не можете назвать будущего покупателя, тезис остаётся незаконченным, как дом без двери.

Записанный тезис полезен не только при покупке, но и всё время владения бумагой. Когда приходят плохие новости, вы можете сверить их с тезисом и понять, разрушают ли они вашу идею или только откладывают её. Когда цена резко растёт, вы можете проверить, реализовался ли тезис или рынок просто увлёкся. О том, как вести учёт всех своих тезисов и решений, мы поговорим в заключительной главе, а о правилах продажи в главе о выходе из неликвидных акций.

Наконец, десятая тема главы предлагает честную проверку готовности. Перед тем как вкладывать деньги в малые компании, задайте себе несколько вопросов и ответьте на них письменно, без самообмана. Это не тест с правильными ответами, а способ увидеть себя со стороны. Если на большинство вопросов вы отвечаете уверенно, охота может стать для вас интересным и прибыльным занятием.

Первая группа вопросов касается денег. Есть ли у вас финансовая подушка, которая покроет расходы на несколько месяцев без продажи акций? Можете ли вы вложить в малые компании такую сумму, потерю половины которой переживёте без серьёзного ущерба для семьи? Не понадобятся ли эти деньги в ближайшие три-пять лет? Нет ли у вас дорогих кредитов, которые разумнее сначала погасить?

Вторая группа вопросов касается времени и знаний. Готовы ли вы тратить несколько часов в неделю на чтение отчётности и новостей? Есть ли у вас область знаний, в которой вы разбираетесь лучше среднего инвестора? Понимаете ли вы, что такое капитализация, ликвидность и free-float, и умеете ли находить эти данные самостоятельно? Если нет, готовы ли вы этому научиться?

Третья группа вопросов касается характера. Как вы вели себя в прошлые падения рынка? Можете ли вы месяцами держать бумагу, по которой ничего не происходит, не испытывая желания её продать? Способны ли вы признать ошибку и выйти из позиции, если ваш тезис оказался неверным? Не принимаете ли вы решения под влиянием чатов и чужих восторгов?

Четвёртая группа вопросов касается вашего преимущества. Вспомните сквозной вопрос книги: что вы знаете о компании такого, чего рынок пока не замечает, и кому вы продадите эту акцию потом? Можете ли вы ответить на первую часть хотя бы для одной компании? Думали ли вы когда-нибудь о второй части до покупки? Если обе части пока остаются без ответа, впереди много интересной работы.

Ответы на анкету стоит сохранить и перечитать через год. За это время у вас появится реальный опыт, и сравнение ожиданий с действительностью окажется очень поучительным. Многие обнаруживают, что переоценили своё терпение и недооценили время, которое уходит на исследование. Другие, наоборот, понимают, что охота даётся им легче, чем казалось, и можно постепенно расширять её долю в портфеле.

Наши герои ответили на эти вопросы по-разному. Олег уверенно прошёл блоки о деньгах и знаниях, но признал, что с характером у него не всё гладко из-за склонности влюбляться и торопиться. Вера легко справилась со всеми вопросами, кроме одного: она поняла, что редко решается действовать, даже когда анализ закончен. Денис честно написал, что подушки у него пока нет, и решил сначала её собрать, а в малые компании вкладывать только небольшую сумму для обучения.

Подведём короткие итоги этой главы. Охотник за малыми компаниями отличается умеренным, но осознанным отношением к риску, горизонтом в несколько лет и готовностью регулярно тратить время на исследование. Он выбирает стиль, который опирается на его собствен-

ные знания, учится переносить скуку и сознательно борется с влюблённостью в компании, ловушкой подтверждения и стадным рефлексом. Главный его инструмент против собственных слабостей прост: записанный до покупки инвестиционный тезис.

Теперь, когда вы лучше понимаете себя как охотника, пора выходить в лес. Где искать идеи среди сотен малоизвестных компаний, какие инструменты помогают отсеивать лишнее и как из двухсот тикеров оставить десяток, достойных серьёзного изучения? Об этом мы поговорим в следующей главе, посвящённой поиску идей и воронке отбора.

Глава 5. Где искать идеи и как сужать воронку

Хороший грибник никогда не идёт в лес наугад. Он знает, на каких полянах после дождя появляются подосиновики, где под елями прячутся грузди, а какие опушки давно вытоптаны дачниками. Поиск идей в малых компаниях устроен точно так же: акций на бирже много, но интересных среди них единицы, и случайная прогулка по списку тикеров почти никогда не приводит к находке. Нужны маршруты, привычки и терпение, а ещё умение отбрасывать пустые места, не тратя на них полдня.

В этой главе мы пройдём по главным полянам, где рождаются идеи, и научимся строить воронку. Сверху в неё попадает почти весь рынок, а снизу выходит десяток компаний, которые действительно стоит изучать глубоко. Мы не будем здесь разбирать, как анализировать бизнес и отчётность, этому посвящены следующие главы. Наша задача скромнее и при этом важнее: понять, откуда берутся кандидаты и как не утонуть в их количестве.

Начнём с самого очевидного инструмента, который есть у каждого частного инвестора, хотя пользуются им далеко не все. Скринер представляет собой таблицу со всеми бумагами биржи, где можно задать фильтры и отсортировать результат по нужному признаку. Капитализация, оборот, мультипликаторы, динамика цены за год, дивидендная доходность — всё это обычно доступно в пару нажатий. Многие скринеры встроены прямо в приложение брокера, есть и отдельные сервисы, а Московская биржа публикует собственные выгрузки с итогами торгов.

Главное правило работы со скринером звучит так: он не находит хорошие компании, он отсеивает явно неподходящие. Представьте сито для муки, которое задерживает комки и мусор, но не печёт пирог за вас. Если вы отсортируете рынок по самому низкому мультипликатору, наверху окажутся не только недооценённые жемчужины, но и компании с разовой прибылью, искажённой отчётностью или умирающим бизнесом. Цифра в скринере всегда требует проверки по первоисточнику, потому что данные бывают устаревшими или посчитанными по разной методике.

Для охотника за малыми компаниями полезнее всего несколько простых фильтров. Первый ограничивает капитализацию сверху, чтобы убрать голубые фишки и крупный второй эшелон. Второй задаёт минимальный средний оборот, чтобы не тратить время на бумаги, в которых вообще невозможно совершить сделку разумного размера. Третий может касаться долговой нагрузки или наличия прибыли, если вы ищете устойчивый бизнес, а не спекулятивные истории.

Олег начал свой первый серьёзный поиск именно со скринера. Он выставил капитализацию до двадцати миллиардов рублей и средний дневной оборот от полумиллиона рублей, и из нескольких сотен бумаг на экране осталось чуть больше ста. Затем он выгрузил таблицу в файл и добавил собственную колонку с отраслью, потому что разметка в сервисе показалась ему слишком грубой. Работа заняла вечер, зато у Олега впервые появилась карта, а не случайный набор названий из новостей.

У скринеров есть особенность, которую охотник за малыми компаниями должен учитывать постоянно. Данные по небольшим эмитентам в таких сервисах часто заполнены хуже, чем по крупным: где-то не обновлена прибыль за последний год, где-то капитализация посчитана только по обыкновенным акциям, где-то отрасль указана неверно. Бывает, что компания с отличными показателями вообще не попадает в выдачу, потому что у неё пустое поле в нужной колонке. Поэтому полезно хотя бы раз в полгода просматривать полный список эмитентов глазами, а не только через фильтры.

Биржевые выгрузки дают ещё один ракурс, который скринеры часто упускают. По итогам каждого дня Московская биржа публикует данные о торгах: объёмы, число сделок, цены

открытия и закрытия. Если сохранять такие выгрузки хотя бы раз в неделю, со временем у вас появится собственная история оборотов, по которой видно, какие бумаги оживают, а какие засыпают. К этому сигналу мы ещё вернёмся ближе к концу главы.

Вторая поляна для поиска идей — сервисы раскрытия информации, аккредитованные Банком России. Каждая публичная компания обязана публиковать там существенные факты: решения совета директоров, итоги собраний акционеров, сделки, изменения в составе владельцев, начисление дивидендов. Для крупных эмитентов эти новости тут же разбирают журналисты и аналитики. Для малых компаний сервис раскрытия часто оказывается единственным местом, где информация вообще появляется, и читают её считаные люди.

Вера сделала из чтения существенных фактов почти ежедневную привычку. Каждое утро за чашкой кофе она пролистывает свежую ленту и задерживается на сообщениях, которые выбиваются из рутины. Смена генерального директора, крупная сделка, решение о реорганизации, покупка пакета акций новым лицом — всё это поводы открыть карточку компании и посмотреть внимательнее. Девять сообщений из десяти оказываются пустыми, но десятое иногда стоит месяца поисков.

Полезно знать, на какие типы сообщений стоит обращать внимание в первую очередь. Изменения в списке владельцев крупных пакетов показывают, кто и зачем накапливает акции. Решения совета директоров о созыве внеочередного собрания часто предвещают события, которые меняют судьбу компании. Сообщения о заключении крупных договоров, особенно если сумма сопоставима с годовой выручкой, тоже заслуживают немедленного прочтения.

У ленты существенных фактов есть и обратная сторона. Многие сообщения написаны сухим юридическим языком, и понять их смысл с первого раза удаётся не всегда. Некоторые компании публикуют сведения формально, в последний разрешённый день, а часть данных в последние годы вообще разрешено не раскрывать. О том, где искать замену урезанной информации, мы подробно поговорим в главе об отчётности.

Чтобы не утонуть в потоке, удобно завести подписку только на компании из вашего списка наблюдения, а раз в неделю пролистывать общую ленту целиком. Первое даёт контроль над тем, что вы уже знаете, второе позволяет наткнуться на новое. Похоже на рыбалку двумя удочками: одна стоит на проверенном месте, другую вы забрасываете туда, где ещё не ловили.

Отдельного внимания заслуживают материалы к годовым собраниям акционеров. Весной и в начале лета компании публикуют повестку, проекты решений, кандидатов в совет директоров и пояснения к ним. Именно там малые эмитенты иногда рассказывают о планах на несколько лет вперёд, о новых проектах или о готовящихся изменениях устава. Многие инвесторы пропускают эти документы как скучную формальность, хотя по информативности они порой превосходят пресс-релизы крупных компаний.

Третья поляна для поиска идей — новые эмитенты. В последние годы на российский рынок вышло заметное число компаний, многие из которых по размеру сразу оказались во втором или третьем эшелоне. Размещение акций сопровождается подробным документом с описанием бизнеса, рисков и финансовых показателей, и это редкий случай, когда малая компания рассказывает о себе так много. Даже если вы не участвуете в самом размещении, этот документ становится отличным стартом для исследования.

Возьмём условную компанию «БайкалСофт», разработчика программного обеспечения, который провёл первичное размещение акций в 2024 году. На волне интереса к технологическому сектору бумаги разошлись быстро, однако после размещения цена постепенно снизилась почти вдвое. Большинство участников размещения разочаровались и забыли о компании. Для охотника такая история как раз становится поводом присмотреться: бизнес остался тем же, а ожидания рынка сменились с восторга на равнодушие.

Здесь важно не путать повод для поиска с поводом для покупки. Падение вдвое само по себе ничего не говорит о том, дёшево ли теперь стоит компания. Возможно, при размещении

её оценили слишком щедро, и нынешняя цена всего лишь честная. Как оценивать растущие компании без устойчивой прибыли, мы разберём в главе об оценке, а как правильно участвовать в размещениях — в главе о входе в позицию.

Денис, кстати, участвовал в размещении «БайкалСофта» и продал бумаги с убытком через несколько месяцев. Тогда он решил, что вся затея с новыми компаниями — обман. Спустя время он понял, что ошибка была не в самой идее, а в отсутствии какого-либо исследования перед покупкой. Он купил бумагу, потому что о ней говорили в чатах, а продал по той же причине, только с обратным знаком.

Для поиска удобно вести отдельный список всех размещений за последние три-четыре года с датой, ценой размещения и текущей ценой. Такая таблица быстро показывает, какие компании торгуются далеко ниже стартовой цены. Среди них будут и неудачники, и временно забытые бизнесы, и именно разделение одних и других составляет вашу работу. Сама таблица займёт пару вечеров, а пользоваться ею можно годами.

Читая документ о размещении, обращайте внимание на раздел о рисках и на то, как компания собирается использовать привлечённые деньги. Если средства идут на развитие производства или новые продукты, это одна история. Если основная часть размещения представляет собой продажу акций прежними владельцами, которые просто фиксируют прибыль, это совсем другая история. Сравнение обещаний из этого документа с тем, что компания реально сделала через год-два, многое говорит о качестве менеджмента.

Четвёртая поляна, о которой часто забывают, — региональные компании. В России работает множество небольших публичных предприятий, о которых знают только жители их города: местные энергосбыты, хлебозаводы, машиностроительные заводы, транспортные предприятия. Для жителя Москвы они остаются набором непонятных тикеров. Для человека, который живёт рядом, это знакомые проходные, вывески и продукция на полках магазинов.

У местного жителя есть преимущество, которое не купить ни за какие деньги. Он видит, расширяет ли завод цеха, появляются ли новые вакансии, стоит ли очередь из грузовиков у ворот. Он знает от знакомых, задерживают ли зарплату и сменился ли директор. Конечно, это не заменяет анализа отчётности, но даёт ранний сигнал, до которого аналитик из столицы доберётся в лучшем случае через полгода.

Местные новости тоже стоит читать с прицелом на инвестиции. Региональные издания пишут о визитах губернатора на предприятия, о запуске новых линий, о конфликтах с поставщиками энергии, о сокращениях персонала. Федеральные СМИ такие события почти никогда не замечают, а для небольшой компании каждое из них может быть заметным. Одна заметка о запуске нового цеха способна подсказать, откуда возьмётся рост выручки в следующем году.

Олег, живя в Екатеринбурге, выписал все публичные компании Уральского региона и обнаружил, что о половине из них никогда не слышал. Он стал расспрашивать коллег по работе, бывших однокурсников, знакомых снабженцев. Оказалось, что про некоторые заводы ходят вполне конкретные разговоры о новых заказах и модернизации. Так в его списке появились три кандидата, до которых он никогда бы не дошёл, листая общий скринер.

Попробуйте такое упражнение и вы. Откройте список эмитентов и отметьте все компании из вашего региона или из соседних областей. Затем вспомните, что вы знаете о каждой из них как житель, покупатель или сосед. Иногда простое воспоминание, что у этого молокозавода продукция исчезла из местных магазинов, а у другого появилась в федеральных сетях, оказывается ценнее десятка мультипликаторов.

При этом у регионального взгляда есть ловушка. Местный патриотизм легко превращается в слепую веру: «наш завод самый лучший, его продукцию знает вся страна». Наблюдение очередей у проходной стоит воспринимать как гипотезу, которую потом нужно проверить цифрами. Вспомните историю о влюблённости в компанию из главы о портрете охотника: она начинается именно с таких тёплых чувств.

Пятая поляна для охотника — цепочка поставок. Любая крупная компания покупает сырьё, оборудование и услуги у множества подрядчиков, и часть из них торгуется на бирже. Если крупный клиент начинает инвестиционную программу, поставщики получают заказы раньше, чем это видно в их отчётности. Метод похож на то, как опытный рыбак смотрит не на воду, а на чаек: птицы показывают, где ходит рыба.

Самый простой способ пройти по цепочке — читать инвестиционные программы и планы крупных публичных компаний. Если нефтяная отрасль объявляет о строительстве новых месторождений, кто-то будет поставлять трубы, насосы, датчики, услуги бурения. Если энергетики модернизируют сети, понадобятся трансформаторы, кабель, приборы учёта. Ваша задача — найти среди этих поставщиков публичных и небольших, для которых новый заказ станет заметной частью выручки.

Олегу этот путь оказался ближе всего, потому что он сам работает в машиностроении и знает, кто кому что поставляет. Именно так он вышел на условный Уральский приборный завод, производителя датчиков давления и расходомеров для нефтегаза и энергетики. Коллеги на работе упоминали, что поставки этого завода расписаны на год вперёд, а заказчики жалуются на длинные сроки ожидания. Для инженера это был понятный сигнал о спросе, которого пока не видно в котировках.

Цепочка работает и в обратную сторону. Если крупный покупатель сокращает закупки, страдают в первую очередь небольшие поставщики, у которых нет других клиентов такого масштаба. Поэтому следить за цепочкой полезно не только для поиска идей, но и для контроля тех бумаг, которые у вас уже есть.

Похожий приём работает и с потребительской стороны. Обратите внимание на то, что вы сами и ваши знакомые начали покупать чаще, какие марки появились на полках, какие сервисы вдруг стали популярны в вашем городе. Иногда за привычным товаром стоит небольшая публичная компания, о которой рынок ещё не задумывался. Такой путь кажется наивным, но в сочетании с проверкой цифр он вполне рабочий. Насколько опасна такая зависимость от одного заказчика, мы разберём в следующих главах, когда будем изучать бизнес малой компании.

Шестая поляна менее романтична, зато даёт данные, которых нет у большинства участников рынка. Речь о государственных базах: системе госзакупок, картотеке арбитражных дел, реестрах юридических лиц. Все они открыты, бесплатны и доступны любому желающему. Работать с ними неудобно, интерфейсы громоздкие, зато информация там появляется задолго до того, как попадёт в отчётность.

На портале госзакупок можно найти все контракты компании с государственными и муниципальными заказчиками, а также с крупными компаниями с госучастием. Если небольшой завод вдруг выигрывает несколько крупных тендеров подряд, это сигнал о будущей выручке. Если, наоборот, побед становится меньше, стоит понять почему. Цифры контрактов можно сравнить с годовой выручкой и прикинуть, насколько они меняют картину.

Картотека арбитражных дел показывает, с кем компания судится и по каким поводам. Иск от поставщика о неоплате, спор с налоговой, требования кредиторов — всё это видно задолго до появления тревожных строк в отчёте. Подробно о том, какие судебные истории должны настораживать, мы поговорим в главе о красных флагах. Здесь достаточно привычки заглядывать в картотеку по каждому новому кандидату.

Отраслевые ассоциации и специализированные издания дают ещё один слой информации. Многие отрасли публикуют статистику производства и продаж по компаниям, рейтинги поставщиков, обзоры рынка. Для узкой ниши, вроде приборов учёта или фасовки зерна, такие обзоры порой единственный способ понять, кто реально лидирует. Читать их скучно, зато после нескольких выпусков вы начинаете разбираться в отрасли лучше, чем средний участник торгов.

Вера отнеслась к государственным базам с профессиональным энтузиазмом. Для аудитора поиск по реестрам — привычная работа, и она быстро составила для себя порядок проверки каждого нового кандидата. Сначала картотека судов, потом госзакупки, потом реестр юридических лиц для поиска связанных компаний. На всё это у неё уходит около часа, и примерно каждый четвёртый кандидат отпадает уже на этом этапе.

Реестр юридических лиц полезен ещё в одном отношении. Через него можно увидеть, какие компании зарегистрированы на тех же учредителей или руководителей, что и ваш кандидат. Иногда так обнаруживается целая сеть связанных фирм, через которые может уходить часть денег, и это важный сигнал. В других случаях выясняется, что у компании есть дочерние общества с собственным бизнесом, о которых почти не пишут.

Седьмая поляна, пожалуй, самая необычная — забытые бумаги. На бирже торгуются акции, о которых годами никто не пишет, по которым сделки проходят раз в несколько дней, а последняя аналитическая заметка вышла ещё до пандемии. Компании эти при этом продолжают работать, платить налоги и иногда дивиденды. Рынок о них просто не думает, и в этом равнодушии иногда прячется возможность.

Возьмём для примера условную Северную кондитерскую фабрику. Её продукцию можно встретить в магазинах нескольких областей, фабрика работает больше полувека и ежегодно публикует отчётность. Акции при этом торгуются так редко, что в иные недели по ним проходит две-три сделки. Разница между лучшей ценой покупки и лучшей ценой продажи доходит до восьми процентов, что для большинства участников торгов делает бумагу непривлекательной.

Почему такие бумаги стоит хотя бы просматривать? Отсутствие внимания означает, что цена может долго не отражать реального состояния дел. Если компания годами наращивает прибыль, гасит долг и копит деньги, а котировка стоит на месте, рано или поздно может что-то произойти: новый собственник, выкуп акций, крупные дивиденды. Охотник, который изучил такую компанию заранее, оказывается первым в очереди.

Причины забвения бывают разными, и их полезно различать. Одни компании когда-то выпали из индексов, и фонды продали их бумаги, после чего интерес иссяк. Другие никогда не общались с инвесторами, у них нет ни презентаций, ни сайта для акционеров. Третьи просто слишком малы, чтобы о них писать: аналитику невыгодно тратить неделю на бумагу, которую его клиенты не смогут купить в нужном объёме. Ни одна из этих причин не говорит плохо о самом бизнесе.

При этом у забытой бумаги есть очевидная цена — неудобство входа и выхода. Купить её на сколько-нибудь заметную сумму непросто, продать в нужный момент ещё сложнее. Как измерять эту неудобность в днях и рублях, мы подробно разберём в главах о ликвидности и спреде. В поиске идей забытые бумаги лучше держать в отдельной части списка, помечая их как «долгий проект» с особыми правилами.

Находить забытые компании проще всего по нескольким простым признакам. Отсутствие публикаций в профильных СМИ за последний год, очень низкий оборот, тихая лента существенных фактов, где появляются только обязательные сообщения. Если при этом компания прибыльна и регулярно отчитывается, она достойна хотя бы получаса вашего времени. Многие так и останутся тихими навсегда, но иногда одна-две окажутся спящими медведями, а не пустыми берлогами.

Восьмой источник идей связан не с компаниями, а с поведением самих бумаг. Когда в акции, где годами проходили сделки на десятки тысяч рублей в день, вдруг появляется оборот в несколько миллионов, это сигнал. Кто-то начал покупать или продавать, и у него, возможно, есть информация или идея, которой нет у вас. Пробуждение объёма само по себе не говорит, хороша ли бумага, но указывает, где стоит покопаться.

Отличить осмысленное пробуждение от случайного шума помогает продолжительность. Разовый всплеск оборота в один день может означать, что один крупный держатель вышел из позиции, и на следующий день всё вернётся к норме. Устойчивый рост оборота в течение нескольких недель, особенно сопровождаемый плавным ростом цены, похож на накопление позиции кем-то терпеливым. В таких случаях полезно сразу открыть ленту существенных фактов и посмотреть, не было ли изменений в составе акционеров.

Олег однажды заметил, что оборот в акциях Уральского приборного завода три недели подряд держится втрое выше обычного, а цена медленно ползёт вверх. Первым желанием было немедленно купить, пока не стало поздно. Вместо этого он открыл ленту существенных фактов и нашёл сообщение о том, что один из фондов увеличил долю в компании. Это не отменяло его собственного исследования, но подтверждало, что он не единственный, кто увидел интерес в этом бизнесе.

Именно здесь кроется опасность, о которой стоит сказать честно. Резкий рост объёма с одновременным скачком цены часто оказывается не признаком умных денег, а следом искусственного разгона. Денис попадал на такие истории не раз: в чате появлялась «горячая идея», объём взлетал, цена росла, а через несколько дней всё рушилось. Как распознать подобные схемы, мы подробно обсудим в главе о манипуляциях.

Практическое правило для начинающего охотника простое. Пробуждение объёма — повод внести бумагу в список и изучить её, но не повод покупать сегодня же. Если за ростом оборота стоит реальное событие, у вас будет время разобраться: такие истории редко разыгрываются за одну неделю. Если же за объёмом стоит лишь шум, ваше спокойствие убережёт вас от покупки на самой вершине.

Технически отслеживать объёмы удобно с помощью тех же биржевых выгрузок. Достаточно раз в неделю сравнивать средний оборот за последние пять торговых дней со средним оборотом за предыдущие три месяца. Бумаги, у которых это соотношение выше трёх или четырёх, попадают в короткий список для проверки. Подобную таблицу можно собрать за один вечер, а потом обновлять за пятнадцать минут.

Теперь соберём всё вместе в воронку. На российском рынке торгуются акции нескольких сотен эмитентов, и если отбросить крупнейшие компании, во втором и третьем эшелонах останется порядка двухсот бумаг, которые реально стоит рассматривать. Изучить каждую глубоко невозможно: на одну компанию у внимательного инвестора уходит от нескольких дней до нескольких недель. Значит, нужен способ быстро сузить круг до тех, ради которых стоит тратить это время.

Первый слой воронки чисто механический и почти не требует размышлений. Из двухсот бумаг вы отбрасываете те, по которым оборот слишком мал для вашего размера позиции, те, что находятся в процедуре банкротства или вытеснения, и те, что по отраслевым причинам вам совсем не близки. Обычно после этого остаётся около сотни бумаг. На этот этап должно уходить не больше пары вечеров со скринером и таблицей.

Второй слой качественный, но быстрый. По каждой оставшейся компании вы тратите около пятнадцати минут: читаете описание бизнеса, смотрите динамику выручки и прибыли за несколько лет, проверяете долг и последние существенные факты. Вопрос на этом этапе один: есть ли здесь что-то, что меня цепляет? Если через пятнадцать минут ответ отрицательный, компания уходит без сожалений.

Полезно заранее определить свой бюджет времени. Если вы готовы тратить на исследования пять-шесть часов в неделю, то второй слой воронки займёт около месяца, а третий растянется на два-три месяца. Это нормальный темп, и спешить здесь некуда: хорошие компании редко исчезают за неделю. Гораздо опаснее торопливость, при которой вы покупаете первую же бумагу, прошедшую второй слой, не дождавшись глубокой проверки.

Третий слой требует уже серьёзной работы. Здесь остаются примерно двадцать-тридцать компаний, и по каждой вы проверяете госзакупки, суды, отрасль, менеджмент и собственников. Этот этап занимает недели, и многие кандидаты отпадают из-за найденных проблем. В итоге остаётся около десятка компаний, которые вы понимаете достаточно хорошо, чтобы формулировать по ним инвестиционный тезис.

Вера поначалу пыталась изучить каждую компанию на уровне аудиторской проверки и за три месяца разобрала всего восемь эмитентов. Олег, напротив, увлёкся первым же кандидатом и забыл про остальных. Воронка помогает обоим: Вере она даёт разрешение отбрасывать без глубокой проверки, а Олегу напоминает, что первая понравившаяся компания ещё не лучшая. Хорошая воронка — это прежде всего дисциплина, и уже потом инструмент.

Важно помнить, что воронка не одноразовая. Рынок меняется, компании растут и падают, появляются новые эмитенты, старые уходят. Раз в полгода полезно заново пропускать весь рынок через первый слой, а раз в квартал проверять, не изменилось ли что-то в компаниях, отброшенных на втором слое. Иногда компания, которую вы отвергли год назад, после смены менеджмента становится интересной.

Финальный продукт всей этой работы — список наблюдения. Это не портфель и не список покупок, а перечень компаний, которые вы изучили и понимаете. По каждой из них у вас есть короткая запись: чем занимается компания, почему она вам интересна, какая цена кажется разумной и что может заставить вас пересмотреть мнение. Удобно вести такой список в обычной таблице, к которой вы возвращаетесь хотя бы раз в неделю.

Хороший список наблюдения содержит от десяти до двадцати компаний. Меньше — и вы рискуете влюбиться в немногих кандидатов и купить их просто потому, что больше нечего. Больше — и внимание рассеется, вы перестанете замечать важные изменения. Хорошая аналогия здесь — огород на даче: десяток грядок, за которыми вы реально ухаживаете, приносят больше, чем гектар, заросший сорняками.

Для каждой компании полезно записать «уровень интереса». Одни бумаги вы готовы покупать при текущей цене, другие станут интересны только после падения, третьи ждут конкретного события. Такое разделение превращает список в инструмент действия: когда цена опускается до нужного уровня или наступает ожидаемое событие, вы уже знаете, что делать. Без такой подготовки решения принимаются в спешке и под влиянием эмоций.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.