ИНВЕСТИЦИИ ПО ОТРАСЛЯМ



Книга 18

IPO и SPO НА МОСБИРЖЕ

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

IPO и SPO на Мосбирже

https://litres.ru/74758212
SelfPub; 2026

Аннотация

Каждое крупное размещение сопровождается громкой рекламой и обещаниями роста. Всегда ли участие в IPO приносит прибыль? Эта книга объясняет, как устроены первичные и вторичные размещения акций на Мосбирже и как участвовать в них с умом. Вы узнаете, как подать заявку через брокера, почему частные инвесторы часто получают лишь часть бумаг и кто на самом деле продаёт акции на размещении. Мы разберём, как оценивать компанию на входе, читать проспект эмиссии и сравнивать цену размещения с аналогами. Отдельное внимание уделено тому, как обычно ведут себя котировки в первые дни, месяцы и год после IPO. Вы научитесь отличать перспективную компанию от сделки, где выигрывают только продавцы.

AI was used in the preparation of the book.

Содержание

Глава 1. Билет на первый день торгов 5
Глава 2. Зачем компании выходят на биржу 25
Глава 3. Короткая история российских размещений 46
Глава 4. Кто стоит за сделкой 67
Глава 5. Путь от решения до гонга 89
Конец ознакомительного фрагмента. 106

Виталий Гурьев
IPO и SPO на Мосбирже

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. Билет на первый день торгов

В четверг в половине первого Тимур сидит в столовой бизнес-центра на окраине Казани и одной рукой держит вилку, а другой листает брокерское приложение. Ему тридцать один год, он тестирует программное обеспечение в небольшой ИТ-компании и уже третий год откладывает часть зарплаты на брокерский счёт. На главном экране приложения висит яркий баннер с крупной надписью о том, что известная петербургская компания начинает принимать заявки на участие в IPO. Под баннером мигает кнопка «Подать заявку», а чуть ниже видна строка о том, что сбор продлится всего шесть дней. Тимур чувствует знакомое волнение, как будто перед ним билет на концерт, который вот-вот раскупят.

На брокерском счёте у Тимура около шестисот тысяч рублей, вложенных в акции крупных компаний и пару фондов. Ещё триста тысяч лежат на банковском вкладе, это его подушка безопасности, которую он собирал два года. В голове у него быстро складывается план: снять подушку, перевести её брокеру и подать заявку на всю сумму, ведь в каналах в мессенджере пишут, что такие размещения дают двадцать-тридцать процентов в первый же день. Он даже прикидывает, что заработанные деньги можно вернуть на вклад

через неделю, а разницу оставить себе. Ему кажется, что он нашёл способ получить доход почти без риска.

В тот же вечер в Вологде Лариса заваривает чай и открывает ту же новость на ноутбуке. Ей сорок семь лет, она главный экономист молочного комбината и двадцать лет работает с бюджетами, себестоимостью и отчётами для собственников. Её портфель около двух миллионов четырёхсот тысяч рублей собран из облигаций федерального займа и акций нескольких крупных компаний, которые платят дивиденды. Лариса дочитывает новость до конца и замечает фразу о том, что часть акций продаёт фонд прямых инвестиций, а не сама компания. Она закрывает вкладку, записывает в блокнот название компании и решает вернуться к этому вопросу, когда разберётся, что именно ей предлагают купить.

Тимур и Лариса познакомились полтора года назад на онлайн-курсе для начинающих инвесторов и с тех пор переписываются почти каждый день. Он присылает ей ссылки на громкие новости, она отвечает вопросами, на которые у него обычно нет ответа. Вечером Тимур пишет ей, что нашёл «верняк», и предлагает тоже подать заявку, пока не поздно. Лариса спрашивает только одно: почему он уверен, что цена вырастет, если никто, кроме продавца, ещё не знает, сколько эта компания на самом деле стоит. Тимур не находит, что ответить, но отмахивается: все пишут, что растёт, значит, растёт.

Возможно, вы узнаёте себя в ком-то из них. Одни чита-

тели видят размещение как лотерею с высокими шансами на выигрыш и боятся опоздать к раздаче. Другие чувствуют подвох, но не могут объяснить, в чём он состоит, и поэтому проходят мимо даже тех сделок, которые действительно могли бы принести деньги. Эта книга написана для читателей обоих типов. Мы разберём размещения акций на Московской бирже от первой новости до года после начала торгов и на каждом шаге будем выяснять, кто здесь зарабатывает, кто рискует и что может достаться частному инвестору.

Начнём с самого слова, которое Тимур увидел на баннере. IPO — это сокращение от английского initial public offering, что переводится как первичное публичное предложение. За этими тремя словами скрывается простое событие: компания, акции которой до сих пор принадлежали узкому кругу владельцев, впервые предлагает их широкому кругу инвесторов. До размещения её акции нельзя было купить на бирже, после размещения они начинают торговаться, и любой человек с брокерским счётом может стать совладельцем бизнеса. Это похоже на день, когда частный дом превращается в многоквартирный и квартиры в нём впервые выставляют на продажу.

Важно понять слово «первичное» правильно. Оно не означает, что все проданные акции новые и выпущены специально для сделки. Оно означает лишь, что публика впервые получает доступ к бумагам этой компании. Внутри одной и той же сделки компания может выпустить новые ак-

ции и получить за них деньги, а её прежние владельцы могут продать часть своих старых акций и положить деньги себе в карман. Для покупателя оба вида акций выглядят одинаково, а вот для понимания сделки разница огромная, и мы будем возвращаться к ней на протяжении всей книги.

Слово «публичное» тоже несёт смысл. Предложение адресовано не узкому кругу знакомых инвесторов, а неограниченному числу людей, и поэтому закон требует от компании раскрыть о себе подробную информацию. Раз деньги собирают у публики, публика имеет право знать, кому их отдаёт. Именно поэтому перед размещением появляется толстый документ с описанием бизнеса, рисков и финансовых показателей, о котором мы подробно поговорим в шестой главе. Публичность не заканчивается в день сделки: после IPO компания обязана регулярно отчитываться перед всеми акционерами, а не только перед своим советом директоров.

Вторая аббревиатура из названия книги — SPO. Она означает secondary public offering, то есть вторичное публичное предложение. Так называют новое предложение акций компании, которая уже торгуется на бирже. Компания могла выйти на рынок пять или десять лет назад, а теперь ей снова понадобились деньги, или её крупный акционер решил продать часть своего пакета. Вместо того чтобы продавать акции маленькими порциями через биржевой стакан, участники организуют отдельную сделку, собирают заявки и продают сразу крупный объём по одной цене.

На первый взгляд SPO кажется менее интересным событием, чем IPO. О нём реже пишут в новостях, к нему не готовят ярких баннеров, и он редко обещает рост в первый день. Однако для инвестора, который уже владеет акциями компании, вторичное размещение порой важнее любого IPO. Оно может уменьшить его долю в прибыли, обрушить котировки на несколько процентов за одно утро или, наоборот, дать возможность купить акции дешевле рынка. Поэтому SPO посвящена отдельная шестнадцатая глава, где мы разберём, как считать размытие доли и когда участие в такой сделке имеет смысл.

Чтобы разобраться, куда уходят деньги инвестора, нужно различать два рынка акций. Первичный рынок — это место, где ценные бумаги впервые предлагаются инвесторам самим выпускателем или их первоначальными владельцами. Когда компания выпускает новые акции и продаёт их инвесторам, деньги поступают на её счёт и становятся частью её капитала. На эти деньги она может построить завод, купить другую компанию, нанять разработчиков или погасить долг. В этот момент инвестор действительно финансирует бизнес, как если бы он вложился в строительство дома на стадии котлована.

Вторичный рынок устроен совсем иначе. Когда вы покупаете акции крупной компании через биржевой стакан в обычный торговый день, компания не получает ни рубля. Деньги уходят другому инвестору, который в ту же секунду

решил продать свои бумаги. Биржа в этой сделке выступает рынком, где встречаются покупатели и продавцы, а сама компания остаётся в стороне, как застройщик, давно сдавший дом и не участвующий в перепродаже квартир. Почти все сделки, которые частный инвестор совершает в течение жизни, относятся к вторичному рынку.

Размещение занимает особое место на стыке этих двух рынков. Новые акции, выпущенные компанией, продаются на первичном рынке, и деньги за них идут эмитенту. Старые акции, которые продают прежние владельцы, формально тоже предлагаются публике впервые, но деньги за них уходят этим владельцам, а не бизнесу. После завершения сделки все акции попадают на вторичный рынок и начинают свободно переходить из рук в руки. Таким образом, одна и та же сделка может одновременно финансировать развитие компании и обеспечивать выход её прежних хозяев.

Новичку часто кажется, что эта разница имеет академический характер, ведь купленная акция в любом случае даёт право на долю в прибыли. На деле от неё зависит очень многое. Если деньги остаются в компании, они работают на всех акционеров, включая вас, и могут увеличить будущую прибыль. Если деньги уходят продавцу, бизнес не становится богаче ни на рубль, а вы просто занимаете место человека, который решил уйти. Подробно о том, как читать это соотношение и какие выводы из него следуют, мы поговорим во второй и десятой главах.

Чтобы все эти понятия сложились в одну картину, воспользуемся аналогией, к которой мы будем возвращаться на протяжении всей книги. Представьте, что продаётся квартира, и продавец устраивает открытый показ. Он нанял риелтора, тот сделал профессиональные фотографии при хорошем свете, расставил на столе вазу с цветами, проветрил комнаты и назначил показ на субботу, когда в дверь одновременно придут два десятка покупателей. Продавец прожил в этой квартире десять лет и знает о ней всё: какие соседи шумят по ночам, где подтекает стояк и почему зимой холодно в угловой комнате. Покупатели видят только свежий ремонт, красивые фотографии и толпу конкурентов у двери.

Размещение акций устроено очень похоже. Компания и её владельцы знают свой бизнес изнутри, они видели все его кризисы, неудачные проекты и рискованные договоры. Банки-организаторы играют роль риелтора: они готовят презентацию, подбирают удачный момент, приглашают покупателей и создают ощущение, что желающих много. Инвестор получает аккуратно подготовленные документы и ограниченное время на решение, а рядом стоят сотни других покупателей, и каждый боится, что квартиру уведут у него из-под носа. Экономисты называют такое положение асимметрией информации, а в быту это звучит проще: продавец всегда знает больше покупателя.

Из аналогии не следует, что любой продавец квартиры обманывает. Многие продают хорошие квартиры по честной

цене, потому что переезжают в другой город или им нужна квартира побольше. Точно так же многие компании выходят на биржу с честными целями, и их акции потом годами растут. Аналогия нужна для того, чтобы вы помнили главное правило: на открытом показе выигрывает тот, кто задаёт вопросы, заглядывает за шкафы и не поддаётся настроению толпы. В этой книге мы научимся задавать такие вопросы применительно к акциям.

Ещё пятнадцать лет назад тема размещений почти не касалась обычных людей в России. Брокерских счетов было немного, крупные компании предпочитали размещаться за рубежом, а сами сделки проводились в основном среди иностранных фондов. Ситуация изменилась, когда в стране появились индивидуальные инвестиционные счета, брокеры выпустили удобные мобильные приложения, а ставки по вкладам несколько лет подряд оставались низкими. По данным Московской биржи, к концу 2025 года число физических лиц с брокерскими счетами достигло примерно сорока миллионов, хотя активно торгует лишь меньшая часть из них. Для компании, которая выходит на биржу, это огромная аудитория потенциальных покупателей.

Вместе с аудиторией изменилась и сама подача размещений. Брокеры получили возможность принимать заявки клиентов прямо в приложении, а компании начали рекламировать свои сделки так же активно, как новые смартфоны. Баннеры, рассылки, интервью основателей и обзоры блогеров

сделали IPO событием, о котором говорят в курилке и на семейных обедах. Частные инвесторы в отдельных сделках начала 2020-х годов получали заметную, а иногда и преобладающую часть бумаг, хотя в развитых рынках их доля обычно гораздо скромнее. Подробно о том, как этот сдвиг произошёл и к чему он привёл, мы поговорим в третьей главе.

Массовость принесла рынку не только деньги, но и новые риски. Когда основная часть покупателей — частные лица, которые читают одни и те же каналы и реагируют на одни и те же новости, цены после размещения могут сильно колебаться. Профессиональные фонды, которые изучают сделку неделями и торгуются за каждый рубль, задают цене ориентир и дисциплину. Если их мало, цену определяет настроение толпы, и она может оказаться как слишком высокой, так и слишком низкой. Именно поэтому знания, которые даёт эта книга, стали нужны не узкому кругу специалистов, а миллионам людей.

Чтобы разговор не оставался абстрактным, мы пройдём весь путь размещения вместе с одной условной компанией. Назовём её ПАО «Ладожские системы». Это вымышленная петербургская компания, которая с 2011 года разрабатывает программы для управления складами и логистикой. Её клиенты — торговые сети, дистрибьюторы и производители, которым нужно следить за тысячами коробок, паллет и грузовиков в реальном времени. Любые совпадения с реальными компаниями случайны, а все цифры придуманы для учебных

расчётов.

Основал «Ладожские системы» программист Олег Кротов, которому сейчас пятьдесят четыре года. Первые годы компания жила на собственные деньги основателя и небольшой банковский кредит, а в 2019 году в неё вошёл фонд прямых инвестиций «Невский капитал», тоже вымышленный, который купил тридцать процентов акций. Ещё восемь процентов принадлежат менеджерам, которые получили их по программе мотивации, а у самого Кротова осталось шестьдесят два процента. Всего у компании сто девяносто миллионов акций, и до размещения ни одна из них не торговалась на бирже.

В 2025 году выручка «Ладожских систем» выросла на тридцать восемь процентов и достигла двенадцати миллиардов рублей. Чистая прибыль составила четыре миллиарда рублей, а денег на счетах у компании было на миллиард больше, чем долгов. По меркам отрасли это хороший, быстро растущий бизнес с высокой рентабельностью, и именно такие компании чаще всего выходят на биржу в периоды оживления рынка. В следующих главах мы увидим, как совет директоров решает выйти на биржу, как финансовый директор готовит компанию, как банки определяют цену и как ведут себя акции после начала торгов.

Каждый раз, когда вам будут предлагать участие в размещении, полезно задать три вопроса. Первый вопрос звучит так: кто продаёт. Если деньги получает компания, это одно,

а если продают основатели и фонды, которые знают бизнес лучше всех, это совсем другое. Второй вопрос — почему сейчас: что заставило владельцев выбрать именно этот момент, а не год назад или через год. Третий вопрос — по какой цене: сколько вы платите за рубль прибыли компании и как это соотносится с тем, сколько платят за похожие компании, уже торгующиеся на бирже.

Эти три вопроса выглядят простыми, но за каждым из них стоит отдельная часть книги. Ответ на вопрос «кто продаёт» мы будем искать во второй, четвёртой и десятой главах, где разберём мотивы владельцев и структуру сделки. Вопрос «почему сейчас» связан с рыночными циклами и окнами размещений, и к нему мы обратимся во второй и третьей главах. Вопросу «по какой цене» посвящены седьмая и одиннадцатая главы, где мы научимся читать ценовой диапазон и сравнивать компанию с аналогами.

Если на любой из трёх вопросов вы не можете ответить хотя бы приблизительно, это само по себе информация. Значит, вы собираетесь купить то, чего не понимаете, и ваш результат будет зависеть от удачи, а не от ваших знаний. Удача иногда улыбается, особенно на растущем рынке, но на длинной дистанции она плохо заменяет понимание. Лариса интуитивно задала Тимуру именно третий вопрос, и его молчание было красноречивее любого ответа.

Наши герои будут сопровождать нас почти во всех главах. Тимур представляет тех читателей, которые быстро загора-

ются, любят новое, следят за обсуждениями и хотят успеть первыми. Его сильная сторона — энергия и готовность пробовать, его слабая сторона — склонность принимать решения по чужим словам. Он работает в ИТ-индустрии, поэтому компании вроде «Ладожских систем» кажутся ему понятными и близкими. Он сам пользуется подобными программами на работе и уверен, что за ними будущее.

Лариса представляет противоположный тип инвестора. Она привыкла читать документы целиком, считать каждый рубль и не верить обещаниям без цифр. Её сильная сторона — дисциплина и скепсис, её слабая сторона — излишняя осторожность, из-за которой она иногда упускает хорошие возможности. За двадцать лет работы она видела немало бизнес-планов, которые красиво выглядели на бумаге и разваливались при встрече с реальностью. Поэтому любую презентацию она читает с карандашом в руке и ищет то, о чём в ней промолчали.

Ни один из героев не прав во всём. Иногда азарт Тимура приносит ему деньги, а осторожность Ларисы заставляет её пропустить удачную сделку. Иногда наоборот: Тимур теряет, поверив рекламе, а Лариса избегает потерь, потому что вовремя заметила тревожный признак. Наша цель не в том, чтобы выбрать одного из них в качестве образца. Мы хотим соединить их сильные стороны: энергию и открытость Тимура с вниманием к деталям и дисциплиной Ларисы.

У каждого из героев есть своя история, которая объясняет

их отношение к риску. Тимур пришёл на биржу в 2023 году, когда рынок акций уверенно рос, и первые полгода почти каждая его покупка приносила прибыль. Он рано поверил, что хорошо чувствует рынок, и несколько раз покупал акции просто потому, что о них много писали. Однажды он вложил пятьдесят тысяч рублей в бумагу небольшой компании после восторженного обзора в канале и через три месяца продал её на треть дешевле. Этот урок он запомнил, но объяснил его невезением, а не ошибкой метода.

Лариса начинала свой путь совсем иначе. Свои первые облигации она купила в 2016 году, когда на комбинате обсуждали, куда вложить резервы предприятия, и ей поручили разобраться в теме. Она прочитала несколько книг, завела таблицу с купонами и датами погашения и постепенно перенесла этот подход на личные деньги. Акции она стала покупать только через несколько лет и до сих пор держит в них меньше половины портфеля. В размещениях акций она не участвовала ни разу, потому что не понимала, как оценить компанию, которую ещё никто не торговал.

На курсе для инвесторов они оказались в одной учебной группе и быстро заметили, что спорят почти на каждом занятии. Тимур упрекал Ларису в том, что она слишком долго думает и упускает рост. Лариса отвечала, что быстро думать полезно в шахматах с ограниченным временем, а на рынке часы никто не включал. Постепенно спор превратился в дружбу, и теперь каждый из них, прежде чем принять се-

рьёзное решение, пишет другому. В истории с «Ладожскими системами» им обоим предстоит многому научиться.

Обратите внимание, что у героев разный стартовый капитал и разный опыт, но перед размещением они оказываются в одинаковом положении. Ни один из них не знает компанию так, как её знают основатель и фонд. Ни один из них не может повлиять на цену размещения или на то, сколько акций ему достанется. Оба вынуждены принимать решение по документам, которые подготовил продавец, и по мнениям людей, которые сами не всегда понимают сделку. Это общее положение частного инвестора на любом размещении, и вся книга посвящена тому, как действовать в нём разумно.

Вернёмся к вечеру, когда Тимур собирался снять подушку безопасности ради одной заявки. Посмотрим, что он на самом деле знал о сделке в тот момент. Он знал название компании, знал, что о ней пишут в каналах, и видел на баннере обещание скорого старта торгов. Он не знал, сколько стоит компания, кто продаёт акции, сколько денег получит сам бизнес и какую долю бумаг получат частные инвесторы. Фактически он собирался заплатить триста тысяч рублей за квартиру, которую видел только на фотографиях.

Лариса знала немногим больше, но у неё была важная привычка. Прежде чем принять решение, она выписывала, чего не знает, и превращала каждый пробел в вопрос. На полях её блокнота уже стояли три строки: «кто продаёт», «сколько стоит вся компания», «что будет с деньгами». Эти

строки не давали ответа, но они защищали её от спешки. Как показывает опыт, именно спешка, а не недостаток знаний, чаще всего стоит частным инвесторам денег на размещениях.

Спешка в размещениях возникает не случайно, её создаёт сама механика сделки. Сбор заявок длится всего несколько дней, иногда неделю или чуть больше, и всё это время со всех сторон звучат сообщения о высоком спросе. Организаторам выгодно, чтобы инвесторы торопились, ведь чем больше заявок, тем выше цена и тем довольнее продавец. Покупателю, напротив, выгодно не торопиться и спокойно взвесить все за и против. Понимание этого противоречия интересов само по себе снижает давление, которое вы чувствуете, глядя на мигающую кнопку.

Многие новички представляют размещение как подарок от компании инвесторам. Им кажется, что компания специально продаёт акции дёшево, чтобы порадовать новых акционеров и создать хорошее настроение на старте торгов. В этом представлении есть доля правды: небольшую скидку к ожидаемой рыночной цене действительно часто закладывают, и мы обсудим её в седьмой главе. Однако в целом размещение — это продажа, а продавец всегда стремится получить за свой товар как можно больше. Подарки на бирже случаются, но их никто не обещает заранее.

Ещё одно распространённое ожидание связано с объёмом. Тимур уверен, что если подаст заявку на триста тысяч руб-

лей, то получит акций на триста тысяч рублей. На практике при высоком спросе частные инвесторы часто получают лишь небольшую часть того, что просили, и это одно из самых неприятных открытий для новичка. О том, как распределяют акции и почему крупные заявки урезают сильнее мелких, мы подробно поговорим в девятой главе. Пока достаточно запомнить, что сумма заявки и сумма покупки — это разные вещи.

Третье ожидание новичка касается времени. Новичок рассчитывает, что заработает за один день и сразу вернёт деньги на вклад, как задумал Тимур. В реальности акции могут вырасти в первый день, а могут и упасть ниже цены размещения, и тогда деньги окажутся заперты в бумагах, продавать которые с убытком жалко. Подушка безопасности, вложенная в такую сделку, перестаёт быть подушкой. Если в этот момент сломается машина или понадобится лечение, придётся продавать акции по невыгодной цене.

Поэтому уже в первой главе стоит сформулировать простое правило, к которому мы вернёмся в девятнадцатой главе при обсуждении стратегий. Деньги, которые могут понадобиться вам в ближайшие месяцы, не должны участвовать в размещениях. Резерв на непредвиденные расходы существует для того, чтобы быть доступным в любой день, а акции из размещения доступны только по той цене, которую в этот день готов заплатить рынок. Лариса написала Тимуру именно это, и он, поворчав, оставил вклад нетронутым и решил

подать заявку только из денег, уже лежавших на брокерском счёте.

Размещения интересны не только тем, кто хочет быстро заработать. Для долгосрочного инвестора IPO — это момент, когда на бирже появляется новый бизнес, которого раньше не было в доступе. Российский рынок долго оставался узким: в индексе преобладали нефтегазовые компании, банки и металлурги, а технологических, потребительских и медицинских компаний было немного. Каждое удачное размещение расширяет выбор и позволяет собрать более разнообразный портфель. Поэтому даже если вы никогда не будете участвовать в сборе заявок, понимать, как устроены размещения, полезно для оценки компаний, которые недавно вышли на биржу.

Знание механики размещений пригодится и тем, кто уже владеет акциями публичных компаний. Любая из них может провести вторичное размещение, и тогда ваша доля в прибыли изменится. Ваш брокер пришлёт уведомление, в новостях появится сообщение о сделке, а котировки за день сдвинутся на несколько процентов. Если вы понимаете, что происходит, вы сможете спокойно решить, участвовать в сделке, держать акции или продавать их. Если не понимаете, вы будете реагировать на движение цены, а не на смысл события.

Теперь о том, как устроена эта книга. Первые три главы закладывают основу. Во второй главе мы посмотрим на размещение глазами компании и её владельцев и разберёмся, за-

чем бизнес вообще выходит на биржу. В третьей главе пройдём по истории российских размещений от первых сделок начала 2000-х годов до волны 2023–2024 годов и увидим, какие закономерности повторяются из цикла в цикл.

Главы с четвёртой по шестую посвящены устройству сделки. Мы познакомимся с участниками размещения, от банков-организаторов до регулятора, пройдём путь компании от решения выйти на биржу до первого дня торгов и научимся читать документы, которые компания публикует перед сделкой. Эти главы немного технические, но без них трудно понять, почему размещение проходит именно так, а не иначе. Если вам хочется скорее перейти к практике, можно прочитать их бегло и вернуться к ним позже.

Главы с седьмой по десятую посвящены самому моменту сделки с точки зрения инвестора. Мы разберём, как формируется цена размещения, как подать заявку через брокера, почему частным инвесторам дают меньше, чем они просят, и кто на самом деле продаёт акции. Эти главы отвечают на практические вопросы, которые задаёт себе каждый участник размещения, и помогают избежать самых дорогих ошибок новичка.

Одиннадцатая и двенадцатая главы учат оценивать компанию на входе и замечать тревожные признаки. Здесь мы сравним «Ладожские системы» с публичными аналогами, построим собственную оценку в трёх сценариях и составим перечень красных флагов, при которых от участия лучше от-

казаться. Общие методы оценки компаний, мультипликаторы и модели дисконтированных денежных потоков подробно разобраны в книге серии «Фундаментальный анализ», поэтому здесь мы сосредоточимся на том, что специфично для размещений.

Главы с тринадцатой по пятнадцатую рассказывают, что происходит после начала торгов. Мы посмотрим на первый день, на механизм стабилизации цены, который многие инвесторы даже не замечают, и на то, как ведут себя акции в течение первых месяцев и года. Шестнадцатая глава посвящена вторичным размещениям, а семнадцатая — другим путям на биржу, от прямого листинга до выделения дочерних компаний. Восемнадцатая глава разбирает мифы и психологические ловушки, девятнадцатая предлагает стратегии участия и рассказывает о налогах, а двадцатая посвящена будущему рынка размещений и выводам книги.

Читать книгу лучше по порядку, потому что каждая глава опирается на понятия, введённые раньше. Если же вам предстоит конкретное решение, можно сразу открыть нужную главу: перед подачей заявки полезно перечитать восьмую и девятую, перед оценкой компании — одиннадцатую и двенадцатую, а если акции уже на счёте — главы с тринадцатой по пятнадцатую. Правовые и налоговые нормы, о которых идёт речь, приведены на момент написания книги и могут меняться, поэтому перед любым решением сверяйтесь с актуальными правилами биржи, требованиями Банка Рос-

сии и условиями своего брокера.

Подведём итог первой главы книги. IPO — это первое предложение акций компании широкому кругу инвесторов, а SPO — новое предложение акций компании, которая уже торгуется. Внутри одной сделки могут продаваться и новые акции, деньги за которые получает компания, и старые акции, деньги за которые уходят прежним владельцам. Размещение похоже на открытый показ квартиры: продавец знает о товаре больше покупателя, а атмосфера ажиотажа мешает думать спокойно. Перед любой заявкой стоит ответить на три вопроса: кто продаёт, почему сейчас и по какой цене.

Тимур в тот вечер так и не подал заявку, решив сначала узнать, зачем «Ладожским системам» вообще понадобилась биржа. Ответ на этот вопрос лежит в переговорной комнате петербургского офиса компании, где несколько месяцев назад основатель и партнёр из фонда спорили о том, стоит ли продавать акции публике. В следующей главе мы заглянем на этот совет директоров и разберёмся, какие мотивы приводят компании на биржу и какие из них должны насторожить инвестора.

Глава 2. Зачем компании выходят на биржу

Осенью 2025 года в переговорной комнате петербургского офиса «Ладожских систем» собрался совет директоров. За окном моросил дождь, на столе остывал кофе, а на экране висел единственный слайд с вопросом, который основатель компании Олег Кротов откладывал уже два года: выходить ли на биржу. Напротив него сидел Андрей Мельников, партнёр фонда «Невский капитал», который шесть лет назад купил тридцать процентов компании и с тех пор входил в совет директоров. Мельников говорил спокойно, но настойчиво: фонду пора возвращать деньги своим инвесторам, и лучший способ сделать это — продать часть акций на бирже. Кротов слушал, вертел в руках ручку и думал о том, что после размещения ему придётся объяснять каждое своё решение тысячам незнакомых людей.

Спор на этом совете был не про деньги в узком смысле. Кротов хотел развивать компанию и привлечь капитал на покупку небольшого конкурента из Новосибирска, а продавать собственные акции не собирался. Фонду, напротив, нужно было именно продать свою долю, потому что срок жизни фонда подходил к концу. Менеджеры, владевшие восемью процентами, хотели, чтобы у их акций наконец появи-

лась рыночная цена и возможность когда-нибудь их продать. Каждый за столом видел в размещении свою выгоду, и от того, чья выгода окажется главной, зависела вся структура будущей сделки.

Эта сцена повторяется в той или иной форме перед каждым IPO. Для инвестора важно понимать, что за размещением всегда стоят конкретные люди с конкретными интересами. Компания не выходит на биржу просто потому, что так принято или потому что ей захотелось известности. У решения всегда есть мотивы, и некоторые из них совпадают с интересами будущих акционеров, а некоторые прямо им противоречат. Умение увидеть эти мотивы — первый шаг к ответу на вопрос «кто продаёт», с которого мы начали книгу.

Самый понятный и, пожалуй, самый здоровый мотив — привлечение денег на развитие бизнеса. Компания выпускает новые акции, продаёт их инвесторам и получает деньги на свой счёт. В профессиональной среде такую часть сделки называют английским словом cash-in, что можно перевести как «деньги внутрь». Эти деньги становятся частью собственного капитала компании, их не нужно возвращать, как кредит, и по ним не нужно платить проценты. Взамен компания делится будущей прибылью с новыми акционерами.

На что компании тратят привлечённые деньги? Чаще всего на рост: строительство новых мощностей, открытие филиалов, разработку новых продуктов, наём сотрудников. Иногда деньги идут на покупку других компаний, как хотел Кро-

тов, или на выход на новые рынки. Встречается и погашение долга, когда компания с высокой долговой нагрузкой хочет снизить расходы на проценты и обезопасить себя от роста ставок. Каждое из этих направлений по-разному влияет на будущую стоимость акций, и об этом стоит подумать до подачи заявки.

Допустим, компания привлекает пять миллиардов рублей и тратит их на строительство завода, который через три года начнёт приносить по миллиарду рублей прибыли в год. В этом случае деньги новых акционеров работают на рост, и их доля в будущей прибыли может со временем окупить покупку. Если же те же пять миллиардов уходят на погашение кредита под двадцать процентов годовых, компания экономит около миллиарда рублей процентов в год, и эффект для прибыли похожий. Совсем другое дело, если деньги направляют «на общекорпоративные цели» без расшифровки. Тогда покупатель не знает, создадут ли его деньги новую стоимость или просто растворятся в текущих расходах.

У «Ладожских систем» план использования денег был достаточно конкретным. Кротов хотел потратить около трёх миллиардов рублей на покупку новосибирской компании, которая разрабатывает программы для транспортных компаний и дополнила бы продуктовую линейку. Ещё около полутора миллиардов предназначались на разработку облачной версии основного продукта, а оставшиеся деньги — на расширение отдела продаж в регионах. На совете он показал

расчёт: если всё пойдёт по плану, через три года выручка компании может вырасти вдвое. Мельников заметил, что такие расчёты делает каждый основатель перед IPO, и предложил заложить более скромный сценарий.

Второй мотив — выход прежних владельцев. В этой части сделки компания не выпускает новых акций, а её акционеры продают свои старые бумаги новым инвесторам. Такую часть сделки называют cash-out, то есть «деньги наружу». Деньги получают продавцы, а сама компания не становится ни богаче, ни беднее. Для бизнеса меняется только состав владельцев, и после сделки часть прибыли будет принадлежать новым акционерам вместо прежних.

Продавать акции на размещении могут разные владельцы. Чаще всего это фонды прямых инвестиций, которые изначально покупали долю с расчётом продать её через несколько лет. Нередко продают и основатели, которые десять-пятнадцать лет вкладывали в компанию всё своё время и хотят наконец превратить часть своего состояния в деньги. Иногда продаёт государство или крупный холдинг, который выделяет дочернюю компанию. Подробно о каждом типе продавцов и о том, что их продажа говорит покупателю, мы поговорим в десятой главе.

Сам по себе выход прежних владельцев не является ни хорошим, ни плохим знаком. Фонд прямых инвестиций обязан продать долю в определённый срок по условиям своего существования, и его продажа может быть связана не с пробле-

мами компании, а с календарём. Основатель, который продаёт десятую часть своих акций и оставляет себе контроль, может просто хотеть купить дом и обеспечить семью. Тревожно другое: когда продают все, когда продают почти всё и когда продают на пике показателей. Именно поэтому при чтении документов размещения важно смотреть не только на факт продажи, но и на её масштаб.

Третий мотив менее очевиден для новичка, но очень важен для владельцев. Когда акции компании торгуются на бирже, у бизнеса появляется рыночная цена, которую каждый день подтверждают сделки тысяч инвесторов. До размещения стоимость компании можно было определить только приблизительно, по оценке консультантов или по цене последней сделки с фондом. После размещения её можно увидеть в любой момент на экране брокерского приложения. Эта цена становится своего рода валютой, которую можно использовать в разных целях.

Первое применение такой валюты — покупка других компаний. Публичная компания может расплатиться с продавцом не деньгами, а собственными акциями, если тот согласен их принять. Продавец получает ликвидные бумаги, которые при желании можно продать на бирже, а покупатель сохраняет деньги на развитие. Без биржевой цены договориться о таком обмене намного сложнее, потому что каждая сторона склонна оценивать свои акции дороже. Кротов, кстати, рассматривал именно этот вариант для покупки новоси-

бирской компании, но её владельцы хотели получить живые деньги.

Второе применение биржевой цены — залог. Крупный акционер публичной компании может взять в банке кредит под залог своих акций, и банк охотнее примет в залог бумаги с ежедневной рыночной ценой, чем долю в непубличном бизнесе. Для основателя это способ получить деньги, не продавая акции и не теряя контроль. Для миноритарных акционеров здесь кроется скрытый риск, о котором мало кто думает. Если цена акций резко упадёт, банк может потребовать погасить кредит или продать заложенные бумаги, и тогда на рынок неожиданно выйдет крупный пакет, который столкнёт котировки ещё ниже.

Третье применение связано с наследованием и разделом бизнеса. Основатель, у которого несколько наследников или партнёров, понимает, что делить долю в непубличной компании сложно и конфликтно. Акции, у которых есть биржевая цена, разделить проще: каждый получает свою часть и сам решает, держать её или продавать. Такие соображения редко звучат на презентациях для инвесторов, но они нередко стоят за решением о размещении, особенно в семейных компаниях, где основатели уже немолоды.

Четвёртый мотив связан с удержанием команды. Многие быстрорастущие компании, особенно технологические, платят ключевым сотрудникам не только зарплату, но и акции или опционы на их покупку по фиксированной цене. Пока

компания не публичная, такие акции трудно продать, и сотрудник видит в них скорее обещание, чем деньги. После размещения у акций появляется цена, и программа мотивации начинает работать в полную силу. Программист, который получил десять тысяч акций, может посмотреть, сколько они стоят сегодня, и решить, оставаться ли ему в компании ради будущего роста.

Для инвестора программа мотивации имеет две стороны. С одной стороны, она связывает интересы менеджмента с интересами акционеров: если руководители владеют акциями, они заинтересованы в росте их стоимости. С другой стороны, каждый новый выпуск акций для сотрудников немного уменьшает долю остальных акционеров. В крупных технологических компаниях мира такое размытие порой достигает одного-двух процентов в год. Для частного инвестора это означает, что часть роста компании будет доставаться сотрудникам, и это стоит учитывать при оценке.

В «Ладожских системах» менеджерам принадлежало восемь процентов акций, и именно они больше всех ждали размещения. Директор по разработке Сергей Кашапов пришёл в компанию в 2013 году, когда в ней работали двенадцать человек, и получил свои акции как награду за то, что не ушёл к конкурентам. Все эти годы он слышал от основателя, что акции однажды будут стоить очень дорого, но реализовать их было невозможно. Размещение превращало обещание в реальность. При этом организаторы сделки настояли, чтобы

менеджеры не продавали ни одной акции в первый год после IPO, и мы увидим, почему это важно, когда будем обсуждать лок-ап.

Возможно, вы сами работаете в компании, которая готовится к размещению или недавно вышла на биржу, и получили акции по программе мотивации. В этом случае полезно взглянуть на ситуацию трезво. Ваша зарплата, премии и карьера уже зависят от успехов работодателя, и если значительная часть ваших сбережений тоже окажется в его акциях, вы рискуете потерять всё одновременно. Когда у компании начинаются трудности, она сокращает расходы на персонал как раз тогда, когда падают её акции. Такое совпадение двух ударов финансисты называют концентрацией риска, и избегать его учат в первую очередь.

Сергей Кашапов из «Ладожских систем» хорошо понимал эту опасность. Его акции после размещения должны были стоить больше, чем все его остальные сбережения вместе с квартирой. Он не собирался продавать их сразу, потому что верил в компанию и был связан запретом на продажу в течение года. Однако он заранее решил, что после окончания запрета будет постепенно продавать часть акций каждый квартал и вкладывать деньги в другие активы. Это не означало недоверия к компании, а лишь признавало простой факт: никто, даже директор по разработке, не может гарантировать будущее одного бизнеса.

Обычный сотрудник часто поступает наоборот. Он гор-

дится своей компанией, видит её успехи изнутри и считает, что лучше других понимает её перспективы. Иногда это действительно так, но часто взгляд изнутри искажён привязанностью и коллективным оптимизмом. Сотрудник видит успешные проекты своего отдела, но не видит проблем в соседних подразделениях и не знает о переговорах, которые ведёт руководство. Кроме того, закон об инсайдерской информации ограничивает возможности сотрудников покупать и продавать акции работодателя в определённые периоды, и об этом тоже нужно помнить.

Если вы окажетесь в положении Кашапова, полезно заранее составить себе план. Решите, какую долю своих сбережений вы готовы держать в акциях работодателя, и придерживайтесь её, даже если акции будут расти. Узнайте у юристов компании, в какие периоды вам разрешено совершать сделки. Помните, что программа мотивации задумана для того, чтобы удержать вас в компании, а не для того, чтобы сделать её акции единственным вашим активом. Разумное отношение к таким акциям защищает и ваши деньги, и вашу способность спокойно работать.

Если же компания действительно окажется звездой, вы всё равно заработаете на той части акций, которую оставили, и не будете жалеть о проданной части, потому что она обеспечила вам спокойствие. Такой подход годится не только для сотрудников, но и для любого инвестора, у которого одна бумага постепенно вырастает до слишком большой до-

ли портфеля.

Пятый мотив — статус публичной компании. Публичность меняет отношение к бизнесу со стороны банков, поставщиков и крупных клиентов. Компания, которая прошла проверку регулятора и биржи, регулярно публикует отчётность по международным стандартам и имеет независимых директоров, воспринимается как более прозрачная и надёжная. Банки охотнее дают ей кредиты и иногда по более низкой ставке, а крупные заказчики спокойнее заключают с ней многолетние контракты. Для компании, которая продаёт программы большим торговым сетям, как «Ладожские системы», это заметное преимущество в конкурентной борьбе.

Публичность важна и для найма. Хорошему специалисту проще прийти в компанию, о которой пишут деловые издания и отчётность которой можно прочитать. Он понимает, что компания не исчезнет завтра и что её владельцы связаны правилами раскрытия информации. Конечно, статус сам по себе не делает бизнес лучше. Однако в отраслях, где идёт борьба за людей и клиентов, публичность может стать конкурентным преимуществом, которое со временем отразится в цифрах.

Прежде чем выходить на биржу, любая компания сравнивает размещение с альтернативами. Самая простая из них — банковский кредит. Он не требует делиться прибылью и контролем, но его нужно возвращать с процентами, и при высоких ставках обслуживание долга может съесть заметную

часть прибыли. Кроме того, банк выдаёт кредит под залог имущества или под гарантию денежного потока, а у молодой технологической компании мало имущества, которое можно заложить. Поэтому для быстрорастущего бизнеса кредит часто оказывается дорогим или недоступным в нужном объёме.

Вторая альтернатива бирже — выпуск облигаций. Компания занимает деньги у широкого круга инвесторов, выпуская долговые бумаги с купоном. Для этого тоже нужна публичность в определённом смысле: проспект, отчётность, рейтинг. Многие компании сначала выходят на рынок облигаций, привыкают к раскрытию информации и общению с инвесторами и только потом решаются на размещение акций. Механика первичного размещения облигаций подробно разобрана в отдельной книге серии, поэтому здесь отметим лишь главное отличие: облигации, как и кредит, нужно погашать, а акции — нет.

Третья альтернатива — продажа доли частному инвестору. Компания может продать долю фонду прямых инвестиций, богатому частному лицу или семейному офису без всякой биржи. Так в своё время поступили «Ладожские системы», когда в них вошёл «Невский капитал». Частная сделка проходит быстрее, требует меньше раскрытия и позволяет договориться об особых условиях. Взамен частный инвестор обычно просит скидку за низкую ликвидность доли, места в совете директоров и право продать свою долю через опре-

делённый срок, что в конечном счёте и подталкивает компанию к бирже.

Четвёртая альтернатива — продажа бизнеса стратегическому покупателю, то есть крупной компании из той же или смежной отрасли. Стратег часто готов заплатить больше любого финансового инвестора, потому что рассчитывает на эффект от объединения: общие продажи, сокращение расходов, доступ к новым клиентам. Для основателя продажа стратегу означает окончательный выход из бизнеса и отказ от самостоятельности. Мельников на совете прямо сказал, что крупная технологическая группа уже интересовалась покупкой «Ладожских систем» целиком, но Кротов не был готов продавать компанию, которую строил четырнадцать лет.

Сравнение с альтернативами помогает понять, почему компания выбрала биржу. Если бизнес мог легко получить кредит или продаться стратегу на выгодных условиях, но всё же пошёл на размещение, у этого должна быть причина. Возможно, владельцы рассчитывают, что биржа оценит их дороже стратега, или хотят сохранить контроль. Возможно также, что стратег предлагал слишком мало, потому что видел в бизнесе проблемы, которых не видно со стороны. Каждый из этих вариантов по-разному влияет на ваши шансы заработать.

Чтобы сравнение альтернатив не оставалось абстрактным, посмотрим, как его провели в «Ладожских системах». Финансовый директор компании Ирина Сазонова подготовила

к совету расчёт стоимости каждого варианта. Банк, с которым компания работала много лет, готов был выдать кредит на пять миллиардов рублей на пять лет. При ставке около двадцати одного процента годовых, характерной для периода дорогих денег, проценты составили бы примерно миллиард пятьдесят миллионов рублей в год. Для компании с годовой прибылью четыре миллиарда рублей это означало бы отдавать банку больше четверти заработка.

Облигационный заём обошёлся бы немногим дешевле. Компания без кредитного рейтинга высокого уровня, по оценке Сазоновой, смогла бы разместить облигации с купоном около восемнадцати-девятнадцати процентов, и ежегодные выплаты составили бы около девятисот миллионов рублей. Через три года заём пришлось бы погашать или рефинансировать, причём по неизвестной заранее ставке. Для бизнеса, который рассчитывает на быстрый рост, такой долг выглядел обузой: деньги нужны были на покупку конкурента, а не на обслуживание процентов.

Размещение акций выглядело на этом фоне иначе. Компания не платит процентов и ничего не возвращает, а новые акционеры получают свою долю прибыли через рост стоимости и дивиденды. Если «Ладожские системы» продадут десять миллионов новых акций по пятьсот двадцать рублей, они получат пять миллиардов двести миллионов, а доля новых акционеров в компании составит пять процентов. Иначе говоря, компания отдаёт пять процентов будущей прибыли

навсегда в обмен на деньги, которые не нужно возвращать. Если бизнес растёт быстрее двадцати процентов в год, такой обмен для существующих владельцев выгоднее дорогого долга.

Новичку полезно понимать, что для компании капитал из размещения не бесплатный, хотя по нему и не платят проценты. Его цена — это доля в будущей прибыли, которую компания отдаёт новым акционерам. Если акции продаются дорого, компания отдаёт меньшую долю за те же деньги, и её капитал обходится дешевле. Если дёшево, ей приходится отдавать большую долю. Вот почему эмитент заинтересован в высокой цене размещения, а покупатель — в низкой, и этот конфликт интересов мы будем встречать на каждом шаге сделки.

Вариант с частным инвестором тоже обсуждали. Другой фонд прямых инвестиций был готов выкупить у «Невского капитала» его долю, но с дисконтом около четверти к оценке, которую обещала биржа. Такой дисконт объяснялся просто: покупатель доли в непубличной компании получает бумагу, которую трудно продать, и требует за это компенсацию. Для «Невского капитала» это означало бы потерю нескольких миллиардов рублей по сравнению с продажей на бирже. Кроме того, частная сделка не решала задачу Кротова привлечь деньги на развитие.

Последним вариантом оставалась продажа стратегу. Крупная технологическая группа неофициально предлагала

купить всю компанию за восемьдесят пять миллиардов рублей. Биржевая оценка, по предварительным расчётам банков, могла составить около ста миллиардов, хотя эта цифра была скорее надеждой, чем гарантией. Разница в пятнадцать миллиардов рублей убедила даже осторожного Мельникова, что стоит попробовать биржу. Стоит обратить внимание на этот момент: стратег, который знает отрасль изнутри и видел внутренние данные компании, оценил её заметно дешевле, чем ожидалось от биржи.

Этот факт инвесторы, разумеется, не узнают, потому что переговоры со стратегом нигде не раскрываются. Однако подобные истории случаются часто, и их стоит держать в голове. Профессиональный покупатель, который годами работает в той же отрасли, видит риски, которые не всегда заметны частному инвестору. Когда биржа готова платить больше стратега, это может означать как избыточный оптимизм рынка, так и то, что стратег просто хотел сделать выгодную покупку. Для инвестора главный вывод в том, что цена размещения не равна стоимости бизнеса, а лишь отражает то, сколько рынок готов заплатить в данный момент.

У публичности есть и цена, причём немалая. Первая часть этой цены — прямые расходы на саму сделку. Компания платит вознаграждение банкам-организаторам, юристам, аудиторам, консультантам, бирже и депозитарию, а также тратит деньги на рекламу и мероприятия для инвесторов. По оценкам участников рынка, совокупные расходы на размещение

в России обычно составляют несколько процентов от объёма сделки. Для сделки на пятнадцать миллиардов рублей это сотни миллионов рублей, которые уходят из компании или из карманов продавцов ещё до начала торгов.

Вторая часть цены — постоянное раскрытие информации. Публичная компания обязана регулярно публиковать отчётность, сообщать о существенных событиях, раскрывать сделки с заинтересованностью и проводить годовые собрания акционеров по установленным правилам. Ей нужна служба по связям с инвесторами, которая отвечает на вопросы аналитиков и акционеров. Ей нужны независимые директора, комитеты совета директоров и внутренний аудит. Всё это требует денег и времени руководства, которое раньше уходило только на бизнес.

Раскрытие информации имеет и стратегическую цену. Конкуренты получают возможность читать отчётность компании, видеть её рентабельность, крупных клиентов и планы развития. Небольшой частной компании легче скрывать свои слабые места и сильные стороны, публичная же компания работает на виду. Некоторые основатели именно поэтому годами откладывают размещение: они не хотят, чтобы конкуренты знали, сколько они зарабатывают на каждом контракте.

Третья часть цены — давление рынка. После размещения цена акций становится ежедневной оценкой работы менеджмента, и любое разочарование немедленно отражается

на котировках. Если компания показала квартальную выручку чуть ниже ожиданий аналитиков, акции могут упасть на пять-десять процентов за день. Это давление подталкивает руководство думать о ближайших отчётах, а не о долгосрочных проектах, которые окупятся через пять лет. Опытные основатели говорят, что после IPO им пришлось научиться объяснять каждую инвестицию людям, которые смотрят на бизнес горизонтом в один квартал.

Кротов на совете директоров особенно опасался именно этого. Он привык принимать решения быстро и не советоваться с посторонними, а теперь ему предстояло отвечать на вопросы аналитиков и выслушивать критику в каналах мессенджера. Мельников возразил, что дисциплина пойдёт компании на пользу: публичные компании в среднем лучше управляются, потому что за ними наблюдают. В итоге совет решил провести размещение, но так, чтобы Кротов сохранил контрольный пакет. Новые акции на пять миллиардов рублей должны были обеспечить деньги на рост, а продажа части доли фонда — его выход.

Теперь, когда мы перебрали основные мотивы, попробуем разделить их на здоровые и тревожные с точки зрения будущего акционера. Здоровые мотивы — это те, при которых интересы прежних владельцев и новых акционеров совпадают. Компания привлекает деньги на конкретные проекты с понятной окупаемостью, основатель сохраняет крупную долю и продолжает управлять бизнесом, фонд продаёт лишь

часть доли и остаётся акционером. В такой конструкции продавцы заинтересованы, чтобы акции росли и после размещения, ведь у них остаётся многое.

Тревожные мотивы — это те, при которых продавец стремится получить максимум сегодня и не слишком заботится о завтрашнем дне. Компания привлекает деньги, чтобы закрыть дыру в бюджете или погасить долги, которые не может обслуживать. Основатель продаёт большую часть акций и собирается отойти от дел. Фонд продаёт всю долю целиком и не связывает себя никакими обязательствами. Размещение назначено сразу после рекордного года, который вряд ли повторится, хотя каждый из этих признаков не обязательно означает обман, но вместе они складываются в картину, при которой новый акционер берёт на себя больше риска, чем продавец.

Полезный приём для различения мотивов — представить себя на месте продавца. Если бы вы владели этим бизнесом и верили, что он будет быстро расти, стали бы вы продавать его сейчас и по этой цене? Если ответ «да, частично, чтобы получить деньги на рост и сохранить большую долю», мотив похож на здоровый. Если ответ «нет, я бы подождал», а продавец всё же продаёт, значит, он знает или ожидает что-то, о чём вы не знаете. Этот простой мысленный эксперимент работает удивительно хорошо и напоминает аналогию с квартирой из первой главы.

Рассмотрим, как это выглядело бы в цифрах. Допустим,

компания выходит на биржу с капитализацией сто миллиардов рублей, а её основатель продаёт пять процентов акций и получает пять миллиардов. У него остаются акции ещё на пятьдесят пять миллиардов, если до сделки он владел шестьюдесятью процентами. Если после размещения акции упадут на треть, он потеряет на бумаге больше восемнадцати миллиардов рублей, что намного больше полученных пяти. Такой продавец заинтересован в том, чтобы цена размещения была справедливой.

Теперь представьте основателя, который продаёт сорок процентов из шестидесяти и после сделки сохраняет лишь двадцать. Его выгода от высокой цены сегодня уже вполне сопоставима с риском падения завтра.

Последний вопрос этой главы касается времени: почему компании выходят на биржу не равномерно, а волнами? В одни годы на рынке проходят десятки размещений, в другие — ни одного. Профессионалы говорят об окнах размещений: периодах, когда рынок открыт для новых компаний и готов их покупать. Окно открывается, когда котировки уже публичных компаний высоки, инвесторы настроены оптимистично и предыдущие размещения принесли им прибыль. Окно закрывается, когда рынок падает, неопределённость растёт и первые неудачные сделки отпугивают покупателей.

Логика окон проста и связана с интересом продавца. Владелец хочет продать бизнес как можно дороже, а дороже всего бизнес стоит тогда, когда аналогичные компании на бирже

торгуются с высокими мультипликаторами. Если похожие компании оцениваются в двадцать пять годовых прибылей, продавец ожидает близкую оценку и для себя. Если через год тот же рынок оценивает их в двенадцать прибылей, продавец предпочтёт подождать. Поэтому волна размещений чаще всего приходит в период, когда рынок дорогой, и это неудобная правда для покупателя.

Из этого не следует, что любая сделка в разгар волны обречена на неудачу. Однако статистика многих рынков показывает, что компании, вышедшие на биржу на пике цикла, в среднем показывают худшие результаты, чем те, что разместились в спокойные годы. Подробнее о том, что говорят исследования долгосрочной доходности размещений, мы поговорим в пятнадцатой главе. Здесь важно запомнить, что сам факт массовых размещений — это сигнал о том, что продавцы считают момент удачным для себя.

Окна открываются и закрываются ещё и под влиянием конкретных событий. Удачное размещение крупной компании с ростом акций в первые недели притягивает новых эмитентов, которые спешат воспользоваться интересом инвесторов. Неудачное размещение, после которого акции упали ниже цены сделки, может заморозить рынок на несколько месяцев. Организаторы внимательно следят за этим настроением и советуют клиентам ускориться или подождать. Если в течение месяца объявлено сразу несколько размещений, это значит, что организаторы считают окно открытым.

Подведём итог второй главы книги. Компании выходят на биржу, чтобы привлечь деньги на рост, дать прежним владельцам возможность продать свои доли, получить рыночную оценку, мотивировать сотрудников и укрепить свой статус. У публичности есть цена: расходы на сделку, постоянное раскрытие информации и давление квартальных ожиданий. Мотивы размещения бывают здоровыми, когда продавцы сохраняют крупные доли и деньги идут на понятные проекты, и тревожными, когда продавцы уходят почти целиком на пике показателей. Размещения идут волнами, и волна обычно приходит тогда, когда рынок дорог.

Лариса, прочитав в новостях о «Ладожских системах», вспомнила, что её отец когда-то тоже покупал акции на размещении, о котором говорила вся страна. В его старой папке с документами должна была сохраниться выписка, и Лариса решила её найти. История российских размещений богата на такие сделки, и каждая из них оставила уроки, которые полезно знать сегодня. В следующей главе мы пройдём по этой истории от первых размещений начала 2000-х годов до волны 2023–2024 годов.

Глава 3. Короткая история российских размещений

В субботу Лариса поехала к матери в старый дом на окраине Вологды, чтобы разобрать антресоли. Среди квитанций, гарантийных талонов на давно сломанные телевизоры и пожелтевших грамот отца нашлась синяя пластиковая папка с надписью «Акции». Внутри лежали распечатки из банка, датированные маем 2007 года, и выписка о покупке акций ВТБ на пятьдесят тысяч рублей. Лариса вспомнила, как отец, инженер районной котельной, рассказывал за ужином, что теперь он совладелец крупного банка и что через несколько лет эти деньги удвоятся. Она также вспомнила, что потом эту тему в семье больше не обсуждали.

Остальную часть истории рассказала мать. Отец держал акции несколько лет, видел, как их цена в кризис 2008 года упала в несколько раз, ждал восстановления и в итоге продал их с убытком, когда понадобились деньги на ремонт. Отца никто не обманывал, банк продолжал работать, а его акции продолжали торговаться на бирже. Просто цена, по которой он купил, оказалась слишком высокой для того, что произошло потом с рынком и с банком. Лариса сфотографировала выписку и отправила её Тимуру с подписью: «Вот тебе история про верняк».

История российских размещений гораздо короче истории размещений на Западе, но в ней уже успели смениться несколько эпох. Каждая эпоха начиналась с энтузиазма и заканчивалась разочарованием, а уроки, которые она оставляла, удивительно похожи друг на друга. В этой главе мы пройдём по этой истории быстро, не задерживаясь на деталях, которые подробно разобраны в книге серии «История российского фондового рынка». Наша цель — увидеть повторяющиеся закономерности, которые полезно знать перед участием в сегодняшних размещениях.

В 1990-е годы в России почти не было размещений в современном смысле слова. Акции крупнейших компаний появились у населения в ходе ваучерной приватизации, а потом постепенно перешли к крупным владельцам. Компании не продавали свои акции публике за деньги, а скорее распределяли их или продавали узкому кругу покупателей на залоговых аукционах. Биржевая торговля существовала, но объёмы были небольшими, а основными покупателями выступали иностранные фонды. Компании, которым нужны были деньги, брали кредиты или выпускали долговые бумаги за рубежом.

Первые размещения акций на российских биржах, которые можно назвать IPO в современном понимании, прошли в начале 2000-х годов. Пионером обычно называют медийный холдинг РБК, который разместил акции в 2002 году одновременно на двух тогдашних российских площадках, РТС

и ММВБ. Сделка была скромной по объёму, но символически важной: российская компания впервые привлекла деньги у публики на родном рынке. Вслед за ней в середине 2000-х годов на российские площадки вышли ещё несколько компаний из потребительского сектора и промышленности, хотя размеры этих сделок оставались небольшими.

Почему крупные компании не спешили размещаться дома? Главная причина состояла в том, что большие деньги находились за рубежом. Иностранные фонды, которые управляли сотнями миллиардов долларов, предпочитали покупать акции на привычных им биржах, по привычным правилам и с защитой привычного права. Российский рынок в то время был мал, ликвидность низкой, а частных инвесторов внутри страны было немного. Компании, которые хотели привлечь крупную сумму, шли туда, где сидели покупатели.

Середина 2000-х годов стала временем самых громких размещений в истории страны, которые журналисты назвали «народными». Государство проводило их с расчётом на широкое участие граждан, а реклама звучала по телевидению и висела на щитах вдоль дорог. В 2006 году акции разместила нефтяная компания «Роснефть», а в 2007 году на рынок вышли ВТБ и Сбербанк. В каждой из этих сделок участвовали десятки тысяч частных инвесторов, а в размещении ВТБ, по сообщениям того времени, — больше ста двадцати тысяч человек. Многие из них впервые в жизни открыли брокерский счёт.

Итог «народных» размещений для частных инвесторов оказался неоднозначным. Покупатели акций ВТБ, к которым принадлежал отец Ларисы, вошли в бумагу по высокой цене накануне мирового кризиса и многие годы видели свои вложения в убытке. Акционеры других компаний этой волны пережили глубокие просадки в 2008 году, хотя со временем их результаты разошлись в зависимости от судьбы конкретного бизнеса. Для целого поколения россиян слово «IPO» стало ассоциироваться с потерянными деньгами, и это недоверие держалось больше десяти лет. Подробный разбор этих сделок можно найти в книге серии об истории российского фондового рынка.

Важный урок «народных» размещений касается роли рекламы и момента. Сделки проводились на пике рынка, когда цены на нефть и котировки российских компаний были близки к историческим максимумам. Реклама создавала у людей ощущение, что участие в размещении — это почти гражданский долг и почти гарантированный доход. Цену при этом определяли исходя из спроса на пике оптимизма. Когда оптимизм сменился паникой, частные инвесторы оказались теми, кто купил дороже всех.

Параллельно с «народными» размещениями шла другая история, которую можно назвать лондонской эпохой. Большинство крупных частных российских компаний выходили на биржу не в Москве, а в Лондоне, реже в Нью-Йорке. При этом они обычно размещали не сами акции, а депозитарные

расписки — ценные бумаги, которые выпускал иностранный банк и которые подтверждали право на определённое количество акций российской компании. Расписка позволяла иностранному инвестору покупать долю в российском бизнесе, не открывая счёт в России и не разбираясь в местных правилах.

Многие компании в ту эпоху устраивали себе ещё более сложную конструкцию. Головной компанией группы становилась иностранная холдинговая компания, зарегистрированная на Кипре, в Нидерландах или на острове Джерси, а российский бизнес находился у неё в собственности. На биржу выводились акции или расписки этой иностранной компании. Такая структура была удобна для иностранных инвесторов и для самих владельцев, потому что давала доступ к английскому праву и международным судам. Для российского частного инвестора она означала, что он покупал долю не в российской компании, а в иностранном холдинге, и этот факт позже сыграл свою роль.

Лондонская эпоха принесла российскому бизнесу большие деньги, но почти не развила внутренний рынок. Самые интересные и быстрорастущие компании страны торговались за рубежом, и российские частные инвесторы долгое время могли купить их только через иностранных брокеров или не могли купить вовсе. Ликвидность и интерес к компаниям концентрировались на зарубежных площадках, а российские биржи оставались скорее вторичным местом торгов-

ли. Некоторые технологические компании и вовсе размещались в Нью-Йорке, где их оценивали рядом с американскими аналогами. Россия экспортировала не только нефть и металлы, но и свой рынок капитала.

Мировой финансовый кризис 2008 года закрыл окно размещений надолго. Котировки российских компаний за несколько месяцев упали в разы, многие компании, которые готовились к выходу на биржу, отложили свои планы. В следующие годы рынок восстанавливался медленно, и размещения проходили редко. Инвесторы, обжёгшиеся в 2008 году, с осторожностью относились к новым компаниям, а продавцы не хотели отдавать акции по низким ценам. Окно иногда приоткрывалось, но захлопывалось при первых признаках новой нестабильности.

В 2010-е годы размещения всё же случались, и некоторые из них стали заметными событиями. В 2011 году две биржевые площадки, ММВБ и РТС, объединились в Московскую биржу, а в 2013 году сама Московская биржа провела размещение собственных акций на своей площадке. Это стало сигналом, что российский рынок готов принимать крупные сделки у себя. Несколько компаний из сектора розничной торговли, финансов и технологий в эти годы также вышли на биржу, но их было немного, а частные инвесторы почти не участвовали в размещениях. Брокеры того времени редко предлагали клиентам подать заявку, а сами сделки распределялись в основном среди фондов, которые знали органи-

заторов лично и давно работали с ними.

Ситуацию осложнили события 2014 года. После введения западных санкций и резкой девальвации рубля иностранные инвесторы стали осторожнее относиться к российским активам. Окно размещений в Лондоне для российских компаний сузилось, а внутренний рынок ещё не был готов полностью заменить внешний. Несколько лет размещения проходили единично, и каждое из них становилось событием для узкого круга профессионалов. Частный инвестор того времени, как правило, даже не знал, что на бирже появилась новая компания.

Перемены начались ближе к 2020 году, когда в стране резко выросло число частных инвесторов. Низкие ставки по вкладам, индивидуальные инвестиционные счета с налоговыми льготами и удобные приложения брокеров привели на биржу миллионы людей. Брокеры увидели в этих людях огромную аудиторию и начали открывать им доступ к размещениям, которые раньше были уделом фондов. Компании, в свою очередь, обнаружили, что внутри страны появился покупатель, которого можно привлечь рекламой и удобным интерфейсом.

Оживление 2021 года стало первой волной размещений с массовым участием частных инвесторов после «народных» сделок 2000-х. На Московской бирже разместились компании из лесной промышленности, розничной торговли, кибербезопасности, сервисов аренды самокатов и дру-

гих отраслей. Некоторые сделки проводились одновременно в Москве и за рубежом, другие — только в Москве. Частные инвесторы впервые за много лет получили значительную долю бумаг в крупных сделках. Отрасль заговорила о том, что российский рынок размещений наконец ожил.

Многие размещения 2021 года, однако, разочаровали своих покупателей уже в первый год. Компании выходили на биржу на волне высоких оценок, когда процентные ставки по всему миру были низкими, а технологические компании стоили особенно дорого. Когда в конце 2021 года ставки начали расти, акции многих новичков оказались заметно ниже цены размещения. Рынок снова получил урок о том, что волна размещений на пике цикла выгоднее продавцам, чем покупателям. Этот урок, впрочем, частные инвесторы быстро забыли.

В 2022 году рынок размещений остановился почти полностью. После 24 февраля 2022 года торги на Московской бирже были приостановлены почти на месяц, иностранные инвесторы потеряли доступ к российскому рынку, а депозитарные расписки российских компаний на зарубежных биржах перестали торговаться. Компании, которые готовились к размещениям, отменили или отложили планы. Многие инвесторы оказались с заблокированными бумагами, а на рынке царила неопределённость, при которой никакое окно не может открыться.

Тем не менее уже через год рынок начал оживать, и это

оживление имело совершенно новое лицо. С середины 2023 года на Московской бирже одно за другим стали проходить размещения, и к 2024 году их число стало исчисляться десятками за год, если считать вместе с вторичными размещениями. Основными покупателями в этих сделках выступали российские частные инвесторы, поскольку иностранные фонды из недружественных стран ушли с рынка, а российские институциональные инвесторы были относительно немногочисленны. На биржу выходили технологические компании, банки, лизинговые и финансовые компании, розничные сети, медицинские и промышленные предприятия.

Новая роль частного инвестора в этой волне оказалась двоякой. С одной стороны, именно частные инвесторы сделали размещения возможными: без них многие сделки просто не набрали бы спроса. С другой стороны, преобладание частных лиц в книгах заявок сделало цены после размещения очень чувствительными к настроениям. По сообщениям организаторов, в отдельных сделках частным инвесторам доставалось больше половины бумаг, тогда как на развитых рынках их доля в размещениях обычно гораздо меньше. Когда настроение было хорошим, акции взлетали в первый день, когда портилось — падали вместе со всем сегментом новичков.

Регулятор обратил внимание на эту особенность. Банк России в своих обзорах и выступлениях представителей неоднократно указывал на риски размещений, где частные

инвесторы покупают основную часть бумаг, а профессиональные инвесторы почти не участвуют в определении цены. Обсуждались меры, которые должны были улучшить качество сделок: участие якорных инвесторов, раскрытие большего объёма информации, независимая аналитика. О том, как эти обсуждения могут изменить рынок в будущем, мы поговорим в двадцатой главе.

Волна 2023–2024 годов отличалась от прежних не только составом покупателей, но и самим обликом сделок. Размещения стали заметно меньше по объёму, чем крупные сделки 2000-х годов. Типичная сделка новой волны привлекала несколько миллиардов рублей, реже — десять-пятнадцать миллиардов, а крупнейшие выходили за эти пределы лишь изредка. Компании продавали небольшую часть своего капитала, нередко около десяти процентов, и сохраняли за прежними владельцами полный контроль. Для частного инвестора это означало, что он покупал маленький кусок большого пирога, а судьбу пирога по-прежнему решал владелец.

Заметно изменилась и продолжительность сделок. Если в прошлые эпохи подготовка и маркетинг размещения занимали месяцы, то в волне 2023–2024 годов сбор заявок часто длился одну-две недели, а иногда и меньше. Компании объявляли о намерении провести размещение, через несколько дней открывали книгу заявок и вскоре начинали торги. Частным инвесторам, которые узнавали о сделке из рекламы, оставалось совсем немного времени, чтобы прочитать

документы и принять решение. Многие и не пытались читать, а действовали по принципу «все идут, и я пойду».

Отраслевой состав волны тоже был новым. Значительную часть сделок провели технологические компании: разработчики программного обеспечения, сервисы кибербезопасности, облачные провайдеры. Их бизнес выиграл от ухода иностранных поставщиков и программ импортозамещения, и инвесторы охотно платили за ожидаемый рост. Вслед за ними на биржу вышли финансовые компании, лизинговые фирмы, сервисы краткосрочных займов, медицинские сети и производители потребительских товаров. Сырьевых гигантов, которые раньше задавали тон рынку, среди новичков почти не было.

Наконец, новым было поведение котировок в первые дни. Во многих сделках этой волны акции заметно росли в первый день торгов, иногда на десятки процентов, а затем постепенно опускались. Частные инвесторы быстро усвоили эту закономерность и стали подавать заявки в расчёте продать акции сразу после старта. Такое поведение само по себе меняло динамику рынка: чем больше участников рассчитывало на быструю продажу, тем сильнее было давление на цену после первых дней. О механике первого дня торгов мы подробно поговорим в тринадцатой главе.

Ещё одна черта волны касалась информационного шума вокруг сделок. Компании активно работали с блогерами и авторами каналов в мессенджере, проводили встречи с част-

ными инвесторами в прямом эфире и рассылали материалы через брокеров. Иногда эти материалы содержали скорее рекламные обещания, чем анализ бизнеса. Регулятор и биржа обращали внимание на проблему и выпускали предупреждения для инвесторов. Для частного инвестора навык отличать рекламу от информации стал важнее, чем когда-либо прежде.

Все эти черты вместе создали рынок, на котором скорость решения ценилась выше его качества, а настроение толпы значило больше, чем отчётность компании. Именно в такой обстановке частному инвестору особенно полезно иметь собственные правила, о которых мы будем говорить на протяжении всей книги.

Отдельная страница новейшей истории связана с компаниями, которые когда-то вышли на биржу через иностранные холдинги. После 2022 года их положение стало сложным. Акции иностранных головных компаний или депозитарные расписки на них оказались частично заблокированы в зарубежной инфраструктуре, российские инвесторы не могли полноценно ими распоряжаться, а сами компании столкнулись с трудностями при выплате дивидендов и управлении группой. Иностранная структура, которая когда-то была удобством, превратилась в препятствие.

Выходом для многих таких компаний стала редомициляция, то есть перенос головной компании группы в Россию. Для этого законодательство предусмотрело специальные ад-

министративные районы, где иностранная компания может зарегистрироваться как российская международная компания с сохранением многих прежних особенностей. В 2024–2025 годах несколько крупных компаний, чьи бумаги раньше обращались в форме депозитарных расписок или акций иностранных холдингов, перенесли головные структуры в Россию или провели реструктуризацию, в результате которой российские инвесторы получили акции российских эмитентов. Для частного инвестора это означало, что знакомая компания «переехала» на Московскую биржу в новом виде.

Такие переезды не были размещениями в строгом смысле слова, потому что компании не привлекали деньги у новых инвесторов. Однако для рынка они имели похожий эффект: на бирже появлялись новые крупные бумаги, а инвесторы получали возможность покупать акции компаний, которые раньше торговались в основном за рубежом. Для держателей старых расписок процесс конвертации был непростым и требовал внимания к уведомлениям брокера и срокам. Для многих участников рынка этот период стал настоящей школой, и многие частные инвесторы впервые узнали из этих историй, что юридическая форма бумаги имеет значение не меньше, чем бизнес компании.

Урок редомициляций прост и важен для будущих размещений. Покупая акции, вы покупаете не только долю в бизнесе, но и определённую юридическую конструкцию. Где зарегистрирован эмитент, по какому праву он живёт, где хра-

нятся его акции и кто ведёт реестр, — всё это влияет на ваши права в трудный момент. Сегодняшние размещения на Московской бирже проводят в основном российские компании, и эта проблема для них стоит менее остро. Тем не менее при чтении документов любой сделки полезно смотреть, какая именно компания выпускает бумаги, о чём мы ещё поговорим в двенадцатой главе.

Волна размещений 2023–2024 годов не продлилась долго. Во второй половине 2024 года Банк России для борьбы с инфляцией несколько раз повышал ключевую ставку, и к концу года она превысила двадцать процентов. При таких ставках банковские вклады и облигации давали высокий доход почти без риска, и у частных инвесторов пропал стимул покупать акции новых компаний. Котировки многих компаний, разместившихся в предыдущие полтора года, заметно снизились. Окно размещений в значительной степени закрылось, и в 2025 году число сделок уменьшилось, хотя отдельные крупные компании всё же выходили на рынок.

Механизм влияния высоких ставок на размещения мы подробно разберём в двадцатой главе, когда будем говорить о будущем рынка. Здесь достаточно отметить, что рынок размещений очень чувствителен к стоимости денег. Когда безрисковые инструменты дают высокую доходность, инвесторы требуют от акций более высокой ожидаемой доходности, а значит, готовы платить за компании меньше. Продавцам невыгодно размещаться по низким оценкам, и они ждут луч-

ших времён. Так каждый цикл ставок рождает свой цикл размещений.

Многие компании, которые разместились на пике волны 2023–2024 годов, к 2025 году торговались ниже цены размещения. Некоторые из них потеряли треть и больше своей стоимости, причём не всегда из-за ухудшения бизнеса. Иногда компании выполняли свои планы по выручке и прибыли, но их акции всё равно падали, потому что рынок в целом подешевел и инвесторы стали платить за каждый рубль прибыли меньше. Были и обратные примеры, когда компании, вышедшие на биржу с разумной оценкой, продолжали расти, несмотря на общее охлаждение рынка.

Чтобы почувствовать, как цикл влияет на результат, представим трёх условных инвесторов, каждый из которых вложил в размещения по сто тысяч рублей. Первый купил акции на пике «народной» волны 2007 года, второй — на пике оживления 2021 года, третий — в начале волны 2023 года, когда рынок только начинал восстанавливаться после потрясений. Цифры в этом примере условные и не описывают конкретные сделки. Они нужны лишь для того, чтобы показать, как один и тот же поступок приводит к разным результатам в зависимости от момента.

Первый инвестор через год увидел, что его сто тысяч превратились примерно в сорок тысяч, потому что мировой кризис обрушил рынок. Чтобы вернуться к исходной сумме, акциям нужно было вырасти в два с половиной раза, а для

этого потребовались годы. Второй инвестор через год обнаружил на счёте около семидесяти тысяч, потому что рост ставок и события 2022 года охладили рынок. Третий инвестор, вошедший на подъёме волны, за первый год заработал около тридцати процентов, если удачно выбирал компании, и примерно столько же потерял через год-полтора, если держал бумаги до охлаждения.

Из этого примера видно, что даже самый внимательный выбор компании не защищает полностью от цикла. Инвестор, который участвует в размещениях только на пике, рискует купить хорошие компании по плохой цене. Инвестор, который участвует в начале волны, получает больше шансов, но не может точно знать, где находится. Поэтому разумный подход к размещениям всегда сочетает анализ компании с вниманием к состоянию рынка. Если вокруг все говорят только о размещениях, полезно вспомнить, чем заканчивались прежние волны.

История также учит, что частные инвесторы часто приходят в самый поздний момент цикла. Первыми в волну входят профессиональные инвесторы, которые видят признаки восстановления раньше других. Частные инвесторы подключаются, когда о размещениях начинают писать все издания и когда первые сделки уже принесли громкую прибыль. К этому моменту продавцы уже повысили свои ожидания по цене, а лучшие компании, возможно, уже разместились. Отец Ларисы купил акции именно в такой момент, и многие участ-

ники волны 2023–2024 годов повторили его путь.

История отца Ларисы хорошо иллюстрирует этот путь в цифрах. Акции ВТБ на размещении 2007 года продавались по 13,6 копейки за штуку, и на свои пятьдесят тысяч рублей он получил около трёхсот шестидесяти семи тысяч акций. Через полтора года, в разгар кризиса, рыночная стоимость его пакета на какое-то время опустилась в несколько раз ниже вложенной суммы. Когда в начале 2010-х годов ему понадобились деньги на ремонт, рынок уже восстановился, но не до цены размещения, и он продал акции примерно за тридцать пять тысяч рублей. С учётом небольших дивидендов, которые он получил за эти годы, его итоговый убыток составил около четверти вложений, а с учётом инфляции — заметно больше.

Важно понимать, что отец Ларисы не сделал ничего необычного. Он поверил рекламе, купил акции надёжного крупного банка и держал их несколько лет. Его ошибка состояла не в выборе компании, а в цене и моменте покупки, а также в том, что он вложил деньги, которые могли понадобиться ему в обозримом будущем. Многие участники размещений повторяют эти ошибки и сегодня. Если вы задумываетесь об участии в размещении на пике общего ажиотажа, вспомните эту синюю папку с выпиской.

Лариса, рассматривая выписку, подумала и о другом. В 2007 году у отца не было ни проспекта эмиссии, ни аналитических обзоров, ни возможности сравнить цену размещения

с аналогами. Вся его информация ограничивалась телевизионной рекламой и разговорами коллег. Сегодня у частного инвестора гораздо больше инструментов: документы размещения доступны каждому, отчётность публикуется по международным стандартам, а мнения аналитиков можно найти за несколько минут. Разница между отцом и дочерью не в доступе к информации, а в готовности ею пользоваться.

Теперь соберём уроки, которые повторялись в каждом цикле. Первый урок состоит в том, что волны размещений приходят на пике оптимизма, когда рынок дорог и инвесторы ждут продолжения роста. Это верно и для «народных» сделок 2006–2007 годов, и для оживления 2021 года, и для волны 2023–2024 годов. Продавцы выбирают момент, когда за их бизнес готовы заплатить больше всего. Покупатель, который участвует в размещениях на пике волны, принимает на себя риск того, что пик скоро пройдёт.

Второй урок связан с рекламой и массовостью. Чем громче реклама и чем больше частных инвесторов участвует в сделке, тем выше вероятность, что цена размещения отражает настроение, а не стоимость бизнеса. Это не означает, что разрекламированная сделка обязательно окажется неудачной. Однако частный инвестор, который покупает акции только потому, что о них говорят все вокруг, оказывается в положении отца Ларисы, вложившегося в «народное» размещение потому, что о нём говорили по телевизору.

Третий урок касается разницы между бизнесом и акци-

ей. Хороший бизнес, купленный по слишком высокой цене, может годами приносить убытки своему акционеру. Плохой бизнес, купленный дёшево, иногда приносит неплохую прибыль. Судьба инвестиции в размещение определяется не только тем, как будет развиваться компания, но и тем, сколько вы за неё заплатили. Именно поэтому одиннадцатая глава книги посвящена оценке компании на входе.

Четвёртый урок касается времени владения. Многие участники размещений рассчитывают на быстрый доход в первые дни, а получают долгосрочную позицию в убытке. Когда рынок разворачивается, выходить из новых акций бывает трудно: ликвидность снижается, покупателей становится мало, и продать бумаги можно только со значительной скидкой. Инвестор, не готовый держать акции несколько лет, должен заранее понимать, при каких условиях он их продаст, и мы вернёмся к этой мысли в пятнадцатой главе.

Пятый урок, пожалуй, самый обнадёживающий. Несмотря на все неудачи, размещения не исчезают, а возвращаются снова и снова, и среди них каждый раз находятся компании, акции которых растут годами. Рынок учится: появляются новые правила, растёт число профессиональных инвесторов, частные инвесторы становятся опытнее. Участие в размещениях — это не лотерея и не обман по определению, а инструмент, которым можно пользоваться хорошо или плохо. Вся остальная книга посвящена тому, как пользоваться им хорошо.

Шестой урок касается слов, которыми сопровождается каждая волна. В 2007 году говорили, что Россия стала другой страной и прежние кризисы не повторятся. В 2021 году говорили, что технологические компании живут по новым законам и обычные мерки к ним неприменимы. В 2023 году говорили, что уход иностранных конкурентов гарантирует российским компаниям рост на годы вперёд. В каждой из этих фраз была доля правды, но каждая из них использовалась для того, чтобы оправдать высокие цены размещений, и каждый раз рынок в итоге возвращался к обычным мерилам прибыли и денежного потока.

Поэтому, когда вы слышите, что на этот раз всё иначе, полезно остановиться и спросить себя, что именно иначе и как это отражается в цифрах компании. Иногда ответ будет убедительным, и тогда высокая оценка может быть оправданной. Гораздо чаще за словами о новой эпохе стоит обычное желание продать дороже. История не повторяется буквально, но её мотивы узнаются без труда, если знать, куда смотреть.

Вернёмся к Ларисе и её находке. Вечером она позвонила Тимуру и долго рассказывала ему про отца, про кризис 2008 года и про то, как семья перестала верить в акции. Тимур слушал и возражал, что сейчас всё иначе, что рынок стал современнее, а приложения удобнее. Лариса согласилась, что приложения действительно стали удобнее, но спросила, изменилось ли что-нибудь в том, кто продаёт акции и почему. Тимур задумался и сказал, что не знает, сколько людей во-

обще стоит за одним размещением и чем они занимаются.

Подведём итог третьей главы книги. Российская история размещений началась с первых небольших сделок начала 2000-х годов, прошла через «народные» размещения, лондонскую эпоху депозитарных расписок, затишье после 2008 и 2014 годов, оживление 2021 года и волну 2023–2024 годов с массовым участием частных инвесторов. Каждая эпоха начиналась на пике оптимизма и заканчивалась охлаждением, а сделки, проведённые на пике, чаще разочаровывали покупателей. Юридическая форма бумаг, уровень ставок и доля частных инвесторов заметно влияли на судьбу размещений. Главный урок всей истории в том, что результат инвестиции зависит не только от бизнеса, но и от цены входа.

Вопрос Тимура о людях, стоящих за размещением, совсем не праздный. В пресс-релизе о сделке «Ладожских систем» он насчитал одиннадцать банков и брокеров, а ещё упоминались юристы, аудиторы, биржа и регулятор. Каждый из этих участников играет свою роль и имеет свои интересы, которые не всегда совпадают с интересами покупателя акций. В следующей главе мы познакомимся со всеми участниками размещения и разберёмся, кто из них на чьей стороне.

Глава 4. Кто стоит за сделкой

В понедельник утром «Ладожские системы» опубликовали пресс-релиз о намерении провести размещение акций на Московской бирже. Тимур прочитал его в метро по дороге на работу и споткнулся о последний абзац, где перечислялись участники сделки. Там значились два глобальных координатора, четыре совместных организатора, ещё пять брокеров, которые будут принимать заявки частных инвесторов, юридические консультанты компании и банков, аудитор и консультант по связям с инвесторами. Тимур насчитал одиннадцать банков и брокеров и не понял, зачем их так много, если акции просто нужно продать на бирже. Вечером он написал Ларисе: «Похоже, на этом IPO зарабатывают все, кроме нас».

Лариса ответила, что в этой шутке есть доля правды. Каждый участник размещения получает своё вознаграждение, и большинство из них получает его независимо от того, вырастут акции после сделки или упадут. Однако без этих участников сделка просто не состоялась бы, потому что продать акции на миллиарды рублей тысячам покупателей в один день — сложная работа. Понимание того, кто чем занимается и кому служит, помогает инвестору правильно читать сигналы, которые исходят от каждого из них. В этой главе мы пройдём по всей цепочке участников и для каждого зададим вопрос: на чьей он стороне.

Начнём с главных действующих лиц. Эмитент — это компания, акции которой размещаются, в нашем примере ПАО «Ладожские системы». Эмитент выпускает новые акции, если в сделке есть такая часть, готовит документы, отвечает за достоверность информации и после размещения становится публичной компанией со всеми обязанностями. Продающие акционеры — это владельцы, которые продают свои существующие акции, в нашем примере фонд «Невский капитал». Новичку часто кажется, что это одна сторона, но на самом деле у эмитента и продающих акционеров могут быть разные интересы.

Эмитент заинтересован в том, чтобы привлечь деньги на развитие по хорошей цене и при этом сохранить у акционеров положительное отношение к компании. Ему предстоит жить на бирже годами, проводить новые размещения и выпускать облигации, поэтому репутация в глазах инвесторов для него важна. Продающий акционер, особенно если он уходит из компании полностью, думает прежде всего о том, сколько денег он получит сегодня. Ему меньше важно, как поведут себя акции через год, потому что к тому времени он уже не будет акционером. Чем большая часть сделки приходится на продающих акционеров и чем меньше у них останется после неё, тем сильнее этот перекос.

В «Ладожских системах» интересы сторон были достаточно уравновешены. Компания продавала новые акции на пять миллиардов двести миллионов рублей и хотела, чтобы её

акции хорошо выглядели на бирже, ведь Кротов оставался главным акционером. «Невский капитал» продавал акции на десять миллиардов четыреста миллионов, но после сделки у фонда оставалось ещё восемнадцать с половиной процентов компании, которые он собирался продавать позже. Поэтому фонд тоже был заинтересован в том, чтобы после размещения акции не упали. Такой баланс интересов — хороший признак, и о том, как его оценивать, мы подробнее поговорим в десятой главе.

Следующие ключевые участники — банки-организаторы. Компания нанимает один или несколько крупных инвестиционных банков, которые берут на себя основную работу по подготовке и проведению сделки. Главные организаторы называются глобальными координаторами или ведущими организаторами. Они помогают компании выбрать момент для размещения, определить структуру сделки, подготовить документы, оценить компанию, найти инвесторов, собрать заявки и распределить акции. По сути, это те самые риелторы из аналогии с открытым показом квартиры.

Кроме ведущих организаторов, в сделке обычно участвуют совместные организаторы и соорганизаторы. Их роль меньше: они приводят своих клиентов-инвесторов, иногда готовят аналитические обзоры и помогают в маркетинге. Количество организаторов зависит от размера сделки и от того, к каким группам инвесторов нужно получить доступ. Крупная сделка с участием множества фондов и частных инве-

сторов может привлечь десять и более банков и брокеров. Каждый из них приносит своих покупателей и получает за это свою долю вознаграждения.

Как именно платят организаторам за их работу? Обычно их вознаграждение рассчитывается как процент от объёма размещения. Часть этого процента гарантирована, а часть может зависеть от решения эмитента и продающих акционеров по итогам сделки, это так называемое поощрительное вознаграждение. Вознаграждение распределяется между банками в зависимости от их роли: ведущие организаторы получают больше, остальные меньше. Точные размеры комиссий обычно не раскрываются публично, но по оценкам участников рынка в российских сделках они измеряются несколькими процентами от объёма.

Допустим, сделка «Ладожских систем» составляет пятнадцать миллиардов шестьсот миллионов рублей, а совокупное вознаграждение организаторов — два с половиной процента. Это около трёхсот девяноста миллионов рублей, которые получат банки и брокеры за несколько месяцев работы. Значительная часть этих денег зависит от объёма сделки, а значит, организаторам выгодно продать как можно больше акций по как можно более высокой цене. Поощрительная часть вознаграждения ещё сильнее связывает интересы организаторов с интересами продавцов. Важно запомнить, кто платит банкам: им платит продающая сторона, а не вы.

Это не значит, что организаторы готовы обмануть покупа-

телей. У крупных банков есть репутация, которой они дорожат, и постоянные клиенты-инвесторы, которых они не хотят разочаровать. Если банк регулярно выводит на биржу компании, акции которых потом падают, фонды перестанут доверять его сделкам, и в следующий раз ему будет труднее собрать заявки. Поэтому у организатора есть интерес не завышать цену слишком сильно. Однако этот интерес вторичен по отношению к главной задаче — успешно продать акции для своего клиента.

Особое место среди организаторов занимают брокеры, которые работают с частными инвесторами. Именно через них подают заявки такие люди, как Тимур и Лариса. Брокер получает доступ к части акций, предназначенной для частных инвесторов, и распределяет её среди своих клиентов. За это он тоже получает вознаграждение от продающей стороны. Чем больше заявок соберут его клиенты, тем больше будет его доля в сделке и его заработок.

Для брокера с миллионами клиентов размещение — это возможность заработать и одновременно предложить клиентам интересный продукт. Поэтому брокеры активно продвигают размещения: показывают баннеры в приложениях, рассылают уведомления, публикуют обзоры и интервью с основателями компаний. Баннер, который увидел Тимур в столовой, был частью именно такой кампании. Брокер в этой ситуации выступает одновременно как ваш посредник и как продавец, получающий вознаграждение от эмитента, и это

стоит помнить, читая его материалы о сделке.

Брокеры, принимающие заявки частных инвесторов, вместе образуют то, что называют розничным синдикатом. Через этот синдикат компания получает доступ к широкому кругу покупателей, которых не смогли бы привести инвестиционные банки, работающие с фондами. Для частного инвестора это удобно: можно подать заявку прямо в приложении своего брокера. Однако не все брокеры входят в синдикат каждой сделки, и если вашего брокера в списке нет, участвовать в размещении через него, скорее всего, не получится. О том, как проверить доступ и условия участия, мы поговорим в восьмой главе.

Помимо банков, в размещении участвуют консультанты, которых инвестор обычно не замечает. Юридические консультанты компании проверяют её документы, договоры, права на имущество и интеллектуальную собственность, готовят текст проспекта и следят за соблюдением законодательства. Юридические консультанты банков проводят собственную проверку, чтобы защитить организаторов от претензий в случае, если в документах окажутся ошибки. Эту проверку называют дью-дилидженсом, от английского due diligence, что означает должную осмотрительность. Она помогает выявить риски, которые компания могла бы предпочесть не раскрывать.

Аудитор проверяет финансовую отчётность компании и подписывает заключение о том, что она достоверно отража-

ет финансовое положение. Для размещения компания обычно готовит отчётность по международным стандартам за несколько последних лет, и аудитор подтверждает её. Наличие известного аудитора и заключения без оговорок — важный сигнал для инвестора. Если аудитор высказал оговорки или компания недавно сменила аудитора, это повод насторожиться, и мы обсудим это в двенадцатой главе.

Существуют и другие консультанты по сделке. Финансовый консультант помогает компании выбрать организаторов и выстроить сделку, если у компании нет опыта работы с рынком капитала. Консультант по связям с инвесторами готовит презентации, тексты пресс-релизов и организует встречи с аналитиками. Отраслевые консультанты иногда готовят обзоры рынка, на которых основаны прогнозы роста компании в проспекте. Все они работают на компанию и продающих акционеров, получают от них вознаграждение и заинтересованы в том, чтобы сделка состоялась.

Особенно важно помнить об отраслевых обзорах. Когда в презентации компании написано, что её рынок будет расти на двадцать пять процентов в год в течение пяти лет, эта цифра часто взята из обзора консультанта, которого наняла сама компания. Консультант, конечно, не придумывает цифры произвольно, но выбирает наиболее благоприятные допущения из возможных. Если вы видите прогноз роста рынка, полезно посмотреть, кто его составил и на каких предположениях он основан. Независимый взгляд на тот же рынок

может дать совсем другую картину.

Теперь перейдём к биржевой инфраструктуре. Московская биржа — это площадка, на которой акции будут торговаться после размещения. Биржа проверяет соответствие компании требованиям листинга, включает её акции в котировальный список или в список ценных бумаг, допущенных к торгам, и организует технический процесс размещения. Через биржевую систему проходит и сбор заявок частных инвесторов, если сделка проводится с использованием биржевых механизмов. Биржа получает вознаграждение за свои услуги, но её главный интерес — развитие рынка и рост числа компаний на нём.

Расчёты по сделкам на бирже проводит клиринговая организация, в российском случае — Национальный клиринговый центр, входящий в группу Московской биржи. Она гарантирует, что каждая сторона получит своё: покупатель — акции, продавец — деньги. Хранение ценных бумаг и учёт прав на них обеспечивает центральный депозитарий, которым в России является Национальный расчётный депозитарий. Реестр акционеров компании ведёт специализированная организация — регистратор, который фиксирует, кто владеет акциями. Для инвестора вся эта инфраструктура почти невидима, но именно она обеспечивает, что купленные вами акции действительно окажутся на вашем счёте.

Следующий участник — Банк России, который выступает регулятором финансового рынка. Регулятор регистриру-

ет выпуск акций и проспект ценных бумаг, проверяя, соответствуют ли документы требованиям закона. Важно понимать, что регистрация не означает оценки качества компании или справедливости цены. Банк России не говорит инвесторам, хороши ли акции и стоит ли их покупать. Он проверяет, что компания раскрыла необходимую информацию и соблюла процедуры.

Помимо регистрации, Банк России следит за соблюдением правил на рынке после размещения. Он контролирует, чтобы инсайдеры не использовали закрытую информацию, чтобы никто не манипулировал ценами и чтобы компании своевременно раскрывали существенные сведения. Регулятор также устанавливает правила допуска частных инвесторов к разным инструментам, включая тестирование, о котором мы поговорим в восьмой главе. Наконец, Банк России публикует обзоры рынка и предупреждения, которые полезно читать любому участнику размещений.

Теперь посмотрим на покупателей акций. Институциональные инвесторы — это профессиональные участники рынка, которые управляют крупными суммами: паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, управляющие компании, банки и крупные частные инвесторы с большими капиталами. В отличие от частных лиц, они имеют аналитиков, проводят встречи с менеджментом компании и тщательно изучают документы. Их заявки обычно крупные и содержат конкрет-

ную цену, выше которой они не готовы покупать. Именно институциональные инвесторы на развитых рынках определяют цену размещения.

Среди институциональных инвесторов особую роль играют якорные инвесторы. Это крупные покупатели, которые ещё до начала сбора заявок берут на себя обязательство купить определённый объём акций по цене в пределах объявленного диапазона. Якорные инвесторы создают у остальных участников уверенность, что сделка состоится, и задают ориентир спроса. Иногда в роли якоря выступает известный фонд, иногда — стратегический партнёр компании, иногда — государственная структура. Как распределяются акции с участием якорных инвесторов, мы разберём в девятой главе.

Присутствие якорного инвестора — важный сигнал, но его тоже нужно читать внимательно. Если якорем выступает независимый профессиональный фонд, который сам провёл анализ компании и рискует собственными деньгами, это хороший знак. Если якорем выступает структура, связанная с продавцом или организатором, сигнал слабее. Бывает и так, что якорь получает за своё участие особые условия, например гарантированный объём акций или дополнительное вознаграждение. Поэтому всегда полезно узнать, кто именно выступает якорем и на каких условиях.

Частные инвесторы, к которым относятся наши герои, обычно не имеют доступа к менеджменту компании и опираются на публичные документы и материалы брокеров. Их

заявки небольшие, часто подаются без ограничения цены, и решения нередко принимаются под влиянием эмоций. В российских сделках последних лет частные инвесторы стали основной силой спроса, что создаёт особые риски, о которых мы говорили в третьей главе. Тем не менее у частного инвестора есть одно преимущество перед фондом: он не обязан участвовать в каждой сделке и может спокойно пропустить любую из них.

Фонды часто вынуждены участвовать в размещениях, даже если считают цену высокой. Управляющий, который пропустил размещение крупной компании, рискует отстать от конкурентов, если акции вырастут. Некоторые фонды покупают акции на размещении, потому что компания войдёт в индекс, который они отслеживают. Частный инвестор свободен от таких ограничений и может позволить себе ждать. Эта свобода — один из главных его козырей, и мы будем возвращаться к ней в главах о стратегиях.

Есть важная деталь в работе организаторов, которую новички обычно не знают. На развитых рынках организаторы нередко берут на себя твёрдое обязательство выкупить все размещаемые акции по согласованной цене, а потом сами перепродают их инвесторам. Такую схему называют твёрдым андеррайтингом, и при ней риск того, что акции не удастся продать, несёт банк. В российских сделках последних лет организаторы, как правило, действуют иначе: они обязуются приложить максимальные усилия для продажи, но не га-

рантируют, что купят нераспроданные бумаги. Если спрос окажется недостаточным, сделку уменьшают по объёму, переносят или отменяют.

Для инвестора эта разница имеет практическое значение. При твёрдом андеррайтинге банк рискует собственными деньгами и поэтому особенно тщательно оценивает компанию и спрос на её акции. При схеме максимальных усилий банк рискует только вознаграждением и репутацией, а весь риск низкого спроса остаётся у продавца и покупателей. Это ещё одна причина, по которой нельзя считать участие крупного банка в сделке гарантией качества компании: банк продаёт, но не покупает. Когда вы читаете в пресс-релизе, что сделку организует крупнейший банк страны, помните, что его имя говорит о масштабе сделки и о его способности найти покупателей, но не о том, что он сам вложил бы в эти акции свои деньги.

Как компания выбирает себе организаторов сделки? Обычно это происходит в формате конкурса, который профессионалы между собой называют конкурсом красоты. Несколько банков приходят к совету директоров с презентациями, в которых рассказывают о своём опыте, о том, каких инвесторов они смогут привести и, главное, как дорого, по их мнению, можно продать компанию. Банки, которые обещают более высокую оценку, имеют больше шансов получить мандат на сделку. Эта особенность создаёт встроенный стимул к оптимизму ещё до того, как начнётся сама ра-

бота над размещением.

Когда в «Ладожские системы» пришли банки, их предварительные оценки компании разошлись почти в полтора раза. Один банк говорил о восьмидесяти миллиардах рублей, другой — о ста десяти, третий — о ста двадцати. Мельников из «Невского капитала» с усмешкой заметил на совете, что самую высокую оценку назвал банк, у которого меньше всего опыта в технологическом секторе. В итоге компания выбрала двух глобальных координаторов, чьи оценки были близки к середине, но при этом пригласила в число организаторов и банк с самой высокой оценкой, чтобы он привёл своих клиентов. Инвестор, конечно, не видит эти переговоры, но полезно знать, что первоначальная оценка рождается в обстановке конкурса.

Ещё один конфликт интересов, о котором стоит знать, возникает, когда банк-организатор одновременно является кредитором компании. Представьте, что компания должна банку несколько миллиардов рублей, а в документах размещения написано, что часть привлечённых денег пойдёт на погашение долга. В этом случае банк заинтересован в сделке вдвойне: он получает вознаграждение организатора и возврат своего кредита. Такая ситуация не запрещена и встречается довольно часто. Однако она означает, что деньги новых акционеров частично уходят тому, кто организует продажу им акций.

Документы размещения обычно раскрывают такие отно-

шения в разделе о конфликтах интересов или о сделках с организаторами. Читая проспект, полезно проверить, не является ли кто-то из организаторов кредитором компании, её акционером или стороной важных договоров. Если является, это не повод сразу отказываться от участия, но повод внимательнее посмотреть на структуру сделки. В «Ладожских системах» такого конфликта не было, потому что у компании не было значимого долга, и это было одним из плюсов сделки.

Конфликт может возникнуть и на стороне покупателей. Многие брокеры входят в финансовые группы, в которых есть управляющие компании с паевыми фондами. Если брокер участвует в синдикате сделки, а управляющая компания той же группы покупает акции на размещении в свои фонды, интересы группы переплетаются. Пайщики фонда могут не знать, что их деньги помогли успешно провести сделку, за которую группа получила вознаграждение. Регулирование требует от управляющих действовать в интересах пайщиков, но полностью исключить влияние таких связей невозможно.

Наконец, конфликт возникает и между разными категориями покупателей. Организатор распределяет акции между институциональными и частными инвесторами, и у него есть свои предпочтения. Постоянные клиенты-фонды, с которыми банк работает много лет и от которых получает комиссии по другим операциям, могут получить более выгодное распределение, чем случайные покупатели. О том, как это вли-

яет на долю частных инвесторов, мы подробно поговорим в девятой главе. Пока важно запомнить, что в каждой сделке есть участники, которые ближе к организатору, и участники, которые дальше от него, и частный инвестор обычно находится во второй группе.

Всё это может показаться обескураживающим, но на деле знание конфликтов интересов даёт частному инвестору сильное преимущество. Он перестаёт воспринимать рекламу и обзоры как истину и начинает искать подтверждение в документах и в независимых источниках. Он понимает, почему сделки проводятся именно так, и может предсказать поведение участников. Наконец, он понимает, в каких случаях его интересы совпадают с интересами продавцов, а в каких расходятся. Такой инвестор гораздо реже становится жертвой ажиотажа.

Возможно, вы узнаёте себя в такой ситуации. Вы открываете приложение брокера, видите подборку «лучших размещений месяца» и чувствуете к этим компаниям больше доверия, потому что их отобрал ваш брокер. Вам кажется, что брокер, который годами хранит ваши деньги, не станет предлагать плохую сделку. Однако подборка составлена отделом, который отвечает за продажи, а не за защиту ваших интересов, и в неё попадают прежде всего сделки, в которых брокер участвует как член синдиката. Это не делает подборку бесполезной, но превращает её в рекламную витрину, а не в рекомендацию независимого советника.

Полезно вспомнить, как вы выбираете товары в обычном магазине. Полка на уровне глаз, яркие ценники и выкладка у кассы оплачены производителями, и опытный покупатель знает, что лучшие по соотношению цены и качества товары нередко стоят ниже или выше. В брокерском приложении действует тот же принцип. Баннер на главном экране говорит о том, что сделка важна для брокера, но ничего не говорит о том, хороша ли она для вас. Это различие легко запомнить и трудно соблюдать, когда кнопка «Подать заявку» мигает прямо перед глазами.

Поэтому лучше принимать решение не в приложении, а за столом с документами, и только потом возвращаться к кнопке. Несколько минут паузы между впечатлением от баннера и решением о заявке стоят дешевле любой ошибки, совершённой в спешке.

Отдельно стоит поговорить об аналитиках. Перед размещением банки-организаторы обычно готовят аналитические отчёты о компании, которые распространяются среди институциональных инвесторов. В этих отчётах аналитики описывают бизнес, строят прогнозы и предлагают диапазон справедливой оценки. Формально аналитики работают в отделе исследований, отделённом от подразделения, которое проводит сделку, внутренними правилами. На практике их банк получает вознаграждение за успешное размещение, и это создаёт очевидный конфликт интересов.

Исследования на развитых рынках неоднократно показы-

вали, что аналитики банков-организаторов в среднем дают более оптимистичные оценки компаний, которые размещал их банк, чем независимые аналитики. Это не обязательно сознательное искажение. Аналитик, который месяцами общался с менеджментом компании и проникся её планами, искренне может видеть будущее в розовом свете. Кроме того, банк, который регулярно критикует компании своих клиентов, рискует потерять эти компании как клиентов. В результате отчёты аналитиков организаторов полезно читать как описание бизнеса, но не стоит воспринимать их выводы как независимую оценку.

В российской практике последних лет к этому добавилась ещё одна особенность. Брокеры, работающие с частными инвесторами, часто публикуют свои обзоры размещений, в которых дают рекомендацию участвовать или не участвовать. Если брокер входит в синдикат сделки и получает вознаграждение за привлечённые заявки, его рекомендация участвовать не может быть полностью независимой. Добросовестные брокеры раскрывают этот конфликт в конце обзора, обычно мелким шрифтом. Читать этот мелкий шрифт — полезная привычка, которая занимает пару минут.

Где же искать независимое мнение? Полезно читать обзоры аналитиков, которые не участвуют в сделке, и комментарии профессиональных управляющих, которые сами принимают решение о покупке. Ещё полезнее составить собственное мнение на основе документов, о чём мы поговорим в

шестой и одиннадцатой главах. Важно также помнить, что после размещения у компании обычно появляется аналитическое покрытие со стороны разных банков, и сравнение их мнений даёт более объективную картину. О том, как меняется аналитика после окончания тихого периода, мы поговорим в пятнадцатой главе.

Теперь соберём всё, что мы узнали, в одну карту интересов. Представьте круг, в центре которого находится сделка, а вокруг расположены её участники. Продающие акционеры хотят продать дороже. Эмитент хочет привлечь деньги по хорошей цене и сохранить репутацию на рынке. Организаторы хотят продать как можно больше акций по как можно более высокой цене, но не настолько высокой, чтобы разочаровать постоянных клиентов-инвесторов.

Брокеры, работающие с частными инвесторами, хотят собрать как можно больше заявок от своих клиентов, потому что от этого зависит их вознаграждение и доля в сделке. Консультанты хотят, чтобы сделка состоялась и чтобы клиент остался доволен. Аналитики организаторов находятся под влиянием своих банков и склонны к оптимизму. Биржа хочет, чтобы на рынке было больше компаний и больше сделок. Регулятор хочет, чтобы правила соблюдались, а инвесторы получили достоверную информацию.

Институциональные инвесторы хотят купить акции подешевле, но иногда вынуждены участвовать в сделке по причинам, не связанным с ценой. Якорные инвесторы хотят гаран-

тированного объёма и иногда особых условий. Частные инвесторы хотят заработать, но часто действуют под влиянием рекламы и ажиотажа. Если посмотреть на эту карту целиком, видно, что интерес в низкой цене размещения есть только у покупателей. Все остальные участники в той или иной мере заинтересованы в высокой цене или в самом факте сделки.

Этот вывод не означает, что размещение — это заговор против покупателей. Высокая цена ограничена тем, сколько готовы заплатить покупатели, а покупатели ограничены своими знаниями и дисциплиной. Чем лучше покупатели понимают сделку, тем труднее продать им акции слишком дорого. Именно поэтому знания частного инвестора не только защищают его собственные деньги, но и делают рынок в целом более здоровым. Чем больше на рынке людей, задающих правильные вопросы, тем меньше в нём сделок, где выигрывают только продавцы.

Практический вывод из карты интересов можно сформулировать так. Когда вы читаете любой материал о размещении, задайте себе вопрос: кто его автор и какой у него интерес в сделке. Пресс-релиз компании написан эмитентом, обзор брокера из синдиката — участником сделки, интервью основателя дано продавцом, а восторженный пост блогера может быть оплачен. Независимыми среди всех этих источников являются лишь немногие, и именно их мнение стоит ценить выше.

Лариса применила этот принцип к сделке «Ладожских

систем». Она выписала всех участников, перечисленных в пресс-релизе, и рядом с каждым отметила, кто ему платит. Получилось, что все одиннадцать банков и брокеров получают вознаграждение от компании и фонда. Затем она нашла два обзора от аналитиков, которые не участвовали в сделке, и сравнила их оценки с оценкой, которую озвучивали организаторы. Независимые оценки оказались на десять-пятнадцать процентов ниже, и эта разница стала для Ларисы первым ориентиром при принятии решения.

Тимур, узнав об этом, сначала возмутился, а потом задумался. Он работал в ИТ-компании и знал, что подрядчики, которых нанимает заказчик, обычно пишут отчёты так, чтобы заказчик остался доволен. Он сам однажды видел, как отчёт о тестировании программы смягчили перед показом клиенту, хотя ошибки в нём остались. Ему вдруг стало понятно, что с размещениями всё устроено так же. Это не делало сделку плохой, но меняло его отношение к рекламе, которую он видел в приложении.

Рассмотрим ещё один аспект карты интересов, который часто упускают. У организаторов и брокеров есть интерес не только в цене, но и в том, чтобы акции хорошо вели себя в первые дни после размещения. Если акции упадут сразу после старта, это ударит по репутации банка и разочарует клиентов-брокеров. Поэтому организаторы стремятся к цене, которая позволит акциям немного вырасти в первые дни, и у них есть для этого специальные инструменты, о которых

мы поговорим в четырнадцатой главе. Этот интерес совпадает с интересом покупателей, но лишь на коротком отрезке времени.

На горизонте нескольких месяцев или лет интересы организаторов и покупателей расходятся. Организатор получил вознаграждение и переходит к следующей сделке, а покупатель остаётся с акциями. Если компания не оправдает ожиданий, организатор потеряет немного репутации, а покупатель потеряет деньги. Это асимметрия, которую невозможно устранить никакими правилами. Её можно лишь учитывать при принятии решения, помня, что ответственность за свои деньги несёте только вы.

Подведём итог четвёртой главы книги. За каждым размещением стоят эмитент и продающие акционеры, банки-организаторы и брокеры, юристы, аудиторы и консультанты, биржа с клиринговой организацией и депозитарием, регулятор, институциональные, якорные и частные инвесторы. Почти все участники, кроме покупателей, заинтересованы в высокой цене или в самом факте сделки, а вознаграждение организаторам и брокерам платит продающая сторона. Аналитика организаторов и обзоры брокеров из синдиката полезны как источник информации, но не как независимая оценка. Свобода частного инвестора не участвовать в сделке — его главное преимущество перед фондами.

Теперь, когда мы знаем, кто участвует в размещении, пора посмотреть, как сделка готовится во времени. Финансовый

директор «Ладожских систем» Ирина Сазонова начала работу над размещением задолго до того, как Тимур увидел баннер в приложении. Ей предстояло провести компанию через аудит, перестройку управления, регистрацию документов и встречи с инвесторами. В следующей главе мы пройдём с ней этот путь от решения совета директоров до удара в гонг на Московской бирже.

Глава 5. Путь от решения до гонга

Через неделю после совета директоров финансовый директор «Ладожских систем» Ирина Сазонова осталась в офисе допоздна. Ей сорок два года, пятнадцать из них она проработала в аудите и финансах, а в компанию пришла три года назад, когда Кротов впервые задумался о бирже. На белой доске в её кабинете появилась длинная горизонтальная линия, разделённая на шесть отрезков, по одному на каждый месяц до апреля. Над каждым отрезком она писала задачи: аудит, совет директоров, устав, регистрация, листинг, маркетинг, сбор заявок. К полуночи доска была исписана целиком, а Сазонова поняла, что спать в ближайшие полгода ей придётся мало.

Частный инвестор видит размещение в тот момент, когда на экране появляется баннер и кнопка подачи заявки. Для компании же этот момент — финал долгой работы, которая начинается за много месяцев, а иногда и за несколько лет до сделки. Знание этого пути полезно инвестору по двум причинам. Во-первых, оно помогает понять, какие документы и проверки стоят за размещением и насколько им можно доверять. Во-вторых, оно позволяет заметить, если компания прошла какие-то этапы в спешке или формально.

Первый и, пожалуй, самый трудоёмкий этап — подготовка финансовой отчётности. Публичная компания должна от-

читываться перед инвесторами по международным стандартам финансовой отчётности, которые сокращённо называют МСФО. Российская бухгалтерская отчётность, которую компания сдаёт в налоговую, строится по другим правилам и не всегда отражает реальную экономику группы компаний. Отчётность по МСФО объединяет все компании группы в одну картину, показывает выручку, расходы, долги и денежные потоки так, чтобы их можно было сравнивать с другими компаниями в мире.

Для размещения инвесторы ожидают увидеть отчётность по МСФО минимум за три последних года, проверенную аудитором. Три года нужны для того, чтобы можно было увидеть динамику: как росла выручка, как менялась рентабельность, как вела себя компания в разные периоды. Если компания раньше не готовила такую отчётность, ей приходится восстанавливать её задним числом, что требует огромной работы бухгалтеров и аудиторов. «Ладожским системам» повезло: после прихода фонда в 2019 году компания по его требованию начала готовить отчётность по МСФО, и к моменту подготовки к IPO у неё были проверенные отчёты за несколько лет.

Обратите внимание на важную деталь. Если компания готовит отчётность по МСФО только последние два-три года и начала это делать незадолго до размещения, инвесторы видят короткую историю. В этой истории могут не отразиться трудные периоды, которые компания пережила раньше.

Кроме того, при подготовке отчётности впервые у компании больше свободы в выборе учётных подходов, а значит, больше возможностей показать себя в выгодном свете. Короткая история отчётности не обязательно плоха, но это причина читать её особенно внимательно.

Аудит отчётности перед размещением обычно проводится тщательнее, чем обычный ежегодный аудит. Аудитор знает, что его заключение будет опубликовано в проспекте и что на нём будут основываться решения тысяч инвесторов. Если в отчётности окажутся существенные ошибки, аудитор рискует репутацией и может стать участником судебных споров. Поэтому аудиторы требуют от компании больше документов, проверяют больше операций и задают больше вопросов. Сазонова в эти месяцы проводила с аудиторами больше времени, чем с собственной семьёй.

Второй этап — перестройка корпоративного управления. В частной компании решения часто принимает один человек или узкий круг владельцев, а совет директоров существует скорее формально. Публичная компания должна иметь работающий совет директоров, в который входят независимые директора, то есть люди, не связанные с основными акционерами и менеджментом. Независимые директора должны защищать интересы всех акционеров, включая миноритарных, и следить за тем, чтобы крупный владелец не принимал решения в ущерб остальным.

Требования к составу совета директоров публичной ком-

пании зависят от того, в какой уровень листинга попадут её акции, и задаются правилами биржи и рекомендациями Кодекса корпоративного управления, который одобрил Банк России. Для высших уровней листинга нужно определённое число независимых директоров и комитеты совета директоров, прежде всего по аудиту и по вознаграждениям, которые возглавляют или в которых преобладают независимые директора. Компания также должна назначить корпоративного секретаря, утвердить политику по дивидендам, положения о внутреннем аудите и управлении рисками. Список требований длинный, и многие частные компании никогда раньше с ним не сталкивались.

В «Ладожских системах» совет директоров до подготовки к IPO состоял из пяти человек: Кротова, двух представителей фонда, директора по разработке Кашапова и генерального директора. Для размещения пришлось расширить совет до семи человек и пригласить трёх независимых директоров. Один из них был бывшим финансовым директором крупной розничной сети, второй — профессором экономики, третий — бывшим руководителем технологической компании. Председателем комитета по аудиту стал бывший финансовый директор, и Сазонова теперь отчитывалась перед ним о каждом существенном вопросе.

Для инвестора состав совета директоров и его независимость — важный сигнал. Если независимые директора — люди с именем и опытом, которые рискуют своей репутаци-

ей, это повышает шансы на то, что интересы миноритариев будут защищены. Если независимые директора — малоизвестные люди, связанные с основателем дружескими или деловыми отношениями, формальная независимость может ничего не значить. В документах размещения есть биографии членов совета директоров, и их стоит прочитать. Иногда одна строчка в биографии говорит больше, чем десять страниц описания бизнеса.

Третий этап связан с юридической формой компании. Многие частные компании в России существуют в форме общества с ограниченной ответственностью или непубличного акционерного общества. Для того чтобы акции могли свободно продаваться на бирже широкому кругу инвесторов, компания должна стать публичным акционерным обществом, сокращённо ПАО. Если компания существует в форме ООО, ей сначала нужно преобразоваться в акционерное общество, что само по себе требует времени и согласования с кредиторами.

Статус публичного общества компания получает, когда её устав и фирменное наименование содержат указание на публичность и когда она публично размещает акции или они начинают обращаться на организованных торгах. Вместе со статусом компания принимает на себя дополнительные обязанности: обязательное раскрытие информации, особые правила проведения собраний акционеров, запрет на ограничение числа акций у одного акционера и другие нормы, защи-

щающие миноритариев. Новый устав публичной компании готовится юристами с учётом требований биржи и рекомендаций Кодекса корпоративного управления. Многие положения устава, которые устраивали узкий круг владельцев, приходится менять.

Для инвестора эти юридические детали важны, потому что именно они определяют его права. Устав определяет, какие решения принимает собрание акционеров, а какие совет директоров, какие вопросы требуют квалифицированного большинства, есть ли у компании разные категории акций. Если у компании есть привилегированные акции или акции с разным числом голосов, это влияет на возможности миноритариев. Российское законодательство об акционерных обществах даёт акционерам ПАО довольно широкий набор прав, но конкретные детали всегда стоит проверять в уставе компании.

Четвёртый этап — регистрация выпуска акций и проспекта. Если в сделке размещаются новые акции, компания должна принять решение об их выпуске, которое затем регистрирует Банк России или, в определённых случаях, сама биржа. Решение о выпуске определяет количество новых акций, их номинальную стоимость, способ размещения и другие условия. Обычно общее собрание акционеров заранее утверждает увеличение уставного капитала, а совет директоров затем определяет конкретную цену размещения в пределах предоставленных ему полномочий.

Одновременно с выпуском регистрируется проспект ценных бумаг. Проспект нужен для того, чтобы акции могли публично предлагаться неограниченному кругу лиц и обращаться на бирже. Это главный документ размещения, в котором компания описывает свой бизнес, финансовое положение, риски, структуру собственности и условия сделки. О том, как читать проспект, мы подробно поговорим в следующей главе. Здесь важно понять, что регистрация проспекта — это формальная процедура проверки полноты и соответствия требованиям, а не одобрение компании регулятором.

Сроки регистрации зависят от загруженности регулятора и качества документов. Если документы подготовлены хорошо, регистрация занимает несколько недель. Если регулятор находит замечания, компании приходится вносить исправления, и процесс затягивается. Сазонова заложила на этот этап два месяца и, как выяснилось, не зря: регулятор дважды возвращал документы с вопросами о раскрытии рисков, связанных с зависимостью компании от нескольких крупных клиентов. В итоге раздел о рисках в проспекте стал заметно подробнее, чем было в первом варианте.

Интересная деталь, о которой мало кто знает: если сделка включает только продажу существующих акций без выпуска новых, регистрация выпуска не нужна, ведь акции уже выпущены. Однако проспект всё равно требуется, если бумаги предлагаются широкому кругу инвесторов и должны обращаться на бирже. Для частного инвестора проспект остаётся

главным источником информации независимо от того, есть ли в сделке новые акции. Если по какой-то причине компания допускает акции к торгам без проспекта, это должно серьёзно насторожить.

Пятый этап — листинг, то есть включение акций в список ценных бумаг, допущенных к торгам на бирже. Московская биржа делит этот список на несколько уровней. Первый и второй уровни образуют котировальный список, в который попадают бумаги компаний, выполнивших повышенные требования к прозрачности, корпоративному управлению и размеру. Третий уровень относится к некотировальной части списка, и требования к нему значительно мягче.

Требования к первому уровню самые строгие. Компания должна существовать определённое количество лет, иметь отчётность по МСФО за несколько последних лет, соблюдать требования к корпоративному управлению, включая независимых директоров и комитеты совета директоров, и обеспечить достаточную долю акций в свободном обращении. Минимальная доля акций, которые должны находиться в свободном обращении, зависит от размера компании: для крупных компаний она может быть меньше, для небольших больше. Второй уровень предполагает более мягкие требования, а третий почти не содержит их, кроме базовых условий.

Почему уровень листинга важен для инвестора? Во-первых, он отражает степень прозрачности и качества управления компании: попадание в первый уровень требует от ком-

пании больших усилий. Во-вторых, от уровня листинга зависит, кто может покупать акции. Многие институциональные инвесторы, например пенсионные фонды и страховые компании, по правилам могут вкладывать деньги только в бумаги из котировального списка. В-третьих, от уровня листинга зависят требования к частным инвесторам, о которых мы поговорим в восьмой главе.

Компании, которые выходят на биржу, обычно стремятся попасть сразу в котировальный список, потому что это расширяет круг покупателей. Иногда компания сначала попадает во второй уровень, а через год-два, выполнив все требования, переходит в первый. «Ладожские системы» после долгих обсуждений с биржей и юристами получили согласие на включение акций в первый уровень, поскольку компания соответствовала требованиям по корпоративному управлению, истории отчётности и размеру сделки. Это решение стало одним из аргументов в маркетинге сделки.

Шестой этап подготовки — предварительный маркетинг. Ещё до официального объявления о размещении организаторы проводят закрытые встречи с крупными институциональными инвесторами, чтобы понять их отношение к компании и к возможной оценке. Профессионалы называют такие встречи пилотным маркетингом или ранним знакомством с инвесторами. На этих встречах менеджмент рассказывает о бизнесе, а инвесторы задают вопросы и делятся первыми впечатлениями. Цена и параметры сделки на этом эта-

пе ещё не обсуждаются официально.

Предварительный маркетинг нужен организаторам для того, чтобы проверить почву. Если инвесторы проявляют интерес, организаторы получают аргументы в пользу высокой оценки. Если реакция сдержанная, сделку могут перенести, уменьшить или изменить её структуру. Для компании это способ избежать публичного провала: лучше узнать о слабом спросе на закрытых встречах, чем после официального объявления. Частные инвесторы в этом этапе не участвуют и обычно ничего о нём не знают.

На закрытых встречах с инвесторами «Ладожские системы» услышали много вопросов. Фонды спрашивали о зависимости от крупных клиентов, о конкуренции с крупными технологическими группами, которые разрабатывают похожие программы, и о том, насколько устойчив рост выручки, если торговые сети начнут экономить на информационных технологиях. Один из управляющих прямо сказал Кротову, что готов участвовать в сделке при оценке не выше девяноста миллиардов рублей. Другие называли цифры от девяноста до ста десяти миллиардов. Организаторы учли эти отзывы, когда определяли ценовой диапазон.

Этот этап объясняет одну важную вещь: к тому моменту, когда частный инвестор видит ценовой диапазон, его уже обсудили с крупными инвесторами. Диапазон отражает не только оценку организаторов, но и то, что готовы заплатить профессионалы. Это хорошо, потому что цена основана на

реальном спросе. Однако это также означает, что крупные инвесторы знают о сделке больше и раньше, чем частные. Как именно формируется диапазон и цена, мы подробно разберём в седьмой главе.

Седьмой этап — официальное объявление о намерении провести размещение. Это первый публичный шаг компании, после которого о сделке узнают все. В объявлении компания сообщает, что планирует провести IPO на определённой бирже, описывает свой бизнес, называет основные финансовые показатели, ожидаемую структуру сделки и организаторов. Иногда в объявлении уже указывают ориентировочный объём привлекаемых средств, но конкретную цену или диапазон обычно называют позже. Пресс-релиз, который Тимур прочитал в метро, был именно таким объявлением.

С этого момента сделка начинает жить публичной жизнью. Деловые издания пишут о компании, аналитики выпускают первые комментарии, брокеры готовят своих клиентов к будущей подписке. Для компании это время проверки: если первые отклики окажутся негативными, ещё можно отложить сделку без больших потерь. Для частного инвестора объявление о намерении — сигнал начать знакомство с компанией. Что именно из него можно извлечь, мы обсудим в начале следующей главы.

Восьмой этап подготовки называется роуд-шоу. Так называют серию встреч менеджмента компании с инвесторами, которая проходит после объявления о намерении и обычно

продолжается до закрытия книги заявок. В прежние времена менеджмент действительно ездил по разным городам и странам, отсюда и название, а сегодня многие встречи проводятся по видеосвязи. На роуд-шоу руководители компании выступают с презентацией, отвечают на вопросы и стараются убедить инвесторов купить акции. Для крупных фондов проводятся индивидуальные встречи, для остальных — групповые.

В последние годы в российских размещениях появился особый формат роуд-шоу для частных инвесторов. Компании проводят открытые трансляции, на которых основатели и менеджеры рассказывают о бизнесе и отвечают на вопросы зрителей. Брокеры организуют вебинары и публикуют записи интервью. Иногда проводится день инвестора, на котором компания подробно рассказывает о стратегии, показывает свои продукты и знакомит с командой. Всё это полезно для знакомства с компанией, но не стоит забывать, что любое такое мероприятие — часть маркетинга.

Тимур посмотрел трансляцию «Ладожских систем» целиком. Кротов уверенно рассказывал о технологиях, показывал схемы работы программ на складах и обещал, что через пять лет компания станет лидером рынка. На вопросы о конкурентах он отвечал, что у крупных технологических групп нет такого опыта в логистике. На вопрос о дивидендах ответила Сазонова: компания планирует направлять на дивиденды не менее тридцати процентов чистой прибыли начиная со

следующего года. Тимура трансляция впечатлила, а Лариса, посмотрев запись, отметила, что ни один вопрос о рисках не получил конкретного ответа с цифрами.

С объявлением о намерении связано понятие тихого периода. В течение определённого времени до и после размещения компания и организаторы ограничивают публичные высказывания о компании, которые выходят за рамки опубликованных документов. Смысл в том, чтобы все инвесторы получали одинаковую информацию из официальных источников и чтобы никто не распространял прогнозы и обещания, которых нет в проспекте. Правила тихого периода в разных странах устроены по-разному, а в российской практике его рамки во многом определяются внутренними правилами организаторов и общими требованиями к раскрытию информации.

Для инвестора тихий период имеет одно важное следствие. Если вы видите, что во время сбора заявок менеджмент компании или блогеры от её имени дают громкие прогнозы, которых нет в официальных документах, это повод насторожиться. Ответственная компания придерживается того, что написано в проспекте, и не обещает больше. Обещания, которых нет в документах, юридически ни к чему не обязывают и часто служат лишь для подогрева спроса. Правило простое: доверяйте документам больше, чем словам.

Девятый этап — сбор заявок, определение цены и распределение акций. Организаторы объявляют ценовой диапа-

зон и открывают книгу заявок, в которую инвесторы вносят свои заявки. Обычно сбор длится от нескольких дней до двух недель. После закрытия книги совет директоров компании вместе с продающими акционерами и организаторами определяет окончательную цену размещения и распределяет акции между инвесторами. Каждому из этих шагов в книге посвящена отдельная глава, поэтому здесь мы только обозначаем их место в общем пути.

Наконец, наступает последний этап — начало торгов. Обычно торги начинаются в течение одного-двух рабочих дней после закрытия книги заявок. В первый день на Московской бирже проводится торжественная церемония: основатель или генеральный директор компании ударяет в гонг, который символизирует начало публичной жизни компании. Церемония транслируется в интернете и широко освещается в деловых изданиях. Для компании и её сотрудников это праздник, для инвесторов — начало новой истории.

Посмотрим на последние две недели перед стартом торгов «Ладожских систем» в сжатом виде. В понедельник первой недели компания опубликовала объявление о намерении провести размещение. В четверг того же дня организаторы объявили ценовой диапазон от 480 до 540 рублей за акцию и открыли книгу заявок. Всю следующую неделю шло роуд-шоу, проводились трансляции и встречи с фондами, а брокеры принимали заявки частных инвесторов. Во вторник второй недели вечером книга заявок закрылась, в среду

утром была объявлена цена размещения, а в четверг утром начались торги.

Такой сжатый график типичен для российских размещений последних лет. С момента первого публичного объявления до начала торгов проходит около двух недель, а время для принятия решения у частного инвестора составляет фактически семь-десять дней. За это время нужно прочитать документы, сравнить компанию с аналогами, решить, сколько денег вложить, и подать заявку. Если подготовка начинается только после появления баннера в приложении, времени на всё это почти не остаётся. Вот почему полезно следить за новостями о готовящихся размещениях заранее.

Многие компании готовятся к размещению месяцами, и признаки этой подготовки иногда видны со стороны. Компания начинает публиковать отчётность по МСФО, хотя раньше этого не делала, приглашает в совет директоров известных независимых директоров, преобразуется в ПАО, проводит выпуск облигаций для знакомства с рынком. Иногда в деловых изданиях появляются сообщения со ссылкой на источники о том, что компания выбрала организаторов. Если вы заметили такие признаки у интересной вам компании, у вас есть время подготовиться заранее.

Лариса взяла за правило следить за такими признаками. Она завела в своём блокноте отдельную страницу, на которую выписывала компании, о подготовке которых к IPO появлялись новости. Рядом с каждой компанией она записыва-

ла, что уже известно о её бизнесе и отчётности. Когда «Ладожские системы» объявили о намерении провести размещение, у Ларисы уже была собранная за несколько месяцев информация о компании. Это давало ей преимущество перед теми, кто узнал о сделке из баннера.

Накануне сделки, когда большая часть пути уже пройдена, участники проводят последнюю серию проверок, о которой инвесторы почти никогда не слышат. Аудитор готовит для организаторов так называемое комфорт-письмо, в котором подтверждает, что после даты последней проверенной отчётности не произошло существенных изменений, которые сделали бы цифры в проспекте устаревшими. Юристы готовят заключения о том, что компания создана законно, акции выпущены правильно, а существенные договоры действительны. Менеджмент компании подписывает заверения о том, что документы не содержат недостоверной информации и не умалчивают о важных фактах.

Зачем всё это нужно, если отчётность уже проверена, а проспект зарегистрирован? Всё дело в ответственности, которую несут участники сделки. Закон предусматривает ответственность эмитента и лиц, подписавших проспект, за недостоверную или вводящую в заблуждение информацию, и каждый участник хочет иметь подтверждение, что он сделал всё возможное для проверки. Организаторы, со своей стороны, хотят защитить себя от претензий инвесторов, если что-то пойдёт не так. Поэтому накануне сделки бумаг стано-

вится больше, чем за все предыдущие месяцы.

Для частного инвестора вся эта цепочка проверок имеет практический смысл. Она означает, что информация в проспекте прошла через несколько фильтров и за её достоверность отвечают конкретные люди и организации. Это не гарантирует, что в документах нет ошибок или что прогнозы сбудутся. Однако если после размещения выяснится, что компания скрыла важные факты, у инвесторов появляются основания требовать возмещения убытков, пусть такие разбирательства и бывают долгими. Именно поэтому разумно опираться на проспект, а не на рекламные материалы, за которые никто не несёт подобной ответственности.

Сазонова подписывала свои заверения поздно вечером накануне объявления цены. Она вспоминала, как полгода назад рисовала на доске свою линию с этапами, и думала о том, что теперь её подпись стоит под документом, который будут читать тысячи людей. Ей было спокойно, потому что каждую цифру в проспекте она проверила по нескольку раз. Однако она знала и то, что многие из этих людей не прочитают проспект вовсе. Для таких читателей вся её работа по проверке цифр так и останется невидимой, хотя именно она отличает документ от рекламы.

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.