Pre-IPO в России — «Мертвое море» в мире сделок

Захар КИСЛЫХ,
инвестиционный менеджер, M9 Capital, Head of Research, проект «Долгосрок»

Рынок публичных размещений акций в 2024 г. стал рекордным на горизонте 10 лет по количеству публичных размещений: 19 эмитентов, из которых 15 впервые вышли на рынок. Суммарно эмитенты привлекли более 100 млрд руб. При этом динамика рынка Pre-IPO не показывает таких впечатляющих результатов — объем сделок приблизительно составил 4.3 млрд руб.

Состояние рынка IPO и в целом фондового рынка в России является первичным по отношению к производному рынку Pre-IPO. Только так и никак иначе

Колоссальную разницу в объемах привлечения можно объяснить тем, что состояние рынка Pre-IPO является производным от фондового рынка. Пока мы видим «размещения ради размещений», отсутствие механизмов защиты для институциональных инвесторов и недостаток «рыночных» физических инвесторов, которые сконцентрированы на долгосрочных инвестициях, рынок Pre-IPO не получит существенного импульса для развития.

ЧТО ПЕРВИЧНЕЕ — IPO ИЛИ PRE-IPO?

Рынок IPO в России в 2023–2024 гг. — аномальный трек по сравнению с горизонтом предыдущих лет. Если углубляться в первопричины бурной динамики размещений, то можно сделать вывод о прямой корреляции с макроэкономической ситуацией в стране. Компании столкнулись с двузначной стоимостью фондирования за счет долгового капитала на фоне усиливающихся инфляционных ожиданий и ужесточения денежно-кредитных условий. Причем компании не были нацелены на проведение действительно «рыночных» IPO, которые подразумевают тщательный процесс на горизонте 1–2 лет. Решения об IPO, скорее, были спонтанными и основывались на текущих ожиданиях рынка по дальнейшему развитию событий в макроэкономической среде. Если тезисно резюмировать, то:

- среднестатистический портрет кандидата на IPO сильно отличался от того, что был в предыдущие годы: выход осуществлялся преимущественно компаниями малой и средней капитализации;
- собственники понимали, что дальнейшие условия для размещения будут не лучше текущих, поэтому стремились зафиксировать на бумаге более привлекательные условия в части оценки;
- фокус размещений в основном на розничных инвесторах, которые в меньшей степени подходили к оценке рисков IPO и на первой волне размещений преследовали спекулятивный интерес;
- долгосрочная история акционерного роста в большинстве кейсов

отсутствовала либо не была ярко выражена. Компании привлекали деньги по высоким мультипликаторам в условиях дорогостоящего фондирования, при этом отсутствовал потенциал кратного роста инвестированных средств — еще один фактор, подкрепляющий тезис об отсутствии интереса со стороны институциональных инвесторов.

Вышеперечисленные тезисы не являются исчерпывающими. Но именно они описывают тот факт, что практически все IPO оказались неудачными для инвесторов — большинство акций торговалось ниже цены размещения IPO на конец года. Таким образом, долгосрочные инвесторы вынуждены наблюдать «бумажный» убыток, превышающий 30–50 %.

Если же на рынке IPO нет инвестиционных возможностей, то откуда они могут появиться на более раннем этапе — именно так можно описать суждение потенциального инвестора о привлекательности рынка Pre-IPO. Ведь IPO — это exit для инвесторов ранней стадии, позволяющий получить существенную прибыль за счет: (а) роста мультипликатора выхода и (б) масштабирования показателей к моменту публичного размещения. Текущая ситуация среди компаний на рынке не располагает ни к первому, ни ко второму. Всё это усложняется и тем фактом, что институциональным инвесторам ввиду более жесткой трактовки инвестиционных мандатов этот рынок менее интересен, а у розничных меньше шансов качественно погрузиться в актив и разобраться в нем ввиду отсутствия необходимых профессиональных качеств и компетенций.

ГДЕ ДЕНЬГИ, ЛЕБОВСКИ?

Стоит отметить, что и до введения санкций и ухода зарубежных инвесторов институциональный рынок в России не был в значительной степени развитым. После их ухода он de facto испарился, выражаясь в терминах объемов сделок, в денежном выражении. Текущие институциональные инвесторы представлены в основном управляющими компаниями паевых инвестиционных фондов, негосударственными пенсионными фондами, инвестиционными подразделениями банков, а также семейными офисами HNWI и UHNWI. Наиболее активными с точки зрения сделок остаются именно управляющие компании, аффилированные с банками, которые формируют ЗПИФы и инвестируют за счет капитала клиентов. Как пример — ВИМ Инвестиции и Альфа-Капитал.

Связано это, несомненно, с тем, что команды управляющих компаний имеют существенный практический опыт работы на непубличном рынке в составе инвестиционных банковских подразделений, что позволяет находить интересные инвестиционные возможности по сравнению с теми, что представлены на инвестиционных платформах. Инвестиционный процесс подразумевает глубокое погружение команд в отрасль потенциальных активов, проведение комплексных проверок и детальное структурирование сделок с целью поддержания необходимого уровня доходности. Цикл сделки от инициации до закрытия может составлять от нескольких месяцев до года. При этом целевой срок владения согласно мандату в среднем составляет от 3 до 4 лет.

Таким образом, рынок Pre-IPO остается относительно локальным, но доступ к нему упрощается для розничных инвесторов за счет появления инвестиционных платформ, которые заменяют работу инвестиционных подразделений крупных управляющих компаний. Они проводят скрининг потенциальных активов, структурируют и упаковывают сделки «под ключ».

На Рисунке 1 представлена динамика инвестиций поздних раундов (раунды B и C+) на основе данных отчета «Рынок венчурных инвестиций» от Московского инновационного кластера с актуальностью на март 2025 г.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПЛАТФОРМЫ ДЛЯ PRE-IPO — ПУСТЫШКА ИЛИ ДРАЙВЕР РОСТА?

Как было отмечено ранее, инвестиционные платформы упрощают доступ эмитентов к фондированию на рынке, при этом популяризируют направление среди розничных инвесторов. Основным барьером для дальнейшего масштабирования является восприятие рынка последними ввиду нескольких факторов: (а) отсутствие долгосрочного горизонта инвестиций, (б) наличие скептичного отношения к способу выхода для компаний на ранней стадии и (в) высокие оценки размещаемых компаний, которые существенно ограничивают потенциальную прибыль на IPO.

Текущий формат рынка — продукт для физических инвесторов: низкий чек, небольшие раунды, высокая оценка и существенные риски

Рынок существует только благодаря посредникам, функционирующим в формате сбора коллективных инвестиций

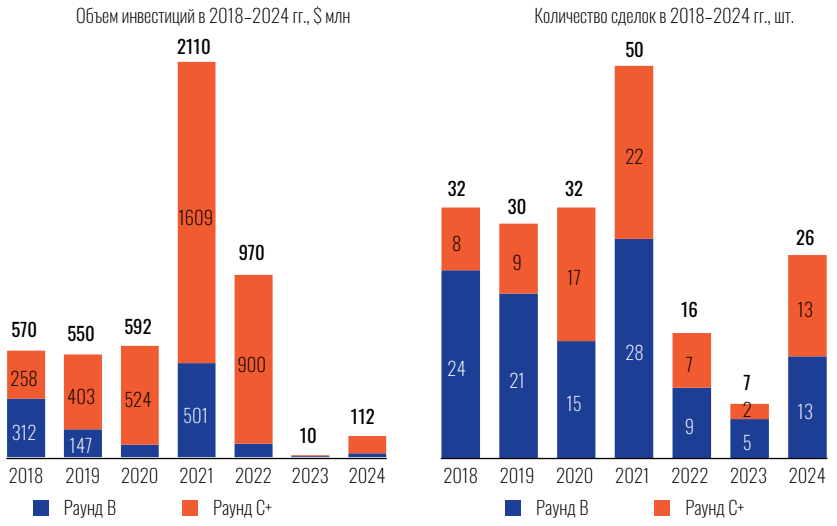

Рисунок 1
Динамика инвестиций поздних раундов (B и C+)

Источники: Московский инновационный кластер, Агентство инноваций города Москвы

Несмотря на наличие нескольких десятков инвестиционных платформ, наиболее яркими представителями можно обозначить лишь несколько:

• Zorko. Один из первопроходцев на этом рынке. Именно здесь прошло достаточно известное Pre-IPO Hyper, которое получило широкий охват за счет грамотного продвижения среди розничной аудитории. Также через платформу были завершены размещения Самолет Плюс и Бетувакс.

• Rounds. Платформа, аффилированная с Альфа-Банком. Также является одной из первых, начавших популяризацию направления Pre-IPO. В частности, размещение CarMoney, РБТ и МГКЛ происходили именно через нее. А в 2024 г. компания смогла достичь новых высот: провела размещение «Бери Заряд».

• MOEX Start. Платформа была запущена в 2024 г. и уже смогла нашуметь крупными анонсами: ГК «Цифровые привычки» и ГК «Экзалтер». В 2025 г. через платформу планируется размещение РАТ.

• Brainbox.VC. Данная платформа является «новичком» на рынке. Ее нельзя характеризовать как Pre-IPO площадку — скорее, фокус на венчурных инвестициях на ранней стадии. Тем не менее на платформе был бум размещений в 2024 г., и есть основания полагать, что размер размещаемых компаний в ближайшие годы кратно увеличится, в том числе за счет запуска нового фонда, где в рамках второго закрытия объем составит 2 млрд руб.

Появление новых имен на рынке произошло именно благодаря вышеперечисленным платформам. Стоит отметить, что некоторые Pre-IPO были более интересными и подготовленными с фундаментальной точки зрения, нежели большинство IPO в 2024 г. Нельзя не отметить тот факт, что MOEX Start и Rounds являются комплементарными продуктами в рамках инвестиционных экосистем. Мосбиржа за счет развития Pre-IPO платформы имеет возможность предлагать более интересные решения для эмитентов, которые

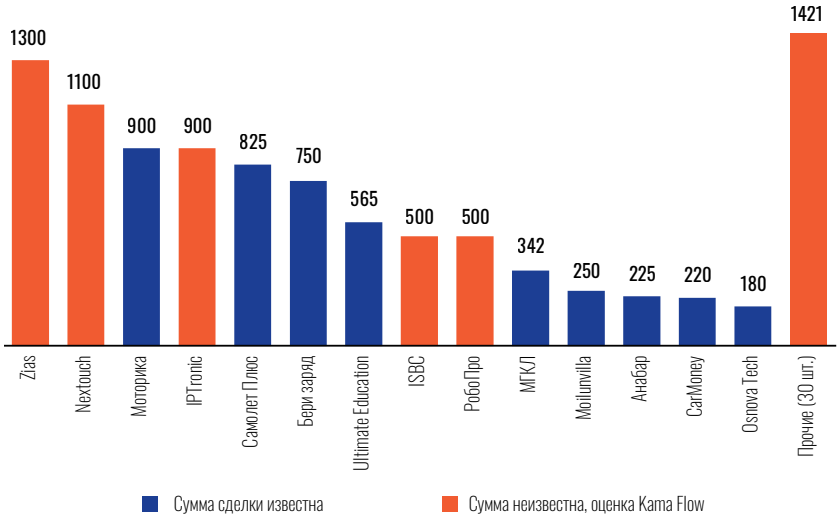

Рисунок 2
Сделки на рынке коллективных инвестиций в 2022–2024 гг., млн руб.

Источник: исследование рынка Pre-IPO от инвесткомпании KAMA FLOW, март 2025 г.

в дальнейшем станут публичными. При этом Rounds имеет возможность закрывать размещения за счет широкой воронки в банковской экосистеме Альфа-Банка. Поэтому можно отметить и дальнейший тренд на появление кэптивных инвестиционных платформ, аффилированных с крупными банковскими и инвестиционными организациями, которые станут дополнением к текущим экосистемам.

Если резюмировать, рынок инвестиций в компании на поздних раундах — почва для институциональных инвесторов, которые осуществляют поиск активов самостоятельно. Тем не менее появление инвестиционных платформ сильно облегчает доступ для розничных инвесторов, но как самостоятельный продукт площадки всё равно остаются менее эффективным вариантом поиска Pre-IPO-инвестиций, и крупные компании взаимодействуют конкретно с институциональными инвесторами. Но стоит отметить, что без более активного вовлечения семейных и инвестиционных фондов рынок так и останется «игровой площадкой» для спекулянтов.

КОГДА ЖДАТЬ ПЕРЕЗАГРУЗКИ РЫНКА? СЦЕНАРИИ ДЛЯ РЫНКА PRE-IPO

Несмотря на относительно существенные последствия размещений 2023–2024 гг. с точки зрения восприятия розничных инвесторов, можно сделать вывод о колоссальном влиянии этого периода на дальнейшее становление рынка. Массовый выход компаний на IPO показал участникам, что организационный процесс не такой болезненный, как представлялось ранее. Имиджевая история также позволяет подтолкнуть множество компаний к решению о становлении публичными. С учетом текущего охлаждения в экономике и рыночных колебаний эмитенты, скорее, отдадут предпочтение более организованному планированию процесса IPO, в связи с чем рассмотрят рынок Pre-IPO как пробный формат — в первую очередь через инвестиционные платформы. Более крупные компании, которые ранее были тесно связаны с рынками капитала, скорее всего, пойдут по пути взаимодействия с институциональными инвесторами (см. кейсы Суточно.ру и Монополия.Онлайн), что также является драйвером рынка.

В ближайшие годы можно ожидать бума выходов институциональных инвесторов из приобретенных в 2023–2024 гг. активов

С учетом текущей макроэкономической ситуации и ожиданий участников рынка можно рассмотреть 2 сценария развития рынка в течение 2025–2027 гг., причем оба предполагают смягчение денежно-кредитных условий.

- **Сценарий 1: институционализация рынка.** Поиск дополнительных источников фондирования создал необходимые условия для погружения компаний в рынки капитала. Собственники крупных холдингов и групп ведут активные диалоги о продаже долей институциональным инвесторам (управляющие компании, семейные и инвестиционные фонды, а также инвестиционные подразделения банков). Жесткие денежно-кредитные условия позволили существенно снизить оценки сделок практически во всех секторах, что создает удобный и комфортный порог входа со значимым потенциалом выхода на горизонте 3–4 лет. Множество сделок проходит в «тени», то есть нет публичных пресс-релизов со стороны покупателей и продавцов, но тем не менее происходит процесс аллокации накопившейся ликвидности среди институциональных инвесторов. Это всё приведет к тому, что в момент нормализации денежно-кредитных условий они начнут подготовку к процессу выхода из компаний за счет более быстрой продажи на этапе Pre-IPO профильным финансовым инвесторам с небольшими премиями к оценке входа. Данный сценарий рассматривается как наиболее вероятный.
- **Сценарий 2: восстановление доверия со стороны розницы.** После череды неуспешных IPO для розничных инвесторов в предыдущие годы доверие к рынку несколько угасло. Тем не менее появление таких сделок, как Бери Заряд, Самолет Плюс, Ultimate Education, Hyper позволяет сделать вывод, что данный тезис развеется после события ликвидности для инвесторов. В данном случае произойдет бурный рост размещаемых компаний на инвестиционных платформах преимущественно из сегмента малого и среднего бизнеса с целью компенсировать высокие оценки за счет кратного роста финансовых показателей. Учитывая специфику розничных инвесторов, данный сценарий рассматривается как менее вероятный.

ВЫБОРОЧНЫЙ ОБЗОР СДЕЛОК НА РЫНКЕ

Практически весь объем сформирован несколькими сделками с участием крупных институциональных инвесторов (Рисунок 2).

- **Бери Заряд.** Компания планировала собрать в мае от 500 до 700 млн руб. на платформе Rounds. При этом книга заявок была закрыта за 3 дня, а сама компания привлекла более 750 млн руб. При выручке 1863 млн руб. раунд происходил по оценке 4.5 млрд руб. Стоит отметить, что данное размещение, действительно, по большинству пунктов можно характеризовать как эталонное Pre-IPO. Тем не менее буквально через полгода компанию выкупил Яндекс. Таким образом, сценарий IPO для компании не был реализован.
- **Суточно.ру.** Pre-IPO фонд «ВИМ Инвестиции» стал владельцем доли 16.03 % в марте 2024 г. В январе основатель допустил проведение IPO уже в 2025 г. Примечательно, что это будет, возможно, первым публичным размещением в TravelTech-секторе.
- **Монополия.Онлайн.** В апреле этого года появилась информация о вхождении одного из фондов «ВИМ Инвестиции» в капитал компании в рамках дополнительной эмиссии. Ожидается, что сделка будет закрыта в II квартале 2025 г., при этом вхождение в капитал будет осуществляться через ЗПИФ «ВИМ — Цифровая логистика». Отдельно стоит отметить, что предусмотрены механизмы защиты акционерного капитала. Акционеры имеют право предъявить долю к продаже, начиная с II квартала 2028 г., если не произойдет IPO. Ориентир доходности, начисляемой до этой даты, составляет КС + 7 %.
- **Самолет Плюс.** В июле 2024 г. завершилось размещение акций компании на сумму 825 млн руб. Таким образом, капитализация компании на дату окончания размещения составила 21.2 млрд руб. Размещение прошло через инвестиционную платформу Zorko. При этом, согласно комментариям платформы, в размещении приняли участие около 2000 инвесторов.